

INTRODUCCIÓN

Lo que me impresiona al momento de escribir esta introducción es la complejidad de las fuerzas que están moldeando la evolución macroeconómica del mundo entero y la consiguiente dificultad para extraer una conclusión global. Permítanme explicar.

Dos fuerzas profundas están dando forma a las perspectivas a mediano plazo:

Los legados de la crisis financiera y de la crisis de la zona del euro aún son visibles en muchos países. En distinta medida, la debilidad de los bancos y los elevados niveles de deuda —de los gobiernos, las empresas o los hogares— siguen afectando negativamente el gasto y el crecimiento. La baja tasa de crecimiento, a su vez, enlentece el proceso de desapalancamiento.

El crecimiento del producto potencial ha disminuido. Tal como se señala en el capítulo 3, el crecimiento potencial de las economías avanzadas ya estaba disminuyendo antes de la crisis. También ha influido el envejecimiento, sumado a la desaceleración de la productividad total. La crisis empeoró la situación, ya que la fuerte contracción de la inversión enfrió aún más el crecimiento del capital. A medida que dejamos atrás la crisis, y tal como se sugiere en el capítulo 4, el crecimiento del capital se recuperará, pero el envejecimiento y el débil aumento de la productividad continuarán actuando como lastres. Los efectos son aún más pronunciados en los mercados emergentes, donde el envejecimiento, la menor acumulación de capital y el menor aumento de la productividad se están combinando para reducir significativamente el crecimiento potencial en el futuro. El deterioro de las perspectivas conduce, a su vez, a recortes del gasto y a una disminución del crecimiento hoy.

A estas dos fuerzas se suma el hecho de que la escena actual está dominada por dos factores con profundas implicaciones distributivas: el abaratamiento del petróleo y los fuertes movimientos de los tipos de cambio.

El drástico descenso de los precios del petróleo fue sorpresiva. Las explicaciones que se han barajado son numerosas; las más convincentes se centran en el aumento continuo de la oferta de fuentes no convencionales, combinado con un cambio de estrategia por

parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). La mayoría de estas explicaciones llevan a pensar que el descenso probablemente sea duradero.

El retroceso de los precios ha provocado una amplia reasignación del ingreso real desde los países exportadores de petróleo hacia los importadores. Los primeros datos apuntan a que en los países importadores de petróleo —desde Estados Unidos hasta la zona del euro, China e India—, el aumento del ingreso real está estimulando el gasto. Los países exportadores de petróleo han recortado el gasto, pero en menor medida: muchos cuentan con reservas financieras sustanciales y pueden permitirse reducir el gasto con lentitud.

Los movimientos del tipo de cambio han sido inusitadamente pronunciados. Entre las principales monedas, el dólar ha experimentado una fuerte apreciación, y el euro y el yen, una fuerte depreciación. Estos movimientos reflejan sin duda profundas diferencias en materia de política monetaria: la previsión es que Estados Unidos abandone el límite inferior cero de las tasas de interés este año, pero ese no es el caso ni en la zona del euro ni en Japón. Dado que estas diferencias están claras desde hace tiempo, lo sorprendente es cuánto tardaron en reaccionar los tipos de cambio. En la medida en que tanto la zona del euro como Japón corren el riesgo de sufrir una recaída, las depreciaciones del euro y del yen serán beneficiosas. En cierta medida, Estados Unidos tiene margen de maniobra para neutralizar los efectos adversos de la apreciación del dólar. Por ende, este ajuste de los tipos de cambio debe considerarse, en términos netos, como positivo para la economía mundial.

Ahora miremos estas cuatro fuerzas en conjunto. Algunos países están aquejados por los legados de la crisis; otros, no. Algunos países están aquejados por la disminución del crecimiento potencial; otros, no. Algunos países se benefician de la disminución de los precios del petróleo; otros se ven perjudicados. Las monedas de algunos países se mueven a la par del dólar; otras, a la par del euro y del yen. Añadamos a esto un par de sucesos idiosincrásicos, como los problemas económicos de Rusia o la debilidad de Brasil. No es sorprendente que

las evaluaciones tengan que ser granulares. En términos netos, nuestro pronóstico de base es que las economías avanzadas tendrán un mejor desempeño este año que el año pasado, que los mercados emergentes y los países de bajo ingreso se desacelerarán en comparación con el año pasado, y que, en consecuencia, el crecimiento mundial será aproximadamente igual al del año pasado. Pero esas cifras agregadas no reflejan la diversidad de las situaciones individuales.

Pasando de los pronósticos a los riesgos, ¿vemos un recrudescimiento? En mi opinión, los riesgos macroeconómicos se han disipado ligeramente. El principal riesgo del año pasado —a saber, una recesión en la zona del euro— ha disminuido, al igual que el riesgo de deflación. Pero los riesgos financieros y geopolíticos se han acentuado. Los fuertes movimientos de los precios relativos, ya se trate de tipos de cambio o del precio del petróleo, producen ganadores y perdedores. Las empresas de energía y los países productores de petróleo se enfrentan a condiciones más difíciles y a mayores riesgos. Lo mismo ocurre con las empresas fuera de Estados Unidos y los gobiernos que se han endeudado en dólares. Si los fuertes movimientos de los tipos de cambio continúan, podrían exacerbar los riesgos financieros y poner nuevamente en el tapete el tema de una guerra de divisas. No se puede descartar una crisis en Grecia, lo que seguramente desestabilizaría los mercados financieros. La turbulencia conti-

núa en Ucrania y Oriente Medio, pero por ahora sin implicaciones económicas sistémicas.

Por último, dada la diversidad de situaciones, es obvio que el asesoramiento en materia de políticas debe adaptarse a cada país. Con todo, algunos principios generales conservan relevancia. Las medidas orientadas a sustentar el crecimiento tanto a corto como a más largo plazo siguen revistiendo una importancia primordial. Ahora que la expansión cuantitativa se encuentra en marcha en la zona del euro, la política monetaria de las economías avanzadas ha cumplido en gran medida su misión. En algunos países hay margen de maniobra fiscal, pero este es limitado; el abaratamiento del petróleo ha creado una oportunidad para recortar los subsidios energéticos y reemplazarlos con programas mejor focalizados. Los argumentos a favor de incrementar la inversión en infraestructura que presentamos en la edición anterior de *Perspectivas de la economía mundial* siguen siendo válidos. Y si bien las reformas estructurales no pueden obrar milagros, pueden hacer subir el nivel del producto y promover el crecimiento durante un tiempo. Los detalles varían según el país. En vista de los costos políticos a corto plazo que entrañan muchas de estas reformas, el reto será seleccionarlas con cuidado.

Olivier Blanchard
Consejero Económico

RESUMEN EJECUTIVO

El crecimiento mundial sigue siendo moderado, con perspectivas desiguales entre los principales países y regiones. Según las proyecciones, alcanzará 3,5% en 2015, cifra que coincide con los pronósticos de la Actualización de enero de 2015 de Perspectivas de la economía mundial (informe WEO, por sus siglas en inglés). En comparación con el año pasado, las perspectivas de las economías avanzadas están mejorando; entre tanto, el crecimiento en las economías de mercados emergentes y en desarrollo sería más bajo, principalmente como consecuencia del deterioro de las perspectivas de algunas economías de mercados emergentes grandes y de los países exportadores de petróleo.

Una serie de fuerzas complejas están moldeando las perspectivas; entre ellas cabe mencionar las tendencias a mediano y largo plazo, los shocks mundiales y muchos factores específicos de cada país o de región:

- En los mercados emergentes, los datos de crecimiento sorpresivamente negativos de los últimos cuatro años han empañado las expectativas en torno a las perspectivas de crecimiento a mediano plazo.
- En las economías avanzadas, las perspectivas en torno al producto potencial se ven ensombrecidas por el envejecimiento de la población, la debilidad de la inversión y el deslucido crecimiento de la productividad total de los factores. Las expectativas de disminución del crecimiento potencial debilitan la inversión de hoy.
- Varias economías avanzadas y algunos mercados emergentes todavía están lidiando con los legados de la crisis, incluidas las continuas brechas del producto negativas y los elevados niveles de deuda pública o privada.
- La inflación y las expectativas inflacionarias en la mayoría de las economías avanzadas se encuentran por debajo de las metas y en algunos casos siguen disminuyendo, una inquietud particular para los países con una deuda elevada y un crecimiento bajo —legados de la crisis— y poco o ningún margen para distender la política monetaria.
- Los rendimientos de los bonos a largo plazo han vuelto a bajar y en muchas economías avanzadas

han tocado mínimos históricos. Esta disminución brinda respaldo a la recuperación, en la medida en que refleja la caída de las tasas de interés reales, y no una disminución de las expectativas de inflación.

- La caída de los precios del petróleo —que refleja en considerable medida factores vinculados a la oferta— está estimulando el crecimiento a nivel mundial y en muchos importadores de petróleo, pero frenará la actividad de los países exportadores de petróleo.
- Los tipos de cambio entre las principales monedas han fluctuado sustancialmente en los últimos meses, como consecuencia de las variaciones de las tasas de crecimiento de los países, las políticas monetarias y el abaratamiento del petróleo. Al redistribuir la demanda hacia países con condiciones macroeconómicas menos favorables y menor margen de acción en términos de la política económica, estos cambios podrían ser beneficiosos para las perspectivas mundiales. Se mitigaría así el riesgo de que las tensiones recrudezcan y provoquen efectos de contagio en estas economías.

El efecto neto de estas fuerzas puede constatarse en el aumento del crecimiento en las economías avanzadas proyectado para este año, en comparación con 2014, y en la desaceleración del crecimiento proyectado en los mercados emergentes. No obstante, los mercados emergentes y las economías en desarrollo siguen generando más de 70% del crecimiento mundial en 2015.

Este panorama de crecimiento en los mercados emergentes refleja principalmente el deterioro de las perspectivas en algunas de las grandes economías de mercados emergentes, así como la retracción de la actividad de algunos grandes exportadores de petróleo, atribuible al descenso drástico de los precios del petróleo. Se prevé que las autoridades chinas hagan más énfasis ahora en mitigar las vulnerabilidades generadas por la rápida expansión del crédito y la inversión ocurrida recientemente. Por ende, el pronóstico supone una mayor desaceleración de la inversión, particularmente en bienes raíces. Las perspectivas para Brasil se ven afectadas por la sequía, el endurecimiento de las políticas macroeconómicas y la falta de vigor del sector privado, en parte debido a las secuelas de la investigación de

Petrobras. Las perspectivas de crecimiento de Rusia reflejan el impacto económico de la fuerte caída de los precios del petróleo y el recrudecimiento de las tensiones geopolíticas. En otros mercados emergentes exportadores de materias primas, el impacto de la caída de los precios del petróleo y de otras materias primas en los términos de intercambio y los ingresos reales perjudicaría, según los pronósticos, el crecimiento a mediano plazo. Se prevé que el crecimiento en los mercados emergentes repunte en 2016, impulsando un aumento del crecimiento mundial a 3,8%, más que nada gracias a cierta disminución de las presiones a la baja sobre la actividad de países y regiones con débil crecimiento en 2015, como Rusia, Brasil y el resto de América Latina.

En muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo, la política macroeconómica sigue teniendo un margen limitado para respaldar el crecimiento. Sin embargo, la caída de los precios del petróleo mitigará la presión inflacionaria y las vulnerabilidades externas en los países que lo importan, y en las economías con subsidios petroleros podría abrir cierto espacio fiscal o, en los casos en que resulte necesario, crear margen para reforzar los saldos fiscales. Los países exportadores de petróleo tienen que absorber un fuerte shock de términos de intercambio y enfrentan mayores vulnerabilidades fiscales y externas. Aquellos que disponen de espacio fiscal pueden permitir que el gasto público se adapte poco a poco a la disminución del ingreso petrolero. En los países exportadores de petróleo que gozan de flexibilidad cambiaria, la depreciación facilitaría el ajuste. Las economías de mercados emergentes y en desarrollo también tienen un importante programa de reformas estructurales, que incluye medidas encaminadas a respaldar la acumulación de capital (por ejemplo, eliminando los estrangulamientos de infraestructura, retirando los límites al comercio y la inversión, y mejorando el clima empresarial) e incrementar la participación en la fuerza laboral y la productividad (mediante reformas de la educación y de los mercados de trabajo y de productos). Además, la caída de los precios del petróleo ofrece una oportunidad para reformar los subsidios energéticos y también la tributación de la energía (incluso en las economías avanzadas).

En términos generales, las economías avanzadas se están beneficiando del abaratamiento del petróleo. Según las proyecciones, el crecimiento de Estados Unidos superaría 3% en 2015–16; la demanda interna estaría apuntalada por el retroceso de los precios del petróleo, la moderación del ajuste fiscal y el respaldo que

continúa brindando la orientación acomodaticia de la política monetaria, a pesar del alza gradual proyectada de las tasas de interés y del freno que significa para la exportación neta la reciente apreciación del dólar. Tras la debilidad del segundo y tercer trimestres de 2014, el crecimiento en la zona del euro está dando indicios de recuperación gracias a la caída de los precios del petróleo, las bajas tasas de interés y el debilitamiento del euro. Y tras un decepcionante 2014, el crecimiento en Japón también repuntaría, sustentado por la debilidad del yen y la caída de los precios del petróleo.

En un entorno de crecimiento moderado y desigual, aumentar el producto efectivo y potencial sigue siendo una prioridad para las políticas de las economías avanzadas. En muchas de estas economías, las cuestiones más apremiantes en términos de política macroeconómica son las continuas y sustanciales brechas del producto, así como la dinámica desinflacionaria, que, como se señala en otras ediciones del informe WEO, plantea riesgos para la actividad en los países cuya política monetaria está limitada por el límite inferior cero. La política monetaria acomodaticia —articulada entre otras cosas a través de medios no convencionales— sigue siendo esencial para impedir que suban las tasas de interés reales, y la decisión reciente del Banco Central Europeo de hacer extensivo el programa de compra de activos a los activos soberanos es positiva. Existen razones sólidas para incrementar la inversión en infraestructura en algunas economías avanzadas, y también para poner en marcha reformas económicas estructurales a nivel más general. Las prioridades varían, pero muchas de estas economías se beneficiarían de reformas que permitieran afianzar la participación en la fuerza laboral y el empleo tendencial, dado el envejecimiento de la población, así como medidas encaminadas a abordar el sobreendeudamiento privado.

La distribución de los riesgos para el crecimiento mundial está más equilibrada que cuando se publicó la edición de octubre de 2014 del informe WEO, pero aun así se inclina a la baja. Un significativo riesgo al alza es que los precios del petróleo estimulen en mayor medida la demanda. Sin embargo, los riesgos a la baja más sobresalientes que enumeró la edición de octubre de 2014 del informe WEO no han desaparecido. Las tensiones geopolíticas podrían intensificarse y golpear a las grandes economías. Los desplazamientos desestabilizantes de los precios de los activos en los mercados financieros continúan siendo motivo de inquietud. Las primas por plazos y otras primas por riesgo de los mercados de

bonos aún son bajas en términos históricos, y se prevé que el entorno caracterizado por esta configuración de precios de los activos —políticas monetarias muy acomodaticias en las grandes economías avanzadas— comience a cambiar en 2015. La evolución de las expectativas en torno a estos elementos y la recomposición inesperada de las carteras a nivel más amplio son factores que podrían

desencadenar turbulencias. Si el dólar vuelve a apreciarse con fuerza, se podrían desatar tensiones financieras en otros mercados, particularmente los emergentes. Los riesgos de estancamiento y baja inflación aún están presentes en las economías avanzadas, pese a la reciente mejora de los pronósticos de crecimiento a corto plazo en algunas de estas economías.

En 2014, el crecimiento mundial fue moderado, de 3,4%, debido al repunte del crecimiento de las economías avanzadas respecto del año anterior y de la desaceleración de las economías de mercados emergentes y en desarrollo; aun así, estas últimas generaron tres cuartas partes del crecimiento mundial en 2014.

Las fuerzas complejas que influyeron en la actividad mundial en 2014 siguen moldeando las perspectivas. Entre ellas, cabe mencionar las tendencias a mediano y largo plazo, como el envejecimiento de la población y el declive del crecimiento potencial; los shocks mundiales, como la caída de los precios del petróleo; y muchos factores específicos de países o regiones, como los legados de la crisis y las fluctuaciones de los tipos de cambio causadas por modificaciones pasadas o previstas de las políticas monetarias. En términos globales, se proyecta que el crecimiento mundial alcanzará 3,5% y 3,8% en 2015 y 2016, respectivamente, tal como lo pronosticó la Actualización de enero de 2015 de Perspectivas de la economía mundial (informe WEO, por sus siglas en inglés). Se prevé que en las economías avanzadas el crecimiento se afiance en 2015 en comparación con 2014, pero que en los mercados emergentes se debilite, como consecuencia de la moderación de las perspectivas de algunas economías de mercados emergentes grandes y de los países exportadores de petróleo.

Las perspectivas a mediano plazo son ahora menos optimistas para las economías avanzadas y especialmente para los mercados emergentes, cuya actividad viene enfriándose desde 2010. Al mismo tiempo, la distribución de los riesgos para el crecimiento mundial es más equilibrada que en la edición de octubre de 2014 del informe WEO, pero aun así se inclina a la baja. Un importante riesgo al alza es que los precios del petróleo infundan un estímulo mayor a la demanda; por otra parte, los riesgos a la baja más destacados que enumeró la edición de octubre de 2014 del informe WEO siguen siendo relevantes, e incluyen los vinculados a las tensiones geopolíticas, desplazamientos de los precios de los activos que producen trastornos en los mercados financieros y, en las economías avanzadas, estancamiento y baja inflación.

En este contexto, el aumento del producto efectivo y potencial sigue siendo prioritario para la política gene-

ral. En muchas economías avanzadas, la orientación acomodaticia de la política monetaria continúa siendo esencial para apuntalar la actividad económica y elevar las expectativas inflacionarias. Existen también razones poderosas para incrementar la inversión en infraestructura en algunas economías y para llevar a cabo reformas estructurales que permitan subsanar los legados de la crisis y estimular el producto potencial. En muchas economías de mercados emergentes, la política macroeconómica sigue teniendo un margen limitado para respaldar el crecimiento. Pero en algunas, la caída de los precios del petróleo contribuirá a reducir la inflación y las vulnerabilidades externas, gracias a lo cual los bancos centrales se verán menos forzados a subir las tasas de política monetaria. Las reformas estructurales destinadas a incrementar la productividad, articuladas en distintas modalidades según el país, son vitales para sustentar el producto potencial.

Últimas novedades y perspectivas

La economía mundial en los últimos meses

Cuatro hechos clave han moldeado las perspectivas mundiales desde la publicación de la edición de octubre de 2014 del informe WEO.

Crecimiento mundial desigual, inflación más lenta en 2014

Si bien las estadísticas preliminares indican que durante el segundo semestre de 2014 el crecimiento mundial coincidió en términos generales con las proyecciones de octubre de 2014 (gráfico 1.1), las cifras globales ocultaban datos de crecimiento muy sorprendidos que apuntan a una mayor divergencia entre las grandes economías —destacándose por su inesperado vigor la recuperación de Estados Unidos—, pero también el hecho de que la evolución de la economía de muchas otras partes del mundo defraudaba las expectativas. Específicamente:

- El crecimiento en Estados Unidos superó las expectativas y promedió alrededor de 4% anualizado en los tres últimos trimestres de 2014. El consumo, principal motor del crecimiento, se benefició de la

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

	Interanual						T4 a T4		
	2013	2014	Proyecciones		Diferencia con las proy. de la Actualización de enero de 2015 del informe WEO ¹		2014	Proyecciones	
			2015	2016	2015	2016		2015	2016
Producto mundial²	3,4	3,4	3,5	3,8	0,0	0,1	3,2	3,5	3,7
Economías avanzadas	1,4	1,8	2,4	2,4	0,0	0,0	1,7	2,5	2,3
Estados Unidos	2,2	2,4	3,1	3,1	-0,5	-0,2	2,4	3,1	2,8
Zona del euro ³	-0,5	0,9	1,5	1,6	0,3	0,2	0,9	1,7	1,6
Alemania	0,2	1,6	1,6	1,7	0,3	0,2	1,5	1,7	1,7
Francia	0,3	0,4	1,2	1,5	0,3	0,2	0,2	1,6	1,3
Italia	-1,7	-0,4	0,5	1,1	0,1	0,3	-0,5	1,0	1,1
España	-1,2	1,4	2,5	2,0	0,5	0,2	2,0	2,4	1,8
Japón	1,6	-0,1	1,0	1,2	0,4	0,4	-0,7	2,4	0,5
Reino Unido	1,7	2,6	2,7	2,3	0,0	-0,1	2,7	2,7	2,2
Canadá	2,0	2,5	2,2	2,0	-0,1	-0,1	2,6	1,8	2,0
Otras economías avanzadas ⁴	2,2	2,8	2,8	3,1	-0,2	-0,1	2,6	3,0	3,1
Economías de mercados emergentes y en desarrollo⁵	5,0	4,6	4,3	4,7	0,0	0,0	4,6	4,4	5,0
África subsahariana	5,2	5,0	4,5	5,1	-0,4	-0,1	...	...	...
Nigeria	5,4	6,3	4,8	5,0	0,0	-0,2	...	...	...
Sudáfrica	2,2	1,5	2,0	2,1	-0,1	-0,4	1,3	1,6	2,4
América Latina y el Caribe	2,9	1,3	0,9	2,0	-0,4	-0,3	1,1	0,5	2,4
Brasil	2,7	0,1	-1,0	1,0	-1,3	-0,5	-0,2	-1,4	2,3
México	1,4	2,1	3,0	3,3	-0,2	-0,2	2,6	3,3	3,2
Comunidad de Estados Independientes	2,2	1,0	-2,6	0,3	-1,2	-0,5	-1,2	-4,9	1,7
Rusia	1,3	0,6	-3,8	-1,1	-0,8	-0,1	0,1	-6,4	2,0
Excluido Rusia	4,2	1,9	0,4	3,2	-2,0	-1,2	...	...	...
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	7,0	6,8	6,6	6,4	0,2	0,2	6,7	6,8	6,4
China	7,8	7,4	6,8	6,3	0,0	0,0	7,2	6,8	6,3
India ⁶	6,9	7,2	7,5	7,5	1,2	1,0	6,8	7,9	7,5
ASEAN-5 ⁷	5,2	4,6	5,2	5,3	0,0	0,0	5,0	5,0	5,5
Economías emergentes y en desarrollo de Europa ⁸	2,9	2,8	2,9	3,2	0,0	0,1	2,7	4,1	2,1
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	2,4	2,6	2,9	3,8	-0,4	-0,1	...	...	...
Arabia Saudita	2,7	3,6	3,0	2,7	0,2	0,0	2,0	2,8	2,7
<i>Partidas informativas</i>									
Unión Europea	0,1	1,4	1,8	1,9	0,2	0,1	1,4	2,0	2,0
Países en desarrollo de bajo ingreso	6,1	6,0	5,5	6,0	-0,4	-0,1	...	...	...
Oriente Medio y Norte de África	2,3	2,4	2,7	3,7	-0,5	-0,1	...	...	...
Crecimiento mundial según tipos de cambio de mercado	2,5	2,6	2,9	3,2	-0,1	0,0	2,4	2,9	3,1
Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)	3,5	3,4	3,7	4,7	-0,1	-0,6	...	...	...
Importaciones									
Economías avanzadas	2,1	3,3	3,3	4,3	-0,4	-0,5	...	...	...
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	5,5	3,7	3,5	5,5	0,3	-0,6	...	...	...
Exportaciones									
Economías avanzadas	3,1	3,3	3,2	4,1	-0,3	-0,5	...	...	...
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,6	3,4	5,3	5,7	0,0	-0,5	...	...	...
Precios de las materias primas (dólares de EE.UU.)									
Petróleo ⁹	-0,9	-7,5	-39,6	12,9	1,5	0,3	-28,7	-16,4	8,0
No combustibles (promedio basado en ponderaciones de la exportación mundial de materias primas)	-1,2	-4,0	-14,1	-1,0	-4,8	-0,3	-7,6	-10,0	0,1
Precios al consumidor									
Economías avanzadas	1,4	1,4	0,4	1,4	-0,6	-0,1	1,0	0,6	1,6
Economías de mercados emergentes y en desarrollo ⁵	5,9	5,1	5,4	4,8	-0,3	-0,6	5,1	5,7	4,5
Tasa interbancaria de oferta de Londres (porcentaje)									
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU. (seis meses)	0,4	0,3	0,7	1,9	0,0	0,0	...	...	...
Sobre los depósitos en euros (tres meses)	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	...	...	...
Sobre los depósitos en yenes japoneses (seis meses)	0,2	0,2	0,1	0,2	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 6 de febrero y el 6 de marzo de 2015. Las economías se enumeran en base al tamaño de la economía. Los datos trimestrales agregados están desestacionalizados. Lituania figura entre las economías avanzadas; en la Actualización de enero de 2015 del informe WEO, figuraba entre las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

¹Diferencia basada en cifras redondeadas, tanto en los pronósticos de esta edición como en los de la Actualización de enero de 2015 del informe WEO.

²Las estimaciones y proyecciones trimestrales abarcan el 90% de las ponderaciones mundiales ajustadas según la paridad del poder adquisitivo.

³Excluido Lituania, que ingresó en la zona del euro en enero de 2015. Los datos sobre Lituania no se incluyen en los agregados de la zona del euro porque Eurostat no ha publicado en su totalidad los datos consolidados del grupo.

⁴Excluidos el G-7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, el Reino Unido) y los países de la zona del euro, pero incluido Lituania.

⁵Las estimaciones y proyecciones trimestrales abarcan aproximadamente el 80% de las economías emergentes y en desarrollo.

⁶Los datos y proyecciones se presentan en base al ejercicio fiscal, y el PIB a partir de 2011, en base al PIB a precios de mercado con el ejercicio 2011/12 como año base. Las tasas de crecimiento indicadas en la Actualización de enero de 2015 del informe WEO estaban basadas en el PIB a precios de mercado con el ejercicio 2004/05 como año base.

⁷Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

⁸Las proyecciones de Lituania estaban incluidas en la Actualización de enero de 2015 del informe WEO, pero se las excluye de las columnas que comparan los pronósticos actuales con los de esa Actualización.

⁹Promedio 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\$58,14 en 2015 y US\$65,65 en 2016.

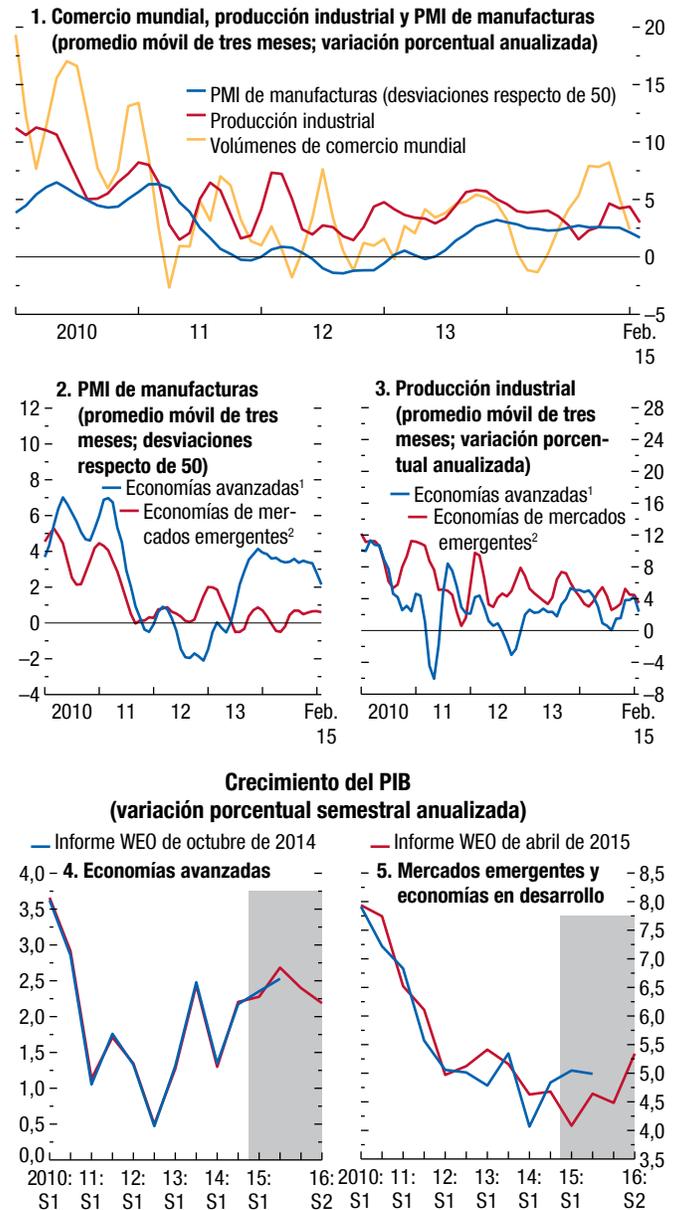
creación de empleos y el aumento del ingreso, que han crecido en forma sostenida; la caída de los precios del petróleo, y el afianzamiento de la confianza de los consumidores. La tasa de desempleo bajó a 5,5% en febrero, más de un punto porcentual por debajo del nivel registrado hace un año.

- En Japón, tras la debilidad del segundo semestre, el crecimiento rozó cero en 2014, como consecuencia de la disminución del consumo y el colapso de la inversión residencial.
- En la zona del euro, la actividad fue más débil de lo esperado a mediados de 2014, pero dio muestras de recuperarse en el cuarto trimestre y a comienzos de 2015; el consumo recibió un espaldarazo gracias a la caída de los precios del petróleo y al aumento de las exportaciones netas.
- Aunque la actividad coincidió aproximadamente con el pronóstico, en China el crecimiento de la inversión disminuyó en el segundo semestre de 2014 debido a la corrección del sector inmobiliario, y los indicadores de gran frecuencia apuntan a que la desaceleración continuará.
- En América Latina, el crecimiento fue leve en el segundo semestre de 2014, como resultado de la debilidad de la actividad en Brasil, un crecimiento inferior al esperado en México y la pérdida de ímpetu en otras economías de la región.
- En Rusia, la economía evolucionó con un poco más de vigor que lo previsto en el segundo semestre de 2014, pero el aumento de las tensiones geopolíticas, la merma de la confianza y las repercusiones de la caída de los precios del petróleo apuntan a un empeoramiento más profundo de las perspectivas para la Comunidad de Estados Independientes (CEI) en su conjunto a comienzos de año.

El nivel general de inflación ha bajado en las economías avanzadas (gráfico 1.2), gracias al retroceso de los precios del petróleo y de otras materias primas, y al debilitamiento de la demanda en una serie de países que ya están experimentando una inflación inferior a la meta; por ejemplo, la zona del euro y Japón. La disminución de la inflación, sumada al cambio de las perspectivas de crecimiento y a los anuncios de programas de compra de activos superiores a lo previsto que realizaron el Banco de Japón en octubre y el Banco Central Europeo (BCE) en enero, ha reafirmado las expectativas de una prolongada divergencia en la orientación de la política monetaria de las principales economías avanzadas, lo que ha separado más los diferenciales de las tasas de interés a largo plazo (gráfico 1.3). En cuanto a los mercados emergentes, el

Gráfico 1.1. Indicadores de la actividad mundial

El crecimiento mundial registrado en el segundo semestre de 2014 coincidió en líneas generales con las proyecciones de octubre de 2014, pero esto oculta datos de crecimiento muy sorprendentes, que apuntan a mayores divergencias entre las grandes economías. Si bien la actividad en Estados Unidos fue más vigorosa de lo esperado, la evolución de otras grandes economías defraudó las expectativas.

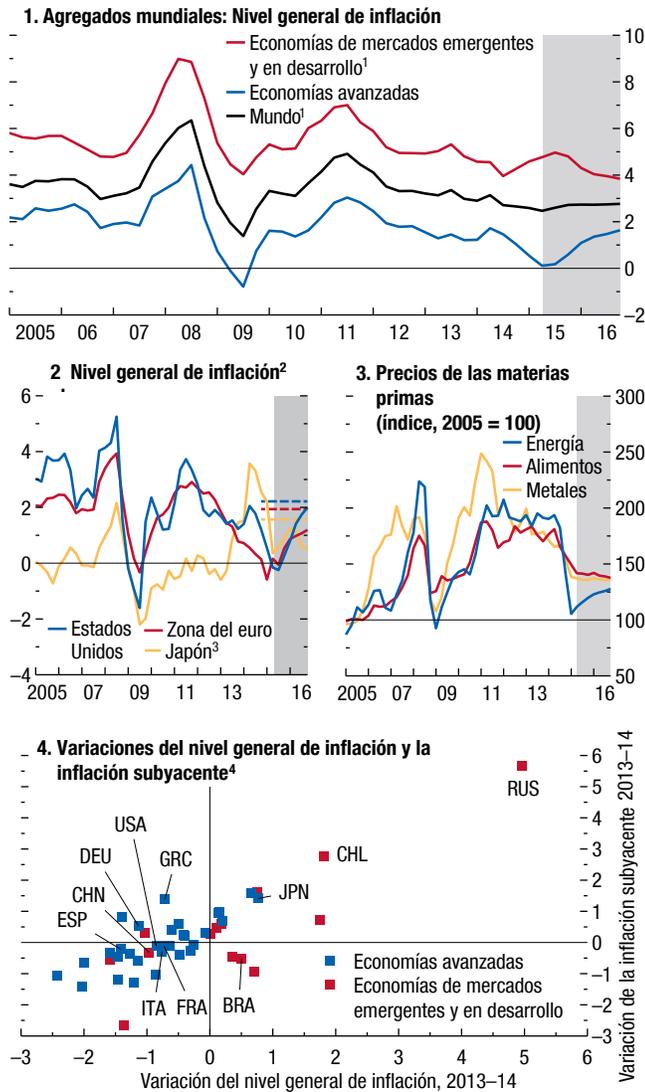


Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Haver Analytics, Markit Economics y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: PI= producción industrial; PMI = índice de gerentes de compras.
¹Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos, Israel, Japón, Noruega (solo PI), Nueva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

Gráfico 1.2. Inflación mundial

(Variación porcentual interanual, salvo indicación en contrario)

El nivel general de inflación ha disminuido en las economías avanzadas, como consecuencia del abaratamiento del petróleo, la caída de los precios de otras materias primas y el debilitamiento de la demanda en una serie de países que ya experimentaban una inflación inferior a la meta, como la zona del euro y Japón. En los mercados emergentes, la caída de los precios del petróleo y de otras materias primas contribuyó en general a reducir la inflación a lo largo de 2014, con la destacada excepción de los países que sufrieron depreciaciones cambiarias considerables, como Rusia.



Fuentes: Consensus Economics; FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios, 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).

¹Excluye Venezuela.

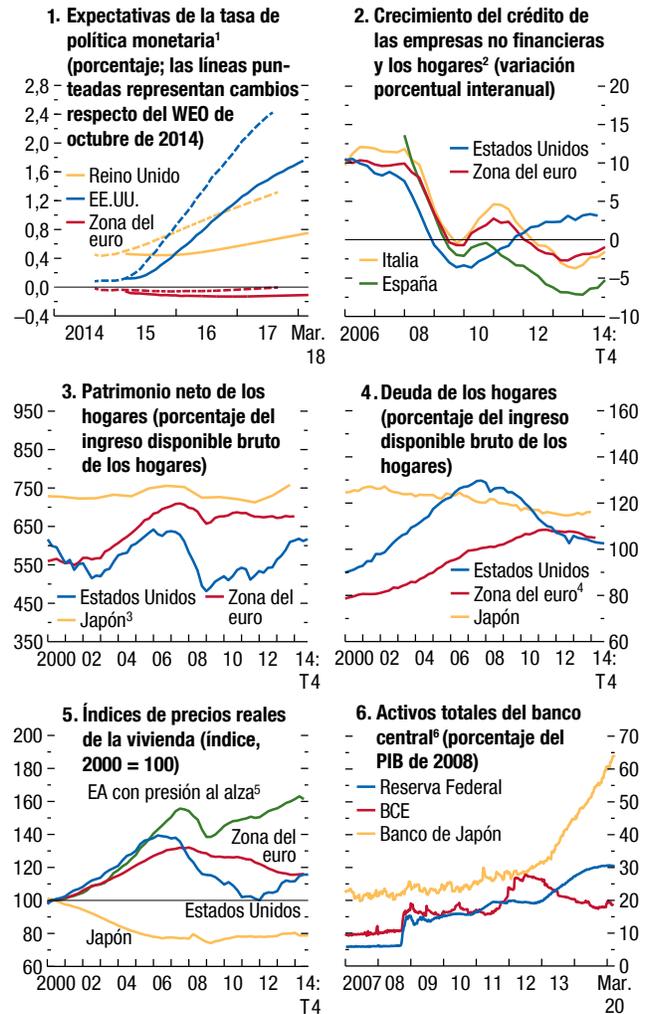
²Las líneas punteadas representan las expectativas inflacionarias de 6 a 10 años.

³En Japón, el aumento de la inflación en 2014 refleja, en gran medida, el aumento del impuesto sobre el consumo.

⁴Las variaciones de la inflación se calculan como la tasa de inflación interanual de diciembre de 2014 menos la tasa de inflación interanual de diciembre de 2013.

Gráfico 1.3. Economías avanzadas: Condiciones monetarias

La disminución del nivel general de inflación, sumada a las variaciones de las perspectivas de crecimiento y los anuncios realizados por el Banco de Japón en octubre y el Banco Central Europeo en enero sobre la ampliación de los programas de compra de activos más amplia de lo esperado, ha reforzado las expectativas de una prolongada divergencia de la orientación de la política monetaria de las principales economías avanzadas, lo cual amplió los diferenciales de las tasas de interés a largo plazo.



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

¹Las expectativas se basan en los futuros sobre la tasa de los fondos federales de Estados Unidos, la tasa interbancaria a un día promedio en libras esterlinas del Reino Unido y la tasa a término ofrecida en el mercado interbancario en euros en la zona del euro; datos actualizados al 27 de marzo de 2015.

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

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

⁴Incluye empleadores de subsectores (incluidos los trabajadores por cuenta propia).
⁵Los países sometidos a presiones al alza son aquellos con un índice de vulnerabilidad de los bienes raíces residenciales que supera la mediana de las economías avanzadas (EA): Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Estonia, Francia, Israel, Noruega, Nueva Zelanda, Portugal, RAE de Hong Kong, Reino Unido y Suecia.

⁶Los datos abarcan hasta el 20 de marzo de 2015, excepto en el caso del BCE (6 de marzo de 2015). Los cálculos del BCE se basan en el estado financiero semanal del Eurosistema.

descenso de los precios del petróleo y de otras materias primas (incluidos los alimentos, que tienen mayor peso en el índice de precios al consumidor de las economías de mercados emergentes y en desarrollo) ha contribuido en general a la caída de la inflación, con la destacada excepción de los países que han sufrido depreciaciones considerables del tipo de cambio, como Rusia.

El imprevisto grado de debilidad del crecimiento de los mercados emergentes, sumado a los datos negativos de crecimiento que sorpresivamente se han repetido durante los cuatro últimos años, ha opacado las expectativas en torno a las perspectivas de crecimiento a mediano plazo, tal como lo han señalado también recientes ediciones del informe WEO, lo cual implica una desmejora de las perspectivas mundiales. Retrospectivamente, el sólido desempeño económico que registraron los mercados emergentes inmediatamente después de la crisis reflejó en parte el fuerte crecimiento de China, respaldado en particular por la inversión, que contribuyó considerablemente al alto nivel de precios de las materias primas, así como una mejora de las condiciones financieras mundiales. La desaceleración gradual en China y el descenso de los precios de las materias primas que en parte la acompañó (y que reflejó también una sustancial respuesta de la oferta) en cierta medida le restaron ímpetu al crecimiento en los países exportadores de materias primas y en otros que mantienen lazos comerciales estrechos con China. Por otra parte, la mejora de las condiciones financieras en los mercados emergentes después de la crisis probablemente contribuyó a una expansión del producto, pero no a un aumento sostenido de la tasa de crecimiento. A su vez, el recrudecimiento de las tensiones geopolíticas explica en parte la desaceleración del crecimiento, sobre todo en los países de la CEI y algunos de Oriente Medio.

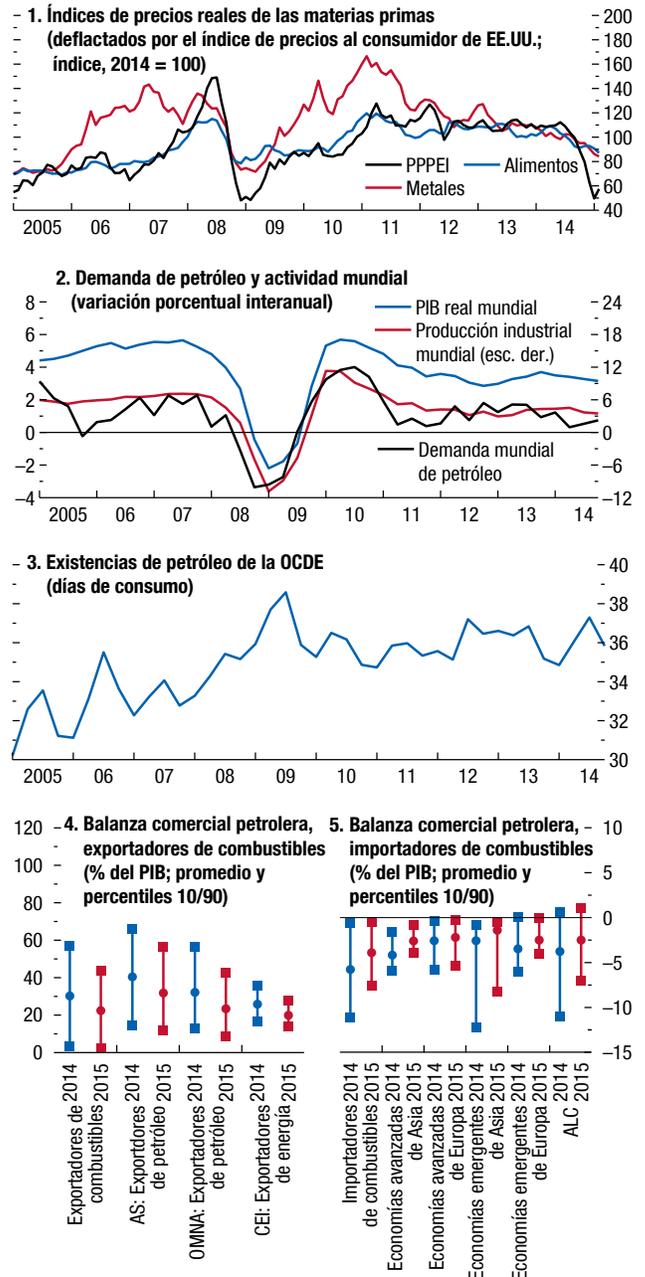
Estos cambios en los mercados emergentes se suman a las inquietudes en torno al enfriamiento del producto potencial en las economías avanzadas, como consecuencia de factores a largo plazo —como la demografía— y un período dilatado de inversión débil después de la crisis. El capítulo 3 y el 4 ahondan en los temas del producto potencial y la inversión, respectivamente.

Caída de los precios del petróleo

Los precios del petróleo han bajado alrededor de 45% desde septiembre (gráfico 1.4). A ello ha contribuido una variedad de factores: la imprevista debilidad de la actividad mundial; la contracción de la demanda de petróleo, dada la actividad; y el aumento de la oferta.

Gráfico 1.4. Mercados de las materias primas y del petróleo

Los precios del petróleo han disminuido alrededor de 45% desde septiembre debido a una variedad de factores. La debilidad inesperada de la demanda en algunas grandes economías —en particular las de mercados emergentes— sin duda ha influido. Sin embargo, el hecho de que los precios del petróleo hayan retrocedido más que los de otras materias primas sugiere que también están actuando factores específicos del mercado petrolero, en contraposición a la demanda agregada mundial. Estos factores incluyen una oferta de petróleo inesperadamente elevada y cierta debilidad de la demanda de petróleo atribuible a una mayor eficiencia energética.



Fuentes: 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.

La debilidad inesperada de la demanda que se observó en algunas economías grandes —en particular, las de mercados emergentes— obviamente ha influido en la caída de los precios del petróleo. Esta debilidad de la demanda puede haberse materializado en parte a comienzos de 2014 (y, por lo tanto, ya estar reflejada en la edición de octubre de 2014 del informe WEO), y su impacto en los precios del petróleo quizá se haya visto suavizado inicialmente por el aumento de la demanda precautoria que resulta de la agudización de las tensiones geopolíticas. El retroceso de los precios de otras materias primas (como los metales industriales) también lleva a pensar en cierto debilitamiento de la demanda.

No obstante, varios hechos apuntan a contribuciones importantes de otros factores (véase el análisis del recuadro 1.1). Por ejemplo, los precios del petróleo han disminuido mucho más que los precios de otras materias primas en los últimos meses, lo que hace pensar que factores específicos del mercado del petróleo —en contraposición a la demanda mundial— han tenido una incidencia importante; entre estos factores, cabe mencionar una oferta superior a la esperada y cierta debilidad en la demanda atribuible a una mayor eficiencia energética, y no a una demanda agregada débil a nivel mundial.

Los factores vinculados a la oferta incluyen el aumento sostenido de la producción en los países que no pertenecen a la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), especialmente Estados Unidos; la rapidez imprevista de la recuperación de la producción en algunos productores de la OPEP sometidos a tensiones (por ejemplo, Iraq); y, sobre todo, la decisión que tomó la OPEP en noviembre de 2014 de mantener los niveles de producción a pesar de la drástica caída de los precios.

En cuanto a la demanda específica de petróleo, los informes de la Agencia Internacional de Energía hacen pensar que, aun teniendo en cuenta la evolución de la demanda agregada, la demanda de petróleo no cumple con las expectativas.

El impacto internacional de la caída de los precios del petróleo depende en gran medida de la persistencia de estos últimos. Los precios de los futuros sobre petróleo apuntan a una recuperación parcial de los precios del petróleo en los años venideros, lo cual concuerda con el impacto negativo previsto de la caída de los precios del petróleo en la inversión y la expansión futura de la capacidad del sector petrolero (véase la sección especial), aunque a mediano plazo los precios se mantendrían muy por debajo de los pronósticos de base de la edición de octubre de 2014 del informe WEO (por ejemplo,

los precios proyectados para 2019 bajaron de US\$93 a US\$73 el barril). Al mismo tiempo, la incertidumbre en torno a la trayectoria futura de los precios del petróleo ha recrudecido, como explica más adelante la sección “Riesgos” de este capítulo.

Para poner de relieve las implicaciones de la caída de los precios del petróleo para las perspectivas mundiales, el capítulo presenta el recuadro de escenario 1, basado en Arezki y Blanchard (2014). El modelo que sirve de base al escenario supone que la trayectoria de los precios del petróleo concuerda con los precios de los futuros, y, para que resulte más sencillo, que la disminución de los precios se debe enteramente al aumento de la oferta. En este sentido, los resultados del modelo representan el límite superior al que podría llegar el estímulo mundial generado por la caída de los precios del petróleo.

Las simulaciones del modelo tienen en cuenta las diferencias entre países respecto de la intensidad energética y producción de petróleo, así como la magnitud de la caída de los precios del petróleo en moneda nacional, a la luz de los fuertes movimientos de las monedas que aborda más adelante este capítulo y de las diferencias en el traslado de la caída de los precios del petróleo a los consumidores y los productores del sector privado debido a cambios en la política gubernamental (por ejemplo, modificaciones de los subsidios). Específicamente, muchos países —especialmente las economías de mercados emergentes y en desarrollo y los productores de petróleo— controlan los precios de los derivados del petróleo mediante una variedad de instrumentos como subsidios, aranceles y fórmulas de fijación de precios. Por lo general, estos mecanismos se traducen en un traslado incompleto de los precios internacionales a los precios nacionales. Las simulaciones del modelo emplean un indicador que clasifica entre 0 y 1 cada uno de los países en cuestión, donde 1 denota precios completamente administrados y 0 denota precios de mercado. Las simulaciones evalúan el grado de traslado que ocurre en un país determinado según el mecanismo de fijación de precios de los productos derivados del petróleo que existía en el país antes del derrumbe de los precios¹.

Globalmente, el modelo implica que el shock petrolero infundiría un estímulo considerable en la actividad económica, haciendo subir el producto mundial alrededor de un punto porcentual para 2016 si los

¹La información sobre el mecanismo de fijación de precios se basa en una actualización de Kojima (2013) para las economías de mercados emergentes y en desarrollo, y supone que las economías avanzadas trasladan por completo los precios internacionales a los precios nacionales.

Recuadro de escenario 1. Impacto internacional de la caída de los precios del petróleo

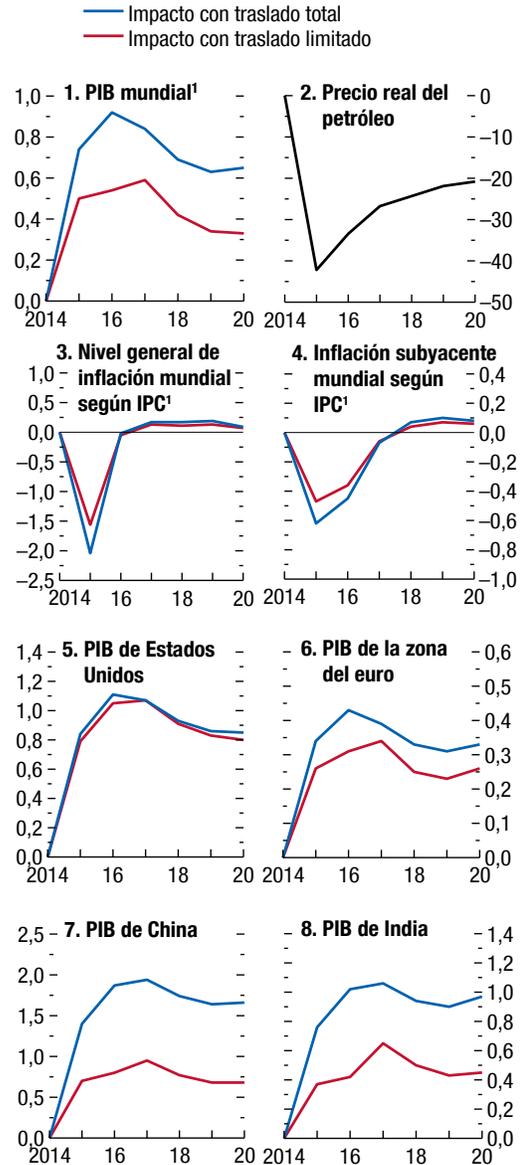
Este escenario emplea dos simulaciones del Modelo G20 del FMI para analizar el impacto que puede haber tenido en la actividad mundial la disminución del precio esperado del petróleo desde agosto de 2014, tal como lo representa el gráfico 1 de este recuadro. En comparación con la trayectoria de los precios internacionales del petróleo prevista por la edición de octubre de 2014 de *Perspectivas de la economía mundial*, la proyección para 2015 es ahora alrededor de 40% más baja, previéndose que el declive se moderará poco a poco hasta situarse en 20%, aproximadamente, llegado el año 2020. A fin de que resulte más sencillo, las simulaciones suponen que el aumento de la oferta de petróleo es el factor que explica por completo el descenso de la trayectoria de los precios. Por lo tanto, las simulaciones ignoran las implicaciones de la disminución de la demanda de petróleo que explica parte de la caída efectiva de los precios. Además, se ha ajustado el precio del petróleo en moneda nacional de cada país en función de las variaciones del tipo de cambio bilateral del dólar de EE.UU. ocurridas desde agosto de 2014; sin embargo, las simulaciones no incluyen las implicaciones de las variaciones del tipo de cambio para ninguna otra parte de la economía.

La primera simulación (líneas azules del gráfico 1) supone que el abaratamiento del petróleo se traslada completamente a los hogares y las empresas de todos los países. La segunda simulación (líneas rojas) tiene en cuenta que en algunos países que se incluyen en las simulaciones (como Brasil, China, India y Rusia) los precios internos del petróleo están administrados en cierta medida.

En estos países, la diferencia entre el precio interno administrado y el precio internacional corre a beneficio de la autoridad fiscal. Cuando los precios internacionales del petróleo están en baja y solo parte de la disminución se transmite a los precios internos finales, los ingresos fiscales o cuasifiscales aumentan en los países importadores de petróleo que administran los precios y caen en los países exportadores de petróleo que administran los precios.

Se presume que durante los dos primeros años, las autoridades fiscales de los países importadores de petróleo ahorran el ingreso extra, pero al cabo de ese período lo utilizan para incrementar las transferencias a los hogares. En el caso de los países exportadores de petróleo con precios administrados, la pérdida de ingreso fiscal se ve compensada en parte por la reducción de los subsidios.

Gráfico de escenario 1. Impacto potencial de la caída de los precios del petróleo desde agosto de 2014
(Variación porcentual)



Fuente: FMI, simulaciones del modelo G-20.

Nota: IPC = índice de precios al consumidor.

¹Excluidos otros países exportadores de petróleo: Angola, Argelia, Azerbaiyán, Bahrein, Brunei Darussalam, Chad, Ecuador, Emiratos Árabes Unidos, Gabón, Guinea Ecuatorial, Iraq, Kazajstán, Kuwait, Libia, Nigeria, Omán, Qatar, República del Congo, República Islámica del Irán, Trinidad y Tabago, Turkmenistán, Uzbekistán, Venezuela y Yemen.

Recuadro de escenario 1 (continuación)

A modo de resumen de los resultados de las simulaciones: si la disminución de los precios internacionales del petróleo se trasladara por completo a los precios finales, las estimaciones del modelo hacen pensar que el PIB mundial —excluidos los países donde la oferta de petróleo está aumentando— crecería aproximadamente 1% para 2016. Si, por otra parte, el retroceso de los precios del petróleo no se trasladara por completo y se ahorrara el aumento resultante del ingreso fiscal, el aumento del PIB mundial se reduciría casi a la mitad. Esto muestra que

en los países con precios administrados, el estímulo que recibiría la actividad real sería considerablemente menor. El impacto que tendría un traslado más limitado en el producto de las economías avanzadas que aplican precios de mercado a las transacciones de petróleo (por ejemplo, la zona del euro y Estados Unidos) se limitaría a los efectos de contagio causados por la retracción de la actividad en países con precios administrados. Un traslado más limitado moderaría también el impacto del retroceso de los precios del petróleo en la inflación mundial.

precios internacionales se trasladan por completo a los precios nacionales, en particular como consecuencia de la mayor demanda por parte de los grandes importadores de petróleo. Si el traslado de la caída de los precios del petróleo a consumidores y productores es incompleto (como lo suponen los pronósticos de base del informe WEO), el efecto expansivo se vería atenuado en algunos mercados emergentes grandes, pero aun así el producto mundial aumentaría más de ½ punto porcentual en el mismo período.

Dos factores implicarían un estímulo de la actividad mundial más débil que el que sugieren las simulaciones del modelo. Primero, la contracción de la demanda mundial ha influido en cierta medida en los precios del petróleo. Y segundo, las tensiones macroeconómicas que experimentan los grandes exportadores de petróleo van más allá del impacto puro de la pérdida de los términos de intercambio que capta el modelo, dadas las interacciones con otros shocks o condiciones iniciales.

Fuertes movimientos de los tipos de cambio

Los movimientos del tipo de cambio observados en los últimos meses han sido sustanciales y reflejan —quizá con cierto retraso— las nuevas expectativas en torno al crecimiento y la política monetaria de las grandes economías, así como el fuerte retroceso de los precios del petróleo (véase más adelante la sección “Evolución del sector externo” de este capítulo). Entre las principales monedas, para febrero de 2015 el dólar de EE.UU. se había apreciado alrededor de 10% en términos efectivos reales respecto de los valores utilizados en la edición de octubre de 2014 del informe WEO, con una apreciación real particularmente marcada (14%) frente a las monedas de las grandes

economías avanzadas². El fortalecimiento de la moneda estadounidense implica que la mayoría de los países experimentaron un retroceso de los precios del petróleo ligeramente menor en relación con el nivel general de precios, que está expresado en dólares de EE.UU. El renminbi, que se ha mantenido más o menos estable frente al dólar, se había apreciado alrededor de 11% en términos efectivos reales para febrero. Entre las otras monedas importantes, el euro y el yen se habían depreciado alrededor de 7%. Y desde que las autoridades nacionales abandonaron el piso del tipo de cambio con el euro el 15 de enero, el franco suizo se ha apreciado sustancialmente.

Las monedas de los grandes exportadores de petróleo con tipos de cambio flotantes se habían depreciado para febrero de 2015. La caída fue especialmente pronunciada en el caso del rublo ruso (una depreciación de 30% en términos efectivos reales). Entre las monedas de las economías avanzadas, el dólar canadiense y la corona noruega se habían depreciado 8% y 7%, respectivamente. Entre los demás grandes mercados emergentes, India —un importante importador de petróleo— experimentó una apreciación de su moneda de casi 10% en términos efectivos reales, en tanto que el real brasileño se depreció 9% debido al deterioro de las perspectivas. A nivel más general, los movimientos de los tipos de cambio efectivos reales durante los últimos meses han reflejado ampliamente la evolución de las perspectivas de crecimiento, así como diferencias en la exposición a la caída de los precios del petróleo,

²Las cifras del tipo de cambio efectivo real están basadas en los precios relativos al consumidor.

Recuadro de escenario 2. Implicaciones mundiales de los movimientos de los tipos de cambio

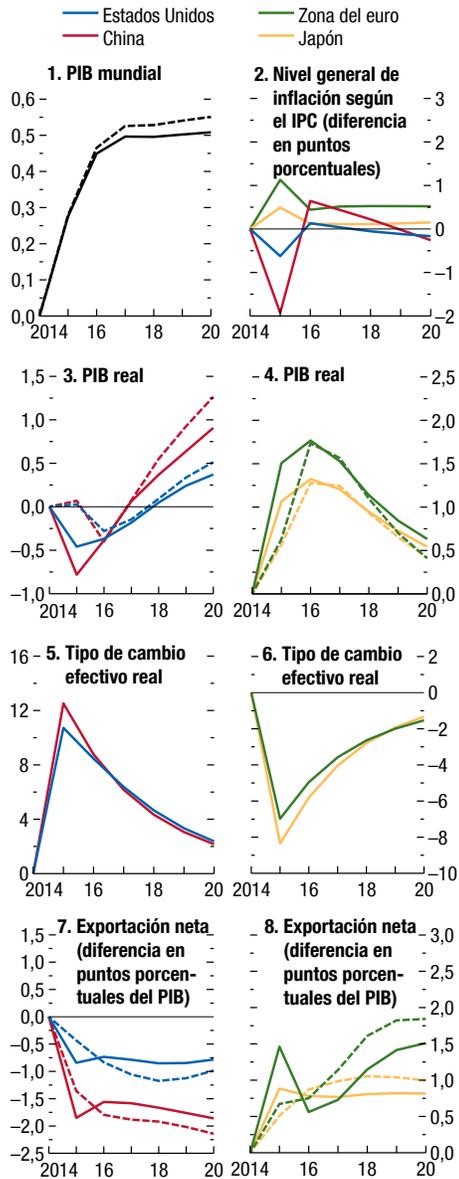
Este escenario emplea dos simulaciones del Modelo G20 del FMI para analizar el impacto macroeconómico que pueden haber tenido los desplazamientos de los tipos de cambio reales desde agosto de 2014, tal como lo representa el gráfico 2 de este recuadro. Ambas simulaciones reproducen todas las variaciones bilaterales de los tipos de cambio reales de los países del Grupo de los Veinte frente al dólar de EE.UU. ocurridas entre agosto de 2014 y febrero de 2015 usando shocks que representan cambios en las preferencias de los inversores por activos denominados en dólares de EE.UU. Se supone que los desplazamientos de los tipos de cambio son persistentes, y que se disipan solo de manera gradual durante el quinquenio siguiente. Una simulación utiliza la versión de base del modelo (línea continua del gráfico 2), y la otra, una versión del modelo en la que el comercio responde de manera más paulatina a los movimientos del tipo de cambio (línea puntuada) para captar la posibilidad de que los rezagos de la transmisión de los tipos de cambio al comercio se hayan prolongado por efecto de la fragmentación de las cadenas de producción.

En estas simulaciones, el impacto en el PIB es negativo en los países con monedas en curso de apreciación (por ejemplo, China y Estados Unidos) y positivo en los países con monedas en curso de depreciación (por ejemplo, la zona del euro y Japón). Las magnitudes del impacto dependen del grado de desplazamiento del tipo de cambio, el grado de apertura de la economía del país y la sensibilidad de los volúmenes del comercio internacional a las variaciones de los precios relativos internacionales. Si la política monetaria convencional tiene margen de maniobra, los países que experimentan una apreciación responden distendiendo la política monetaria para apuntalar el producto. Con la excepción de la zona del euro y Japón, los países que experimentan expansiones gracias a la depreciación de la moneda responden endureciendo la política monetaria. Las posiciones de base en las que se encuentran la zona del euro y Japón dentro del ciclo permiten absorber las expansiones generadas por las depreciaciones y, por lo tanto, no se endurece la política monetaria.

Con tasas de política monetaria al mismo nivel y una inflación en alza en la zona del euro y Japón, el retroceso de las tasas de interés reales contribuye a sustentar la demanda interna y amplificar las expansiones. Como la zona del euro y Japón pueden

Gráfico de escenario 2. Impacto de los desplazamientos de los tipos de cambio desde agosto de 2014

(Diferencia porcentual, salvo indicación en contrario)



Fuente: FMI, simulaciones del modelo G-20.
 Nota: Las líneas sólidas denotan la respuesta del comercio internacional en el caso de base; las líneas puntuadas denotan una respuesta paulatina del comercio internacional. IPC = índice de precios al consumidor.

Recuadro de escenario 2 (continuación)

dar cabida a la expansión, y como China y Estados Unidos pueden distender la política monetaria, estos desplazamientos de los tipos de cambio producen una ligera expansión del PIB mundial.

En la simulación donde los volúmenes de comercio internacional responden a las variaciones de los precios relativos internacionales de manera más gradual que en el caso de base (líneas puntuadas), las

contracciones iniciales del producto en los países con monedas en curso de apreciación son más pequeñas, mientras que en los países con monedas en curso de depreciación las expansiones son más leves. Esta respuesta más gradual de los volúmenes de comercio internacional tiene un impacto mínimo en el PIB mundial en comparación con la primera simulación.

como explica en más detalle la sección “Evolución del sector externo”.

En principio, los movimientos del tipo de cambio redistribuyen la demanda entre los países y, por lo tanto, influyen principalmente en las perspectivas económicas relativas, en contraposición al crecimiento mundial. Sin embargo, estos movimientos deberían contribuir a respaldar la recuperación mundial por dos razones:

- En la medida en que redistribuyen la demanda de países que pueden distender la política monetaria hacia países que desearían distender la política monetaria pero se ven impedidos por el límite inferior cero de las tasas de política monetaria; estos movimientos del tipo de cambio pueden implicar un estímulo para la demanda mundial. El estímulo ocurriría porque los países limitados por las tasas a cero no las aumentarían en respuesta a una depreciación, en tanto que los países que pueden hacerlo distenderían la política monetaria —respecto del nivel de base— en respuesta a una apreciación. Otro beneficio para los países con monedas en retroceso y un nivel de inflación inferior a la meta sería el aumento de los precios internos.
- Análogamente, es posible que una redistribución de la demanda hacia países con condiciones macroeconómicas más difíciles resulte beneficiosa porque puede mitigar el riesgo de que recrudezcan las tensiones, con los posibles efectos de contagio.

Por otra parte, los movimientos pronunciados de los tipos de cambio también pueden causar trastornos; por ejemplo, pueden hacer subir rápidamente el valor de la deuda en moneda extranjera en los países cuya moneda se está depreciando. Esta inquietud reviste especial importancia en los países que han experimentado un fuerte aumento de las exposiciones de las empresas en moneda extranjera en los últimos

años, tal como lo explica la edición de abril de 2015 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (informe GFSR). Estos temas se abordan en la sección “Riesgos” de este capítulo.

El recuadro de escenario 2 analiza las implicaciones de estos movimientos de los tipos de cambio para las perspectivas mundiales. A fin de aislar el impacto, y en concordancia con la idea de que al menos parte del ajuste de los tipos de cambio refleja una respuesta rezagada a diferencias en las perspectivas económicas y la orientación prevista de la política monetaria, el escenario supone que la fluctuación de los tipos de cambio es resultado de un “shock de preferencia de cartera”; en otras palabras, una mayor voluntad de los inversores internacionales a incorporar a sus tenencias instrumentos financieros emitidos por países con monedas en curso de apreciación y viceversa³. En este escenario, el PIB mundial aumenta alrededor de ½ punto porcentual por las razones analizadas anteriormente, observándose un estímulo expansivo en los países y regiones con monedas en curso de depreciación (como la zona del euro y Japón) y un debilitamiento del crecimiento en países con monedas en curso de apreciación (como China y Estados Unidos). El impacto máximo en la actividad se ve ligeramente moderado cuando los flujos comerciales tardan en responder a las fluctuaciones de los tipos de cambio.

³Las simulaciones pueden ampliarse con desplazamientos de las perspectivas relativas de la demanda agregada. Como los desplazamientos suelen generar movimientos relativamente leves del tipo de cambio, el impacto en la actividad puede medirse añadiendo estos desplazamientos de la demanda, en valores aproximados, al impacto que tiene en la actividad el desplazamiento de las preferencias de cartera.

Tasas de interés a largo plazo más bajas, condiciones financieras más acomodaticias

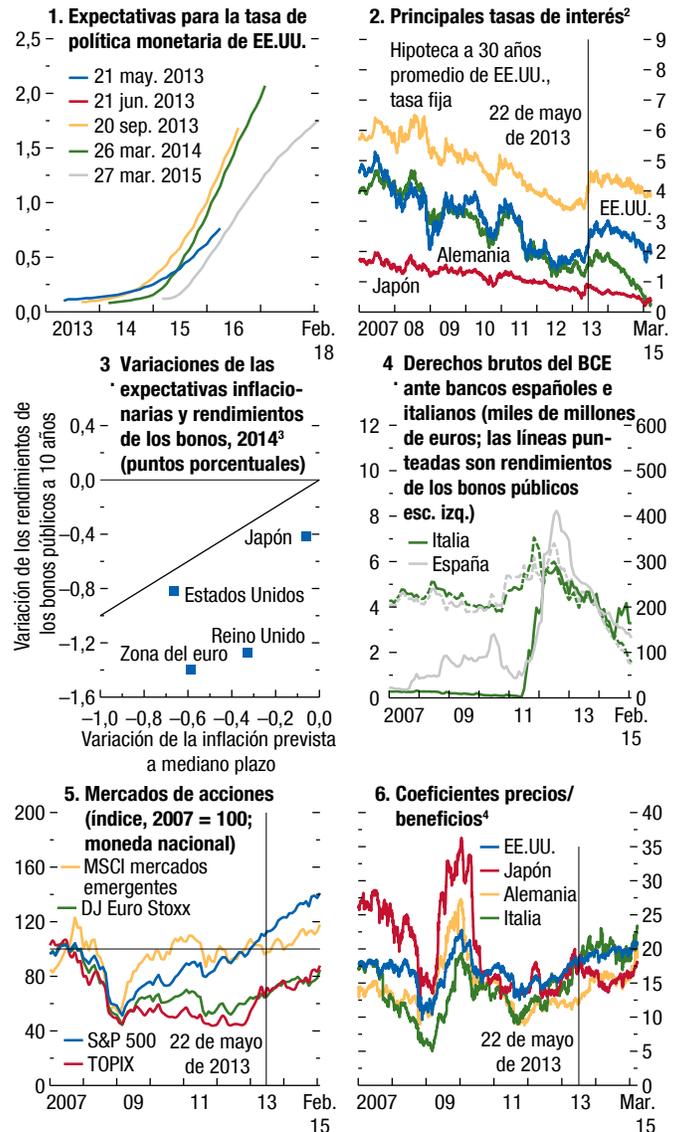
Los rendimientos de los bonos públicos a largo plazo han seguido bajando en las grandes economías avanzadas (gráfico 1.5). Este retroceso refleja en parte las menores expectativas inflacionarias, que son consecuencia de la continua debilidad de los datos de inflación, el marcado descenso de los precios del petróleo y —en la zona del euro y especialmente en Japón— la debilidad de la demanda interna. Pero la disminución de las tasas de interés nominales a largo plazo parece reflejar más que nada una reducción de las tasas de interés reales, incluidas la compresión de las primas por plazo y las reducciones de la tasa neutral prevista a corto plazo (véase la edición de abril de 2015 del informe GFSR). La orientación sumamente acomodaticia de las condiciones monetarias claramente ha incidido en la reducción de las primas por plazo; en octubre de 2014, el Banco de Japón amplió el marco de expansión monetaria cuantitativa y cualitativa, y en enero de este año el BCE anunció un programa de compras de activos más amplio de lo esperado, que incluye bonos públicos. Por otro lado, aunque en Estados Unidos la Reserva Federal puso fin a su programa de compras de activos a fines de 2014 y la recuperación económica del país ha sido más fuerte de lo previsto, la intensificación de la demanda de activos estadounidenses, reflejada en la fuerte apreciación del dólar y en la moderada presión inflacionaria, ha ejercido una presión a la baja sobre los rendimientos a largo plazo de los títulos del Tesoro (el rendimiento de los títulos a 10 años retrocedió 80 puntos básicos entre octubre y enero).

Dados el nivel decreciente de los rendimientos de los bonos y la mejora de las condiciones financieras en las economías avanzadas, las condiciones de la política monetaria también han mejorado en varios mercados emergentes importadores de petróleo, que recortaron las tasas de política monetaria a medida que el abaratamiento del petróleo y la suavización de las presiones de la demanda empujaron a la baja las tasas de inflación (gráfico 1.6). Por el contrario, las tasas de política monetaria han subido con fuerza en Rusia, que siente la presión sobre el rublo, mientras que Brasil también ha adoptado una política monetaria más restrictiva. A nivel más general, los diferenciales de riesgo han aumentado y las monedas se han depreciado en una serie de exportadores de materias primas; a su vez, los diferenciales de riesgo

Gráfico 1.5. Condiciones de los mercados financieros de las economías avanzadas

(Porcentaje, salvo indicación en contrario)

Los rendimientos de los bonos públicos a largo plazo han disminuido nuevamente en las grandes economías avanzadas, como consecuencia del movimiento a la baja de las expectativas inflacionarias, la caída de los precios del petróleo, la debilidad de la demanda interna en algunos casos y el retroceso previsto de las tasas neutrales a corto plazo. Las condiciones monetarias muy acomodaticias también han contribuido a la reducción de las primas por plazo.



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.

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

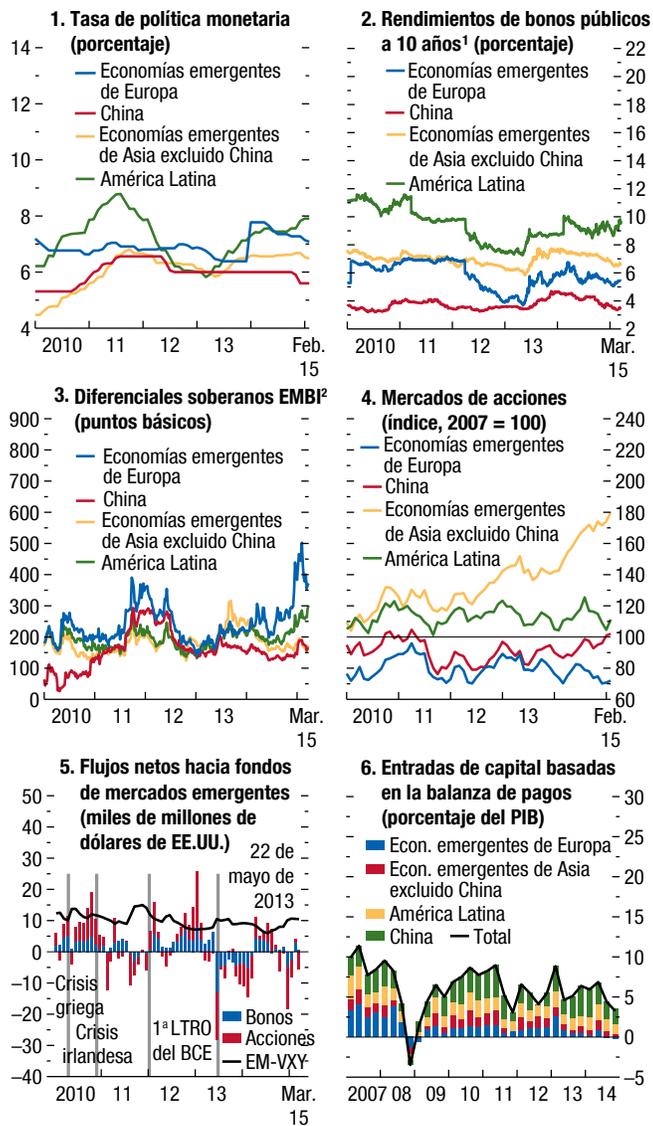
²Las tasas de interés son rendimientos de los bonos públicos a 10 años, salvo indicación en contrario. Los datos abarcan hasta el 20 de marzo de 2015.

³Las variaciones se calculan desde comienzos de 2014 hasta comienzos 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 de los swaps de inflación quinquenal a cinco años.

⁴Los datos abarcan hasta el 26 de marzo de 2015.

Gráfico 1.6. Condiciones de los mercados financieros y flujos de capitales en las economías de mercados emergentes

A medida que mejoraron las condiciones financieras de las economías avanzadas, lo mismo ocurrió en varios mercados emergentes importadores de petróleo, que recortaron las tasas de política monetaria aprovechando la disminución de la inflación gracias al abaratamiento del petróleo y la menor presión de la demanda. Brasil y Rusia son las excepciones destacadas, ya que sus tasas de política monetaria han subido. A nivel más general, los diferenciales de riesgo han aumentado y las monedas se han depreciado en una serie de exportadores de materias primas, y los diferenciales de riesgo de los bonos de alta rentabilidad y otros productos expuestos a los precios de la energía también han aumentado.



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

¹Los datos abarcan hasta el 18 de marzo de 2015.

²Los datos abarcan hasta el 20 de marzo de 2015.

de los bonos de alta rentabilidad y otros productos expuestos a los precios de la energía también se han incrementado.

Globalmente, la disminución de las tasas de interés a largo plazo, la distensión de las condiciones de política monetaria y la compresión de los diferenciales de las economías avanzadas están propiciando la recuperación económica y tienen un impacto favorable en la dinámica de la deuda. Pero a su vez suscitan inquietudes, como se explica en la sección “Riesgos”. Las bajas expectativas inflacionarias, sobre todo en la zona del euro y Japón, ponen de relieve el riesgo de que se desanclen. Las inquietudes en torno a la estabilidad financiera asociadas a un período dilatado de bajas tasas de interés continúan en primer plano, sobre todo en las economías avanzadas con poca capacidad ociosa. En este sentido, las compañías de seguros y los fondos de pensiones enfrentan retos difíciles. Y la compresión de las primas por plazo encierra el riesgo de un fuerte aumento de las tasas a largo plazo, con significativos efectos de contagio a los mercados emergentes.

El pronóstico

Supuestos sobre las políticas

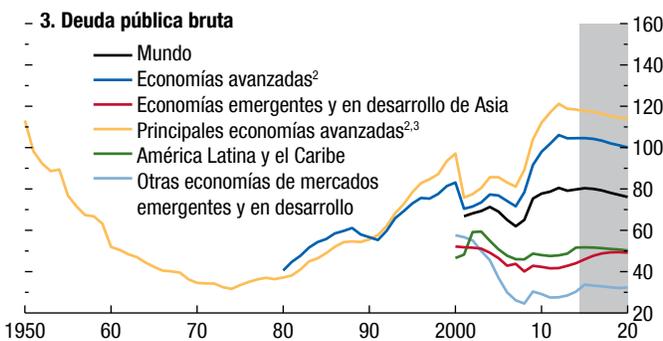
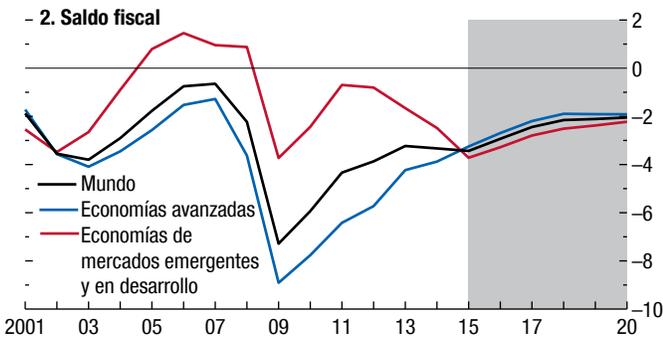
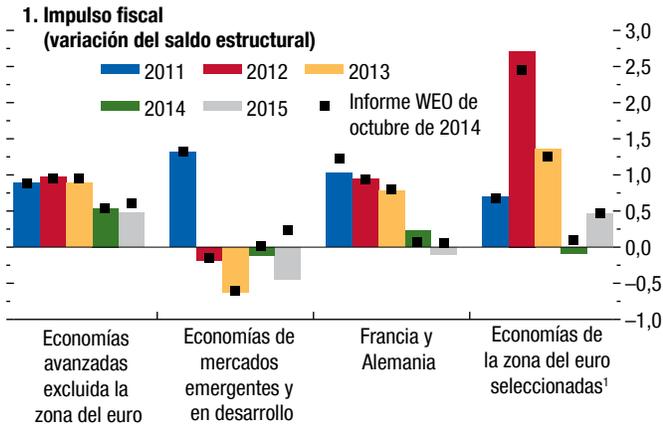
Según las previsiones, la consolidación fiscal se moderará en las economías avanzadas a lo largo del horizonte que abarcan (gráfico 1.7). En los mercados emergentes, la orientación de la política fiscal se mantendría sin grandes cambios, pero con marcadas diferencias entre países y regiones, tal como lo explica la edición de abril de 2015 del informe *Monitor Fiscal*. En cuanto a la política monetaria, se prevé que las tasas de política monetaria de Estados Unidos aumenten a partir del segundo semestre (véase el gráfico 1.3). La normalización de la política monetaria del Reino Unido no está prevista antes de mediados de 2016. Se prevé que la zona del euro, que inició compras mensuales de bonos públicos el 9 de marzo de 2015, y Japón mantengan la orientación muy acomodaticia de la política. En términos generales, las tasas de política monetaria mantendrían los niveles actuales en una serie de economías de mercados emergentes hasta que comiencen a subir las tasas de Estados Unidos (gráficos 1.5 y 1.8).

Otros supuestos

Se presume que las condiciones financieras mundiales seguirán siendo acomodaticias, con cierto endurecimiento paulatino que se verá reflejado, entre otras cosas, en la creciente rentabilidad de los bonos del Tesoro

Gráfico 1.7. Políticas fiscales
(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

La consolidación fiscal se moderará, según las proyecciones, en las economías avanzadas dentro del horizonte de previsión. En los mercados emergentes, la orientación de la política fiscal se mantendría sin grandes cambios, aunque con marcadas diferencias entre países y regiones.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

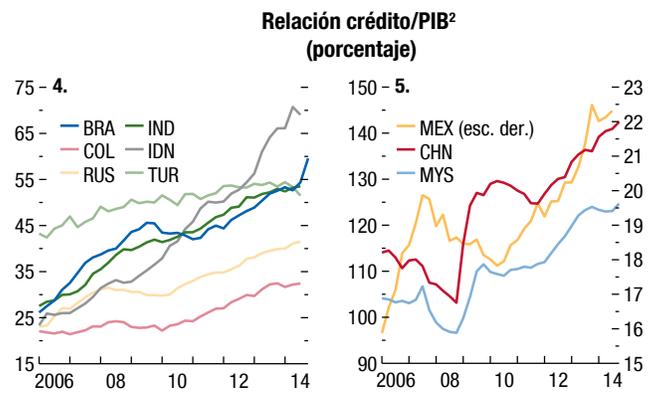
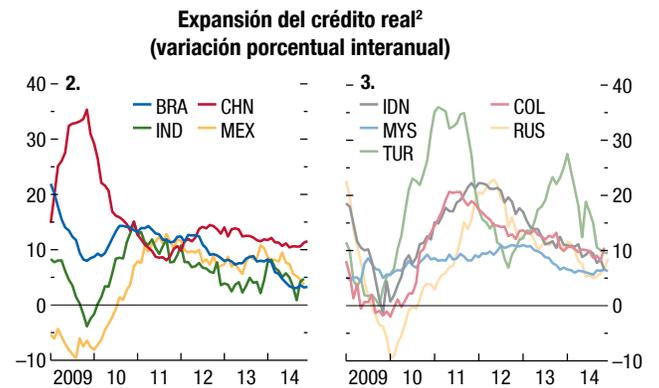
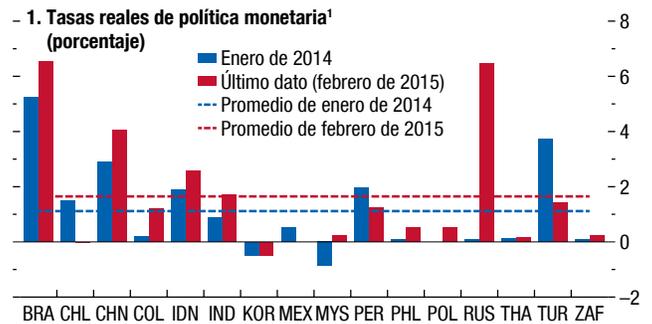
¹Países de la zona del euro (España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal) con elevados diferenciales de endeudamiento durante la crisis de la deuda soberana de 2010–11.

²Los datos hasta 2000 excluyen Estados Unidos.

³Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido.

Gráfico 1.8. Políticas monetarias y crédito en las economías de mercados emergentes

En promedio, las tasas reales de política monetaria se han mantenido cerca de los niveles de enero de 2014, y por debajo de los niveles previos a la crisis en muchas economías de mercados emergentes. La expansión del crédito bancario continúa enfriándose, aunque sigue siendo rápida en algunas economías. Por ende, el apalancamiento a nivel de toda la economía, medido en función de la relación crédito bancario/PIB, ha seguido aumentando.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos de *International Financial Statistics* (IFS), y cálculos del personal técnico del FMI.

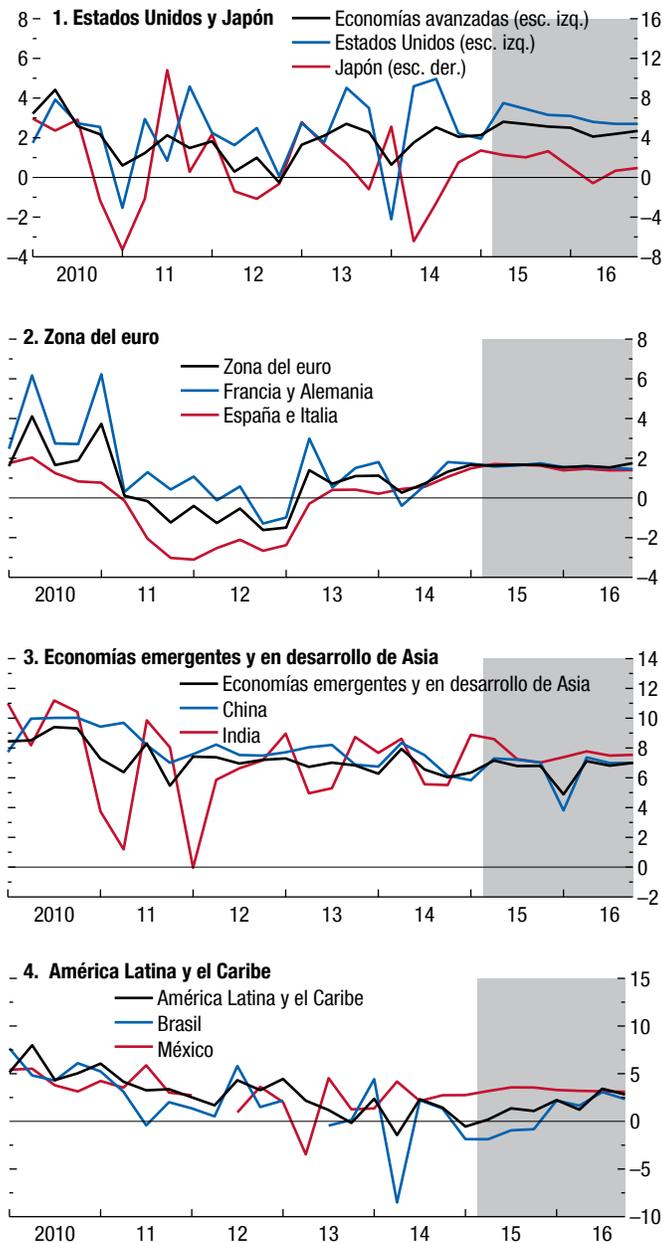
Nota: En las leyendas de datos en el gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

¹Deflactadas por las proyecciones de inflación a dos años del informe WEO.

²Crédito se refiere a los derechos de otras sociedades de depósito frente al sector privado (tomados de IFS), excepto en el caso de Brasil, en el cual el crédito al sector privado se refiere a la Nota de política monetaria y operaciones de crédito, publicada por el Banco Central de Brasil.

Gráfico 1.9. Proyecciones de crecimiento del PIB
(Variación porcentual trimestral anualizada)

Se proyecta que el crecimiento mundial aumentará ligeramente a 3,5% en 2015 y luego a 3,7% en 2016. El aumento en 2015 responderá a un repunte en las economías avanzadas, respaldado por el retroceso de los precios del petróleo; el papel más importante será el de Estados Unidos. En los mercados emergentes, por el contrario, se proyecta que el crecimiento disminuirá en 2015 como resultado de las revisiones a la baja de los países exportadores de petróleo, una desaceleración en China que refleja una reorientación hacia un crecimiento más sostenible que dependa menos de la inversión y un debilitamiento de las perspectivas de América Latina como consecuencia de la caída de precios de otras materias primas.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

estadounidense a 10 años a medida que se acerque la fecha del despegue de las tasas de interés nacionales. Se supone que el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y el Reino Unido transcurrirá sin tropiezos, sin fuertes y prolongados aumentos de la volatilidad de los mercados financieros ni movimientos marcados de las tasas de interés a largo plazo. Según las proyecciones, los precios de los combustibles aumentarán poco a poco a lo largo del horizonte que abarcan, de un promedio de US\$51 el barril en 2015 a aproximadamente US\$64 el barril en 2017. Los precios de las materias primas no combustibles, por el contrario, se estabilizarían a niveles más bajos tras el abaratamiento reciente de los alimentos y los metales. Los pronósticos apuntan a que las tensiones geopolíticas sigan siendo elevadas, ya que la situación de Rusia y Ucrania continuaría siendo difícil y se prolongarían los conflictos en algunos países de Oriente Medio. Se presume que estas tensiones se suavizarán en general, haciendo posible una recuperación paulatina de las economías más duramente afectadas en 2016–17.

Perspectivas mundiales para 2015–16

Se proyecta que el crecimiento mundial experimentará un ligero aumento, de 3,4% en 2014 a 3,5% en 2015, y que luego volverá a aumentar en 2016, hasta alcanzar una tasa anual de 3,8% (véase el cuadro 1.1). El aumento del crecimiento en 2015 estará alimentado por el repunte de las economías avanzadas, respaldado por el retroceso de los precios del petróleo, con Estados Unidos a la cabeza (gráfico 1.9). Este repunte contribuirá a reducir las brechas del producto, que todavía son sustanciales.

En los mercados emergentes, por el contrario, se proyecta que el crecimiento disminuirá en 2015, por quinto año consecutivo. Una variedad de factores explica la contracción: las fuertes revisiones a la baja del crecimiento de los países exportadores de petróleo, especialmente los que enfrentan difíciles condiciones iniciales que se suman al shock de precios del petróleo (por ejemplo, Rusia y Venezuela); la desaceleración de China, que refleja la transición hacia un patrón de crecimiento más sustentable y menos dependiente de la inversión; y la continua desmejora de las perspectivas de América Latina resultante de la caída de los precios de otras materias primas. Como ya se indicó, se prevé que en los mercados emergentes importadores de petróleo el traslado más limitado a los consumidores de las ganancias inesperadas que genera el abaratamiento del petróleo atenúe el estímulo concomitante al crecimiento,

ya que la caída de los precios beneficiaría en parte a los gobiernos (por ejemplo, gracias al ahorro que significa el recorte de los subsidios energéticos; véase la edición de abril de 2015 del informe *Monitor Fiscal*), que podrían aprovecharla para apuntalar las finanzas públicas.

- Se presume que el repunte de los mercados emergentes impulsará la reactivación del crecimiento mundial en 2016, principalmente porque la demanda interna y la producción se recuperarán en parte de los reveses sufridos (causados entre otras cosas por tensiones geopolíticas) en una serie de economías, por ejemplo, Brasil y Rusia.

Las perspectivas para 2015 coinciden en líneas generales con las publicadas en la Actualización de enero de 2015 del informe WEO. En comparación con la edición de octubre de 2014 del informe WEO, el crecimiento mundial ha sufrido una revisión a la baja de 0,3 puntos porcentuales en 2015 y 0,2 puntos porcentuales en 2016, atribuible en su totalidad al debilitamiento proyectado del crecimiento de los mercados emergentes. (Las comparaciones de los pronósticos de crecimiento en el resto del presente informe guardan relación con la edición de octubre de 2014.)

Perspectivas mundiales a mediano plazo

Se pronostica que el crecimiento mundial experimentará un aumento marginal después de 2016, ya que el repunte adicional en las economías de mercados emergentes y en desarrollo compensaría un crecimiento más tímido en las economías avanzadas. Este repunte se debe más que nada a la presunción de un regreso paulatino a tasas de crecimiento más “normales” en los países y las regiones que se encontrarán sometidos a tensiones o tendrán un crecimiento muy inferior al potencial en 2015–16 (como Rusia, Brasil, el resto de América Latina y algunas partes de Oriente Medio). Por otra parte, las economías avanzadas crecerán a tasas más moderadas a partir de 2017, debido a la eliminación gradual de las brechas del producto —especialmente en la zona del euro y Estados Unidos (donde influyen la persistencia de los legados de la crisis y la incertidumbre en torno a las políticas)— así como a los efectos de los factores demográficos en la oferta de mano de obra y, por lo tanto, en el producto potencial (capítulo 3).

Perspectivas de crecimiento individuales de países y regiones

- El pronóstico apunta a que continuará la sólida recuperación en *Estados Unidos*, cuyo crecimiento promedió alrededor de 4% en los tres últimos

trimestres de 2014. Las condiciones necesarias para un sólido desempeño económico en 2015 siguen en pie. La fuerte caída de los precios de la energía, la suavidad de la inflación, la disminución del lastre fiscal, el fortalecimiento de los balances y la mejora del mercado de la vivienda sustentarían el ímpetu de los tres últimos trimestres. Estas fuerzas compensarían holgadamente el lastre que el fortalecimiento del dólar significa para la exportación neta. En consecuencia, se proyecta que el crecimiento alcanzará 3,1% en 2015 y en 2016, tal como se previó en octubre. Sin embargo, el panorama a más largo plazo no es tan halagüeño y se estima que el crecimiento potencial rondará apenas 2%, debido al envejecimiento de la población y a un aumento más débil de la productividad total de los factores.

- La *zona del euro* continuó recuperándose en el curso del último año, pero la inversión privada siguió siendo débil, con las notables excepciones de Irlanda, España y Alemania. El abaratamiento del petróleo, la disminución de las tasas de interés y la depreciación del euro, sumados a una orientación fiscal más bien neutral, impulsarían la actividad en 2015–16. Al mismo tiempo, el crecimiento potencial continúa siendo débil, como consecuencia de los legados de la crisis, factores demográficos y una desaceleración de la productividad total de los factores que se remonta a momentos previos a la crisis (véase el capítulo 3). Por ende, se prevé un crecimiento moderado y una inflación atenuada. Específicamente, se proyecta que el crecimiento aumentará de 0,9% en 2014 a 1,5% este año y a 1,6% en 2016; es decir, un crecimiento ligeramente más vigoroso en 2015 que el contemplado en octubre último. El crecimiento se reavivaría en 2015 y 2016 en *Alemania* (1,6% en 2015 y 1,7% en 2016), en *Francia* (1,2% en 2015 y 1,5% en 2016), en *Italia* (0,5% en 2015 y 1,1% en 2016), y especialmente en *España* (2,5% en 2015 y 2% en 2016).
- En *Japón*, la actividad defraudó tras el aumento del impuesto sobre el consumo en abril de 2014, que causó una contracción inesperadamente profunda del consumo. El crecimiento del PIB aumentaría de –0,1% en 2014 a 1% en 2015 y 1,2% en 2016, una ligera revisión al alza respecto de la edición de octubre de 2014 del informe WEO. El repunte gradual está sustentado por el debilitamiento del yen, el alza de los salarios reales y el aumento de los precios de las acciones gracias a la expansión cuantitativa y cualitativa adicional lanzada por el Banco de Japón,

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. La proyección para el *Reino Unido* es de un crecimiento continuo y sostenido (2,7% en 2015), gracias al abaratamiento del petróleo y a la mejora de las condiciones de los mercados financieros. *Canadá* registrará un crecimiento de 2,2% este año, sustentado por el vigor de la recuperación en Estados Unidos. El crecimiento proyectado de *Australia*, de 2,8% en 2015, es más o menos el mismo que se pronosticó en octubre, ya que la caída de los precios de las materias primas y de la inversión en recursos se verá compensada por una política monetaria acomodaticia y un tipo de cambio algo menos favorable. La robusta recuperación en *Suecia* (2,7% de crecimiento proyectado para 2015) será posible gracias al consumo y a la inversión de dos dígitos en vivienda. En *Suiza*, sin embargo, la fuerte apreciación del tipo de cambio probablemente sea un lastre para el crecimiento a corto plazo: el crecimiento en 2015 está proyectado en 0,8%, lo cual equivale a una revisión a la baja de 0,8 puntos porcentuales. Por otra parte, la caída de los precios del petróleo será negativa para *Noruega*, cuyo PIB crecería 1% este año; es decir, una revisión a la baja de alrededor de 0,9 puntos porcentuales.
- En cuanto a *China*, se prevé que el crecimiento retroceda a 6,8% este año y a 6,3% en 2016. Estas proyecciones han sufrido una revisión a la baja de $\frac{1}{4}$ y $\frac{1}{2}$ punto porcentual, respectivamente, a medida que sigue su curso la corrección de los excesos en los ámbitos de bienes raíces, crédito e inversión. Se prevé ahora que las autoridades chinas hagan más énfasis en la reducción de las vulnerabilidades generadas por la rápida expansión del crédito y la inversión ocurrida recientemente, y, por lo tanto, el pronóstico supone una política de respuesta menos vigorosa ante la moderación subyacente. Las reformas estructurales que se están realizando y la caída de los precios del petróleo y las materias primas estimularían las actividades orientadas a los consumidores, neutralizando en parte la desaceleración.
- Entre las *economías emergentes y en desarrollo de Asia*, se prevé que el crecimiento de *India* se fortalezca de 7,2% el año pasado a 7,5% este año y el próximo⁴. El crecimiento se beneficiará de las recientes refor-

mas de las políticas, el consecuente repunte de la inversión y la caída de los precios del petróleo. Las tendencias dentro de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental-5 continuarán divergiendo. El crecimiento de *Malasia* sufrirá una marcada desaceleración a 4,8% este año (una revisión a la baja de 0,4 puntos porcentuales) debido al empeoramiento de los términos de intercambio. Pero el crecimiento volvería al alza en *Tailandia*, gracias a la disipación de la incertidumbre en torno a las políticas, y en las *Filipinas*, gracias al alza del consumo resultante del abaratamiento imprevisto del petróleo. El pronóstico de crecimiento de *Indonesia*, de 5,2% este año, coincide más o menos con el del año pasado.

- El crecimiento de *América Latina y el Caribe* se contrajo por cuarto año consecutivo, a 1,3% el año pasado. Sin un impulso aparente que reavive la actividad a corto plazo, y como consecuencia del abaratamiento de las materias primas y del margen de maniobra reducido de la política económica de muchas economías, se proyecta que el crecimiento regional sea de 0,9% este año (1 punto porcentual menos que la última previsión y muy por debajo del 4% de crecimiento promedio observado en 2004–13) antes de recuperarse a 2% en 2016. Las revisiones a la baja se concentran en los exportadores de materias primas sudamericanos. Las proyecciones de crecimiento para 2015 de *Bolivia*, *Chile*, *Colombia*, *Ecuador* y *Perú* han sido revisadas a la baja en $\frac{1}{2}$ –2 puntos porcentuales. Se prevé que la economía de *Brasil* se contraiga 1% este año; o sea, más de 2 puntos porcentuales menos que la proyección de octubre de 2014. La confianza del sector privado es persistentemente débil debido a los problemas de competitividad irresueltos, el riesgo de racionamiento a corto plazo del agua y la electricidad, y las secuelas de la investigación de Petrobras; el hecho de que el endurecimiento de la política fiscal resulte más necesario de lo esperado también influye en estas revisiones a la baja. En *México*, el crecimiento de 3% proyectado para este año representa una revisión a la baja de $\frac{1}{2}$ punto porcentual. Las perspectivas económicas de *Argentina* en 2015 han mejorado desde octubre gracias a la moderación de las presiones sobre la balanza de pagos, pero aun así se prevé una ligera contracción del PIB (–0,3%).

⁴Tras una revisión de las estadísticas de las cuentas nacionales y utilizando ahora el ejercicio 2011–12 como base, el crecimiento del

PIB de India a precios de mercado en 2013 y 2014 experimentó una sustancial revisión al alza.

- En *Venezuela*, la actividad se contraería con fuerza (−7%) ya que la caída de los precios del petróleo ha agravado una situación difícil de por sí.
- Las economías de la *Comunidad de Estados Independientes* sufrieron una nueva desaceleración en el segundo semestre de 2014, y las perspectivas de la región han sufrido una marcada desmejora. Las revisiones a la baja reflejan más que nada la situación de *Rusia*, cuya economía se contraerá 3,8% este año según los pronósticos; es decir, más de 4 puntos porcentuales por debajo de la previsión anterior, y 1,1% en 2016. El retroceso de los precios del petróleo y las sanciones internacionales han agravado las debilidades estructurales subyacentes del país y han socavado la confianza, empujando el rublo a una depreciación significativa. Para el resto de la CEI se proyecta un crecimiento de 0,4% en 2015, casi 3/2 puntos porcentuales menos que en el último pronóstico. La economía de *Ucrania* tocaría fondo en 2015, a medida que la actividad se estabilice gracias al comienzo de la labor de reconstrucción, pero aun así se prevé una contracción de 5,5%. En otras partes de la región, la baja de los precios de las materias primas y los efectos de contagio causados por Rusia (a través del comercio internacional, la inversión extranjera directa y, especialmente, las remesas) también están empañando las perspectivas, sobre todo si se tienen en cuenta las vulnerabilidades estructurales actuales, lo cual ha llevado a fuertes revisiones a la baja de las proyecciones de crecimiento para 2015 de *Armenia*, *Belarús*, *Georgia* y *Kazajistán*, entre otros.
 - El crecimiento en las *economías emergentes y en desarrollo de Europa* aumentaría ligeramente, de 2,8% el año pasado a 2,9% este año (es decir, igual que en la previsión anterior) y a 3,2% en 2016. La caída de los precios del petróleo y la recuperación paulatina de la zona del euro infundirían ímpetu a la región, neutralizando los efectos de la contracción de Rusia y los niveles de deuda aún elevados de las empresas. En el caso de *Turquía*, la proyección de crecimiento es de 3,1% este año, frente a 2,3% el año pasado; se trata de una revisión al alza de 0,1 puntos porcentuales gracias al estímulo al consumo derivado del abaratamiento de la energía. En *Hungría*, el crecimiento caería este año a 2,7% como consecuencia de un crecimiento de la inversión más bajo y de condiciones fiscales menos propicias. El crecimiento de *Polonia* aumentaría a 3,5% en 2015, alimentado por la demanda interna y respaldado por la mejora de las condiciones de los socios comerciales.
 - El crecimiento siguió siendo anémico en *Oriente Medio*, *Norte de África*, *Afganistán* y *Pakistán* el año pasado, y para este año se prevé apenas un fortalecimiento ligero. Se proyecta que el crecimiento pasará de 2,6% en 2014 a 2,9% este año y a 3,8% en 2016. El crecimiento proyectado para este año es 1 punto porcentual menos que la proyección anterior; la revisión a la baja es completamente atribuible a las economías exportadoras de petróleo de la región, lo que se debe más que nada al retroceso de los precios del petróleo. Este año, el crecimiento proyectado de 3% para *Arabia Saudita* representa una revisión a la baja de 1/2 puntos porcentuales, si bien casi la mitad de esta revisión se debe a un cambio de base de los datos del PIB real. Otros países exportadores de petróleo, como los *Emiratos Árabes Unidos*, *Iraq* y la *República Islámica del Irán*, también han sufrido sustanciales revisiones a la baja de las perspectivas de crecimiento. El crecimiento de los importadores de petróleo de la región se incrementaría de 3% el año pasado a 4% este año y 4,4% en 2016, ya que se prevé que la demanda interna se fortalezca gracias a una mayor confianza, la expansión monetaria, un petróleo más barato y un menor lastre fiscal.
 - En *África subsahariana*, el crecimiento conserva el vigor, pero para este año se espera una desaceleración a 4,5% (respecto de 5% en 2014 y una sustancial revisión a la baja de 1/4 puntos porcentuales) debido a los vientos en contra que han generado el abaratamiento de las materias primas y la epidemia de los países víctimas del ébola. La caída de los precios del petróleo tendrá un impacto grave en los exportadores de petróleo de la región, incluido *Nigeria*; para ellos, el crecimiento de 2015 ha sido revisado a la baja más de 2/2 puntos porcentuales. Por el contrario, el crecimiento proyectado de los importadores de petróleo de la región no ha cambiado mucho, ya que el impacto favorable de la caída de los precios del petróleo se ve ampliamente compensado por la baja de los precios de exportación de las materias primas. El crecimiento en *Sudáfrica* aumentaría a 2% este año —una revisión a la baja de 0,3 puntos porcentuales— y 2,1% en 2016, lo cual refleja limitaciones de la oferta de electricidad más estrictas y, en 2016, una orientación fiscal más restrictiva de lo previsto.

Inflación mundial

Según las proyecciones, la inflación disminuirá en 2015 en las economías avanzadas y en la mayoría de las economías de mercados emergentes y en desarrollo,

principalmente como consecuencia del retroceso de los precios del petróleo. El traslado de los precios más bajos del petróleo a la inflación subyacente seguiría siendo moderado, lo que concuerda con episodios recientes de fuertes variaciones de los precios de las materias primas:

- En las economías avanzadas, según las proyecciones, la inflación aumentará a partir de 2016, pero en general se mantendrá por debajo de las metas de los bancos centrales.
- En la zona del euro, el nivel general de inflación entró en terreno negativo en diciembre de 2014, y las expectativas inflacionarias a mediano plazo han disminuido sustancialmente desde mediados de 2014, aunque se han estabilizado en cierta medida tras las medidas que adoptó hace poco el BCE. Se supone que el ligero repunte proyectado de la actividad económica, sumado a la recuperación parcial de los precios del petróleo y al impacto de la depreciación del euro, entrañarán un aumento tanto del nivel general de inflación como de la inflación subyacente a partir del segundo trimestre de 2015, aunque se prevé que ambos indicadores del alza de los precios se mantengan por debajo del objetivo de estabilidad de los precios a mediano plazo fijado por el BCE.
- En Japón, el ligero repunte proyectado del crecimiento y el desvanecimiento de la presión a la baja que ha ejercido sobre los precios el abaratamiento de las materias primas, sumados al mayor aumento de los salarios reales resultante del ajustado mercado laboral, empujarían al alza los precios subyacentes el próximo año. Sin embargo, en vista de las políticas vigentes y los tipos de cambio reales constantes, la inflación aumentaría poco a poco, a aproximadamente 1½% a mediano plazo.
- En Estados Unidos, se proyecta que la inflación anual bajará a 0,4% en 2015 y que subirá gradualmente a partir de mediados de año, a medida que se diluyan los efectos de la caída de los precios del petróleo; a la vez, los efectos de la apreciación del dólar y la moderada dinámica salarial actuarán como un freno. Más adelante, la inflación aumentaría poco a poco hacia el objetivo a más largo plazo de 2% fijado por la Reserva Federal.
- Según las proyecciones, la inflación se mantendrá muy por debajo de la meta en otras economías avanzadas más pequeñas, especialmente de Europa. Por otra parte, los precios al consumidor bajarán tanto en 2015 como en 2016 en Suiza, tras la pronunciada apreciación de la moneda en enero, mientras

que en otros países, sobre todo la República Checa y Suecia, se mantendrán en niveles moderados.

En las economías de mercados emergentes, se prevé que el abaratamiento del petróleo y la desaceleración de la actividad contribuyan a un nivel de inflación más bajo en 2015, aunque la baja de los precios del petróleo no se trasladará por completo a los precios que paga el usuario final. Los países que experimentaron fuertes depreciaciones del tipo de cambio nominal constituyen una excepción notable a esta tendencia. En años subsiguientes, el efecto de la caída de los precios del petróleo se diluiría, aunque se vería neutralizado por una disminución paulatina de la inflación subyacente hacia las metas a mediano plazo.

- De acuerdo con las previsiones, la inflación en China medida según el índice de precios al consumidor será de 1,2% en 2015, como consecuencia de la disminución de los precios de las materias primas, la fuerte apreciación del renminbi y cierto debilitamiento de la demanda interna, aunque luego se incrementará gradualmente.
- En India, la inflación se mantendría cerca de la meta en 2015. En Brasil, superaría el tope de la banda de tolerancia este año, por efecto del ajuste de los precios regulados y la depreciación cambiaria, y convergería hacia la meta de 4,5% a lo largo de los dos años siguientes. Por el contrario, se prevé que la inflación se dispare a aproximadamente 18% en 2015 en Rusia, por efecto de la pronunciada depreciación del rublo, y que disminuya a aproximadamente 10% el año próximo.
- Algunos mercados emergentes, especialmente de Europa, experimentarían un nivel general de inflación muy inferior a la meta en 2015, con ligeros aumentos en 2016. Entre estas economías se encuentran Polonia y una serie de países más pequeños cuya moneda está estrechamente vinculada al euro.

Evolución del sector externo

Los datos preliminares apuntan a una mayor desaceleración del comercio mundial en 2014 (gráfico 1.10), en gran medida debido a un debilitamiento de la dinámica comercial de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Parte de la desaceleración está vinculada a un crecimiento del PIB más atenuado de lo previsto, aunque el crecimiento de los volúmenes de comercio internacional sigue siendo relativamente moderado aun teniendo en cuenta la evolución de la actividad económica global. El recuadro 1.2 analiza en qué medida los factores cíclicos y estructurales pueden explicar el ritmo

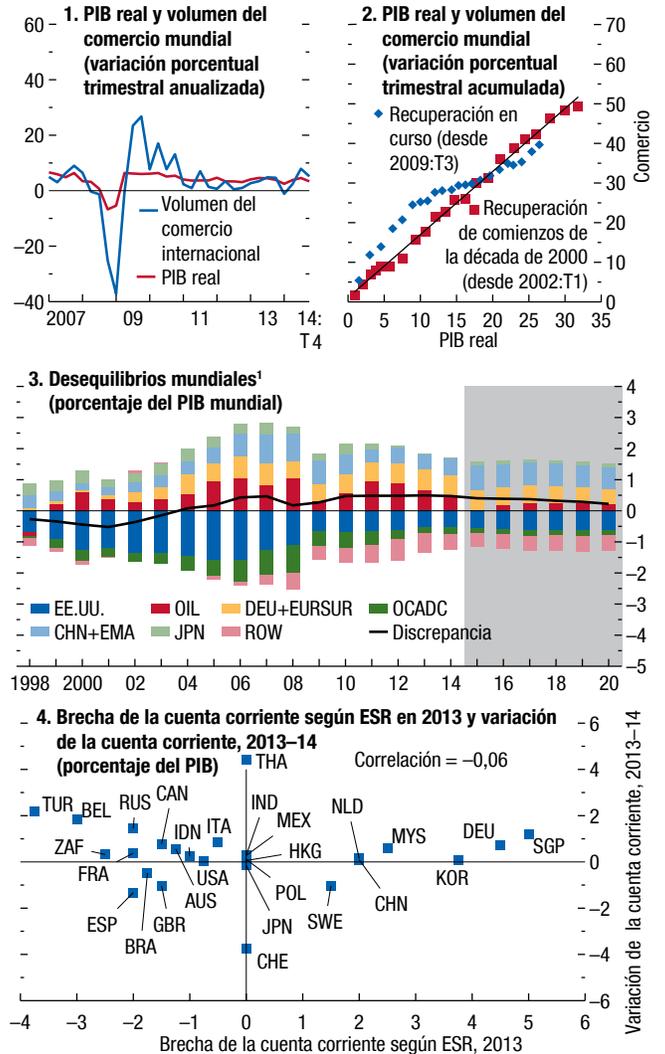
más tenue de la expansión del comercio internacional. Los datos indican que tanto los factores cíclicos como los estructurales son importantes; la debilidad cíclica de la inversión (con un elevado componente comercial) sin duda influye, pero la relación a largo plazo entre el comercio mundial y el PIB también está evolucionando, posiblemente debido al ritmo más lento de la fragmentación de los procesos de producción mundiales (cadenas de valor) tras años de rápidos cambios.

Los flujos de capital hacia y desde las economías avanzadas se han mantenido relativamente moderados, siguiendo el patrón establecido después de la crisis. Y los flujos de capital hacia los mercados emergentes se enfriaron en el segundo semestre de 2014, tras el dinamismo del primer semestre (gráfico 1.6), lo cual refleja también el recrudecimiento de las tensiones geopolíticas y las inquietudes en torno al debilitamiento de las perspectivas de crecimiento, sobre todo en los exportadores de materias primas. Los desequilibrios mundiales de las cuentas corrientes se mantuvieron en general estables en 2014, tras varios años de contracción. En 2014, las variaciones de los saldos en cuenta corriente en relación con el PIB generalmente tendieron a reducir las brechas de cuenta corriente de 2013 analizadas en el *Informe piloto sobre el sector externo* de 2014 (FMI, 2014) (gráfico 1.10, panel 4). Estas brechas miden las desviaciones de los saldos en cuenta corriente respecto de un nivel congruente con los fundamentos de la economía y con las políticas que convendría aplicar. Los movimientos de los tipos de cambio efectivos reales en 2014, respecto de 2013, también fueron congruentes con una reducción de las brechas cambiarias detectadas en 2013 por el mismo informe (gráfico 1.11, panel 1). Las variaciones del tipo de cambio han sido particularmente marcadas en un amplio conjunto de monedas desde el otoño de 2014. Como muestra el gráfico 1.11, para los países con tipos de cambio flotantes, estos movimientos exhiben una fuerte correlación con los desplazamientos de los fundamentos de la economía: su dependencia del petróleo, representada por el nivel del saldo petrolero en relación con el PIB (panel 2), y las revisiones de las perspectivas de la demanda interna en relación con la demanda externa durante este período (panel 3)⁵.

⁵Sin embargo, en el mismo grupo de países, la correlación de las variaciones del tipo de cambio entre febrero y agosto de 2014 con estas variables es, por el contrario, prácticamente cero, lo cual pone aún más de relieve la dificultad de explicar sistemáticamente los movimientos a corto plazo de los tipos de cambio usando los fundamentos macroeconómicos.

Gráfico 1.10. Sector externo

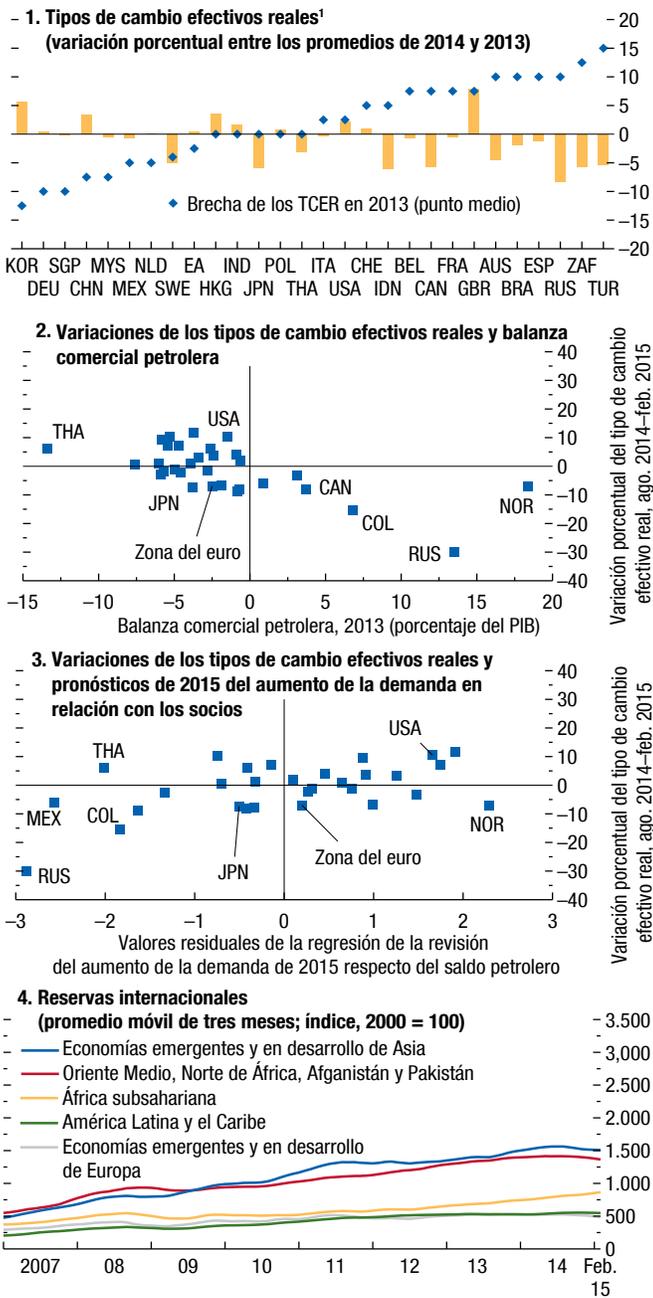
El crecimiento del comercio mundial volvió a desacelerarse en 2014, reflejo en gran medida del debilitamiento de la dinámica del comercio internacional en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Parte de esa desaceleración se relaciona con un crecimiento imprevistamente anémico del PIB, pero la expansión del comercio internacional sigue siendo moderada, aun teniendo en cuenta la evolución de la actividad económica global. Los desequilibrios mundiales de las cuentas corrientes se mantuvieron en general estables en 2014, tras varios años de contracción, y según las previsiones esa situación continuará durante el próximo quinquenio. Las variaciones de los saldos en cuenta corriente en relación con el PIB registradas en 2014 en general redujeron las brechas de la cuenta corriente de 2013 analizadas en el *Informe piloto sobre el sector externo* de 2014 (FMI, 2014).



Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; FMI, *Informe piloto sobre el sector externo* de 2014 (ESR, por sus siglas en inglés), y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: En las leyendas de datos en el gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).
¹CHN+EMA = China y economías emergentes de Asia (Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, provincia china de 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 1.11. Tipos de cambio y reservas

Los movimientos de los tipos de cambio efectivos reales en 2014 coincidieron con una reducción de las brechas identificadas para 2013 en el *Informe piloto sobre el sector externo* de 2014 (FMI, 2014). En el caso de los países con tipos de cambio flotantes, las variaciones del tipo de cambio observadas desde el otoño de 2014 están correlacionadas con desplazamientos de los fundamentos económicos: su dependencia del petróleo y las revisiones de las perspectivas de la demanda interna en relación con la demanda externa. La acumulación de reservas se ha desacelerado en América Latina y las economías emergentes y en desarrollo de Europa como consecuencia de una menor entrada de capitales y de pérdidas de reservas a causa de las intervenciones cambiarias.



Fuentes: Global Insight; FMI, *Informe piloto sobre el sector externo* de 2014; FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: TCER= tipo de cambio efectivo real. En las leyendas de datos en el gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).
¹Las brechas y las clasificaciones de los TCER se basan en el *Informe piloto sobre el sector externo* de 2014.

Estas fluctuaciones de los tipos de cambio, sumadas a las fuertes variaciones de los precios del petróleo, producirían desplazamientos de los saldos en cuenta corriente mundiales en 2015. El cambio más notable en este sentido es la desaparición proyectada del superávit en cuenta corriente agregado de los exportadores de combustibles en 2015, por primera vez desde 1998. Los países exportadores de petróleo volverían a registrar superávits en cuenta corriente con la recuperación de los precios del petróleo, pero se prevé que sean menores que los de la última década.

Como ya se señaló en este capítulo, el abaratamiento del petróleo y las variaciones de los tipos de cambio reales ocurridos en los últimos meses han propiciado la recuperación. Sin embargo, su impacto global en los desequilibrios mundiales de las cuentas corrientes es desigual. Las fluctuaciones de los precios del petróleo y los tipos de cambio reales registradas en los últimos meses contribuyen al reequilibramiento de los países que se beneficiarían del fortalecimiento de la posición externa (como España), pero también tienden a afianzar los superávits de otros países de Europa con elevados superávits iniciales (como Alemania y los Países Bajos). Tanto en el caso de China como en el de Estados Unidos, los movimientos del tipo de cambio debilitan el saldo en cuenta corriente, en tanto que el retroceso de los precios del petróleo lo fortalecen; las proyecciones muestran un ligero aumento del superávit chino y del déficit estadounidense. Globalmente, las proyecciones del informe WEO —que están basadas en tipos de cambio efectivos reales que se mantienen estables a los niveles vigentes a comienzos de 2015— apuntan a que los desequilibrios de la cuenta corriente como proporción del PIB mundial se mantendrán en general estables durante el próximo quinquenio (gráfico 1.12, panel 2).

Riesgos

La distribución de los riesgos para el crecimiento mundial está más equilibrada que la presentada en la edición de octubre de 2014 del informe WEO, pero sigue inclinándose a la baja. La posibilidad de que la caída de los precios del petróleo infunda un estímulo mayor a la demanda constituye un importante riesgo al alza. Y los riesgos a la baja se han suavizado dada una trayectoria de base más baja para el crecimiento de las economías de mercados emergentes. En particular, tras una serie de revisiones a la baja de los pronósticos de crecimiento de base, han disminuido los riesgos de una

desaceleración más profunda en China y de un crecimiento del producto potencial aun menor en las economías de mercados emergentes. Los riesgos a la baja más destacados que menciona la edición de octubre de 2014 del informe WEO siguen siendo relevantes e incluyen riesgos geopolíticos, desplazamientos de los precios de los activos que trastornen los mercados financieros, y riesgos de estancamiento y baja inflación en las economías avanzadas.

El petróleo también es fuente de nuevos riesgos a la baja porque los precios podrían subir más rápido de lo previsto. Análogamente, la reciente realineación de los tipos de cambio ayuda a estimular la demanda en las economías que han sufrido una retracción de la actividad; sin embargo, si el dólar continúa apreciándose, habrá riesgos vinculados a los balances y al financiamiento, especialmente en las economías de mercados emergentes.

Pronóstico del PIB mundial

El gráfico de abanico del pronóstico del PIB mundial sugiere un intervalo de confianza más bien simétrico en torno a la trayectoria proyectada del crecimiento mundial (gráfico 1.12, panel 1), lo cual concuerda con la opinión de que los riesgos están más equilibrados. Sin embargo, el intervalo es más ancho que en la edición de octubre del informe WEO. Esto significa que la probabilidad de un crecimiento sustancialmente mayor o una recesión mundial es más alta que en octubre.

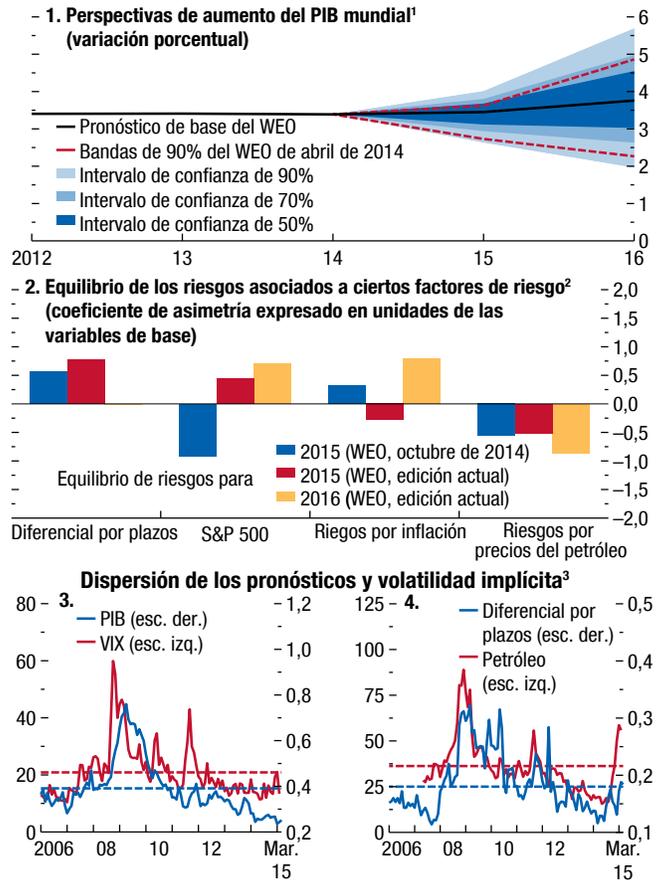
Dos factores explican esta mayor incertidumbre implícita en torno al pronóstico, tanto al alza como a la baja:

- Primero, la incertidumbre del pronóstico de base ha aumentado porque el horizonte de previsión para este año y el próximo es más largo que en octubre, cuando ya se contaba con más datos que influían en los resultados del año en curso y del año siguiente⁶.
- Segundo, los indicadores de base de los riesgos vinculados a los precios del petróleo y, en menor medida, a la inflación llevan a pensar en una agudización de la incertidumbre. En el caso de ambas variables, ha aumentado la dispersión de los pronósticos publicados por Consensus Economics (gráfico 1.12, panel 4). En el caso de los precios del petróleo, la volatilidad implícita de las opciones de futuros sobre petróleo también se ha acentuado (gráfico 1.12, panel 4), lo que revela una divergen-

⁶Los errores de pronóstico para el año en curso y el siguiente suelen ser más grandes en la edición de abril que en la edición de octubre del informe WEO. Véase un análisis en Timmermann (2006).

Gráfico 1.12. Riesgos para las perspectivas mundiales

El gráfico de abanico, que indica el grado de incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento mundial, sugiere que la distribución de los riesgos es más equilibrada que la presentada en la edición de octubre de 2014 del informe WEO. Sin embargo, el ancho del intervalo de confianza en torno a la trayectoria proyectada del crecimiento mundial ha aumentado por dos razones principales: mayor incertidumbre en el pronóstico de base debido a que el horizonte de previsión para este año y el próximo es más largo que el de octubre, y mayor incertidumbre en cuanto a los riesgos vinculados a los precios del petróleo y, en menor medida, a la inflación.



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

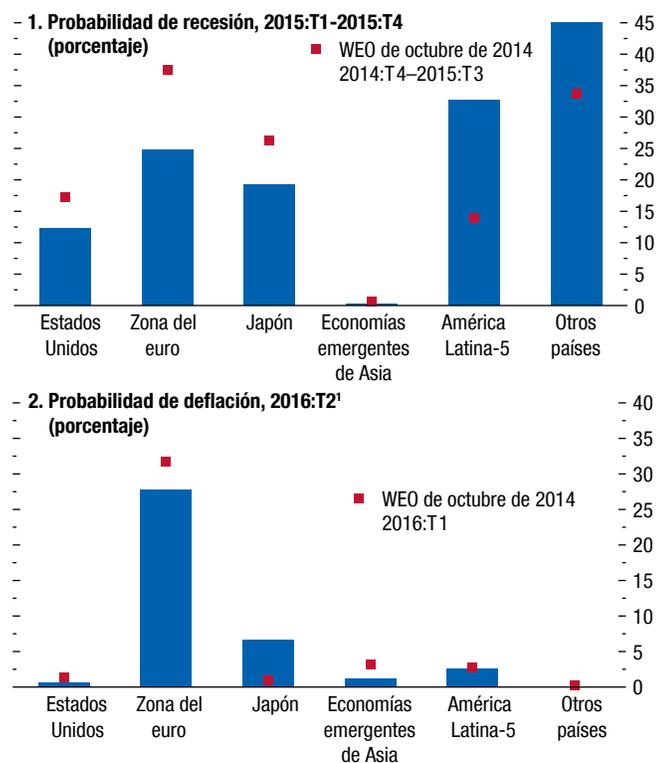
¹El gráfico de abanico muestra la incertidumbre en torno al pronóstico central del informe WEO con intervalos de confianza de 50%, 70% y 90%. Tal como se indica, el intervalo de confianza de 70% incluye el intervalo de 50%, y el intervalo de confianza de 90% incluye los intervalos de 50% y 70%. Véase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

²Las barras denotan el coeficiente de asimetría expresado en unidades de las variables de base. Los valores correspondientes a los riesgos de inflación y a los riesgos por los precios del petróleo se registran con el signo opuesto porque representan riesgos a la baja para el crecimiento. Obsérvese que los riesgos vinculados al índice Standard & Poor's (S&P) 500 de 2016 se basan en contratos de opciones para diciembre de 2016.

³El PIB mide la dispersión media ponderada en función de la paridad del poder adquisitivo de los pronósticos del PIB para las economías del G-7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido), Brasil, China, India y México. VIX es el índice de volatilidad implícita del S&P 500 elaborado por el CBOE. El diferencial por plazos mide la dispersión promedio de los diferenciales por plazos implícitos en los pronósticos de las tasas de interés de Alemania, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido. Petróleo es el índice de volatilidad del petróleo crudo elaborado por CBOE. Los pronósticos están basados en las encuestas de Consensus Economics. Las líneas puntuadas representan los valores promedio desde 2000 hasta la actualidad.

Gráfico 1.13. Recesión y riesgos de deflación

El Modelo de Proyección Mundial elaborado por el personal técnico del FMI apunta a una disminución de la probabilidad de recesión en muchas de las grandes economías y regiones con un horizonte de cuatro trimestres, en comparación con la edición de octubre de 2014 del informe WEO. La disminución refleja en gran medida puntos de partida del crecimiento más sólidos. Sin embargo, la probabilidad de recesión subió en América Latina y el resto del mundo. Los riesgos de deflación son un motivo de inquietud principalmente para la zona del euro, donde las probabilidades aún son elevadas, aunque han experimentado cierta disminución. En otras economías y regiones, son muy inferiores a 10%.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

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

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

cia mayor de las opiniones sobre las perspectivas de base, obviamente afectadas por sorpresas sustanciales en ambas variables durante el último año.

Esta mayor divergencia de opiniones sobre las variables críticas que podrían afectar a los datos de crecimiento no implica necesariamente errores de pronóstico más serios en las proyecciones de base del informe WEO en el período venidero. De hecho, las simulaciones realizadas con el Modelo de Proyección Mundial del FMI, que analizan los shocks ocurridos

en un período más largo, sugieren que la probabilidad de recesión de las grandes economías avanzadas en un horizonte de cuatro trimestres es menor que en octubre de 2014 (gráfico 1.13). Sin embargo, el riesgo de recesión es más alto en América Latina y en el grupo “otros países”, ya que las condiciones iniciales para los pronósticos eran menos favorables.

Riesgos inmediatos y a corto plazo

Precios bajos del petróleo: Los precios del petróleo presentan un riesgo mixto. Uno tiene que ver con su trayectoria, que plantea riesgos a la baja para el crecimiento mundial. El otro tiene que ver con el impacto de la variación de los precios del petróleo en el crecimiento según el pronóstico de base, que ofrece riesgos al alza.

- Del lado *positivo*, el impacto que tendría en la demanda interna un avance sustancial del ingreso real gracias al inesperado abaratamiento del petróleo podría ser más fuerte de lo que contempla actualmente el pronóstico de base (véase el recuadro de escenario 1). Las previsiones son relativamente conservadoras, y para una serie de grandes mercados emergentes importadores de petróleo suponen un traslado limitado a usuarios finales internos y un mayor nivel de ahorro público o del sector público. Pero estos ahorros podrían ser inferiores a lo que suponen los pronósticos si los gobiernos utilizaran estos ingresos inesperados para financiar otras reformas, como un aumento del gasto en infraestructura, por ejemplo.
 - Del lado *negativo*, los precios del petróleo podrían repuntar más rápido de lo previsto por al menos dos razones (ajenas a un repunte más vigoroso de la demanda mundial, que respaldaría el crecimiento mundial). La primera es una corrección de la exagerada reacción del mercado, a medida que los agentes decidan que la trayectoria del precio reflejada en este momento en los contratos de futuros es demasiado baja teniendo en cuenta las previsiones de oferta y demanda. La segunda es una respuesta negativa más fuerte de la oferta a la caída de los precios, que reduciría y acortaría el estímulo a la demanda mundial.
- Desplazamientos desestabilizadores de los precios de los activos y turbulencia en los mercados financieros:* Siguen siendo riesgos a la baja, como lo expone la edición de abril de 2015 del informe GFSR, y dos razones los sustentan. Primero, las primas por plazo y las primas por riesgo de los mercados de bonos aún son muy bajas (véase el análisis anterior de las bajas tasas de interés

a largo plazo). Al mismo tiempo, aunque es ligeramente mayor que hace seis meses, la volatilidad de los mercados financieros también ha sido baja en términos históricos. Segundo, se prevé que el contexto en el que está ocurriendo esta configuración de los precios de los activos —en particular, la orientación sumamente acomodaticia de las políticas monetarias de las grandes economías avanzadas— comience a cambiar en 2015. Si se producen novedades que alteren las expectativas en torno a estas líneas de falla y, a nivel más amplio, recomposiciones inesperadas de las carteras, podrían producirse turbulencias, ya que cambiarían los riesgos y los rendimientos relativos. Un ejemplo típico es el inesperado levantamiento del piso cambiario franco suizo-euro anunciado por el Banco Nacional de Suiza.

Una inquietud particular en este sentido es la posibilidad de sorpresas en cuanto al primer aumento de las tasas de interés de Estados Unidos tras un largo período de fuerte distensión de la política monetaria. Las expectativas de los mercados en torno al ritmo al que irá subiendo la tasa de interés estadounidense (medidas según las tasas implícitas de los contratos de futuros sobre fondos federales) apuntan a un ritmo de normalización mucho más lento que el del pronóstico mediano de las tasas de interés realizado por los miembros del Comité Federal de Mercados Abiertos, a pesar de que los pronósticos del mercado sobre el crecimiento económico parecen coincidir en términos generales con los de los miembros del Comité.

Las economías de mercados emergentes se encuentran particularmente expuestas: podrían verse enfrentadas a una reversión de los flujos de capital, especialmente si las tasas de interés a largo plazo de Estados Unidos aumentan con rapidez, como ocurrió en mayo-agosto de 2013. Dada la violenta caída de los precios del petróleo, los países que lo exportan son ahora más vulnerables a estos riesgos, teniendo en cuenta su mayor grado de vulnerabilidad externa y en los balances, en tanto que muchos importadores de petróleo están más protegidos.

Además, podría resurgir la tensión financiera en la zona del euro atribuible a la incertidumbre en torno a las políticas concernientes a Grecia o a la turbulencia en la zona del euro, y podrían volver a intensificarse los lazos entre bancos y entidades soberanas y la economía real.

Un nuevo fortalecimiento sustancial del dólar de EE.UU.: Esto también representa un riesgo. Como ya se señaló, la reciente apreciación del dólar refleja en gran medida un cambio de los fundamentos y las políticas económicas, que incluye la fortaleza relativa de la demanda interna, la divergencia prevista entre las políticas monetarias de las grandes economías avanza-

das y la evolución de las posiciones externas debido a la caída de los precios del petróleo. La apreciación del dólar de EE.UU. frente a la mayoría de las monedas podría continuar y causar un giro duradero al alza de la moneda, como ha ocurrido en otras ocasiones. Si se concretara este riesgo, las tensiones a las que se verían sometidos los deudores en dólares en términos de sus balances y su financiamiento podrían neutralizar por lejos los beneficios comerciales que encierra una depreciación real para algunas economías. Esta inquietud es particularmente relevante para las economías de mercados emergentes con una estrecha integración financiera internacional, en las cuales —como lo explica la edición de abril de 2015 del informe GFSR— la deuda de las empresas en moneda extranjera ha aumentado sustancialmente en los últimos años. Una parte importante de ese aumento ha ocurrido en el sector energético, cuyos ingresos están denominados en gran medida en dólares de EE.UU., lo que implica una cobertura natural contra la depreciación (pero no contra la caída de los precios de la energía en dólares). Pero la deuda en moneda extranjera también ha subido en empresas que operan en otros sectores, algunas de las cuales —especialmente las que trabajan en los sectores de bienes no transables— no tienen una cobertura natural en términos de ingresos. El shock que propinó la brusca escalada de la apreciación del franco suizo a los balances de algunos países de Europa central y oriental con importantes préstamos hipotecarios internos denominados en esa moneda pone de relieve la naturaleza de estos riesgos.

Un período prolongado de baja inflación o de deflación: El impacto que podría tener un dilatado período de baja inflación o de deflación propiamente dicha en la actividad de las economías avanzadas con una elevada deuda pública o privada sigue siendo un importante motivo de preocupación. La caída de los precios del petróleo ha arrastrado a la baja el nivel general de inflación, acentuando la diferencia respecto de la meta fijada por muchas economías avanzadas. Como lo señalan otras ediciones del informe WEO, el problema radica en el hecho de que las metas no se alcanzan desde hace mucho tiempo sumado al hecho de que la política monetaria se encuentra al límite inferior cero de las tasas de interés nominales⁷. Si esa diferencia

⁷Algunos bancos centrales, incluido el BCE, han optado por tasas de interés ligeramente negativas para los depósitos bancarios, y los rendimientos de los bonos públicos de países como Alemania y Suiza son ahora negativos con vencimientos a plazos aún más largos.

respecto de las metas pone en marcha un descenso de las expectativas inflacionarias a mediano plazo, las tasas de interés reales a más largo plazo comenzarían a subir, dañando la recuperación y, posiblemente, exacerbando los problemas de sobreendeudamiento. En este sentido, la disminución de algunos de los indicadores de estas expectativas en el segundo semestre de 2014 (por ejemplo, la tasa implícita en los canjes de inflación quinquenal en cinco años) es un motivo de preocupación, a pesar de que estos indicadores se estabilizaron este año. Asimismo, una inflación persistentemente baja en la zona del euro tendría efectos de contagio a una serie de países europeos más pequeños cuyas monedas están estrechamente ligadas al euro.

Sin embargo, en principio, dos factores deberían despejar estas inquietudes. Primero, en la medida en que un nuevo descenso de la inflación (o una disminución de los niveles de precios) refleje principalmente la caída de los precios del petróleo, el efecto en la inflación (el efecto en el nivel de precios) debería ser pasajero, a menos que los efectos de segunda ronda, que a juzgar por el reciente auge de los precios de las materias primas deberían ser pequeños, resulten ser considerables. Segundo, en los importadores de petróleo, los efectos de los precios del petróleo en la inflación tienden a ser especialmente marcados en los precios al consumidor dado el peso sustancial que tiene en ellos la importación de energía, y son mucho más leves en el precio del valor agregado interno medido según el deflactor del PIB, ya que este incluye solo los efectos de segunda ronda en los salarios y otros factores internos. Como el deflactor del PIB es el indicador de precios más pertinente para las tasas de interés reales de las empresas (y obviamente el indicador pertinente para la relación deuda pública/PIB), el impacto potencialmente negativo de la caída de los precios del petróleo en los coeficientes de deuda debería ser menor.

De acuerdo con las probabilidades de deflación que revela el Modelo de Proyección Mundial del FMI, los riesgos de deflación —definidos como una disminución del nivel de precios en un período de cuatro trimestres— durante el período que va desde el tercer trimestre de 2015 hasta el segundo trimestre de 2016 son un motivo de preocupación más que nada para la zona del euro (gráfico 1.13), pero la probabilidad ha disminuido a menos de 30%. En otras economías y regiones, está muy por debajo de 10%. Las probabilidades de una disminución del nivel de precios durante el período según el modelo excluyen efectos desinfla-

cionarios pasajeros atribuibles al abaratamiento del petróleo y que, por ende, reflejan únicamente los riesgos derivados de otros shocks que enfrenta la actividad.

Riesgos geopolíticos: Los sucesos acaecidos en Rusia y Ucrania, Oriente Medio y partes de África podrían causar una escalada de las tensiones y agudizar los trastornos del comercio mundial y las transacciones financieras. Los trastornos en el mercado de la energía y otros mercados de materias primas continúan siendo especialmente inquietantes, dada la posibilidad de violentos picos de precios, que, según la duración, podrían reducir sustancialmente los ingresos reales y la demanda de los importadores. A nivel más general, una escalada de las tensiones podría mermar la confianza.

Riesgos para el crecimiento a corto plazo de China: Después del auge de 2009–12, el crecimiento de la inversión se enfrió en China en 2014, incluido el sector inmobiliario. Los pronósticos de base ya reflejan cierta desaceleración adicional, pero podría resultar más fuerte de lo esperado debido a que sigue siendo difícil encontrar un equilibrio entre las tareas de reducir las vulnerabilidades, respaldar el crecimiento e implementar las reformas. Además, las políticas de estímulo han amortiguado el impacto de la contracción de la inversión en la demanda agregada, pero se prevé que las autoridades chinas esta vez pongan más énfasis en mitigar las vulnerabilidades generadas por la rápida expansión reciente del crédito y la inversión. En consecuencia, podría crecer entre los inversores la preocupación en torno a los riesgos de que se profundice la desaceleración y eso podría afectar a la inversión actual.

Riesgos a mediano plazo

Bajo crecimiento potencial en las economías avanzadas: Como explica el capítulo 3, el crecimiento potencial probablemente sea más bajo que antes de la crisis, lo cual es resultado de los efectos predecibles de los factores demográficos —tales como el envejecimiento de la población y las decrecientes tasas de fecundidad— y de los dilatados efectos de la crisis, sobre todo el menor crecimiento del stock de capital (véase también el capítulo 4). A pesar de los considerables riesgos mixtos para las proyecciones del producto potencial, los legados de la crisis —particularmente, la debilidad del sector financiero, el nivel aún elevado de los coeficientes de deuda pública y el sobreendeudamiento privado— siguen siendo un importante motivo de preocupación en algunas economías, sobre todo de la zona del euro, y podrían continuar perjudicando a

la inversión si no se los subsana. A su vez, un período dilatado de grandes brechas negativas del producto y el nivel elevado —y cada vez más a largo plazo— del desempleo podrían causar mayores pérdidas permanentes de las aptitudes y la participación en la fuerza laboral.

Estancamiento secular en las economías avanzadas: El riesgo de estancamiento secular (presentado con más detalle en un análisis de escenarios publicado en la edición de octubre de 2014 del informe WEO) continuará mientras la demanda sea débil y la inflación esperada se sitúe por debajo de la meta durante un período prolongado, habida cuenta de las restricciones de la política monetaria en el límite inferior cero de las tasas. Tras seis años de floja demanda, la probabilidad de que el producto potencial se haya dañado es motivo de creciente preocupación, y es necesario tener en cuenta los planteamientos hasta aquí realizados.

Disminución del crecimiento potencial de las economías de mercados emergentes: Como se señala en el capítulo 3, el crecimiento potencial de las grandes economías de mercados emergentes ha ido disminuyendo desde la crisis financiera internacional. El hecho de que las previsiones de crecimiento a mediano plazo en muchas economías se hayan recortado repetidas veces durante los tres últimos años indica que se trata de un fenómeno más amplio. Las proyecciones de referencia ya incorporan cierta contracción del crecimiento potencial, en parte debido a factores demográficos.

Los riesgos en términos de crecimiento potencial tienen dos fuentes. El crecimiento del capital podría disminuir más, especialmente si no se corrigen las restricciones estructurales del caso o si los precios de las materias primas continúan en descenso. El aumento de la productividad total de los factores podría disminuir más de lo esperado dadas las actuales expectativas de convergencia. Como ya se señaló, otros factores macroeconómicos, entre los que se destaca la desmejora de las condiciones financieras en las economías de mercados emergentes, también podrían conducir a una disminución del crecimiento potencial si se prolongan.

Aterrizaje duro en China: Desde el lanzamiento de las políticas de estímulo durante la crisis financiera mundial, el auge del crédito y la inversión han sido fuentes de crecimiento críticas en China, y las vulnerabilidades han recrudecido. Se trata de un riesgo a mediano plazo porque el gobierno chino aún tiene suficiente margen para evitar una fuerte desaceleración del crecimiento poniendo en acción los recursos públicos y la influencia del Estado. El actual programa de reformas, encaminado a reequilibrar la economía, es

importante para mitigar el riesgo, ya que sin reformas que modifiquen el patrón de crecimiento, las vulnerabilidades seguirán agudizándose y el margen de maniobra de la política económica se reducirá.

Políticas

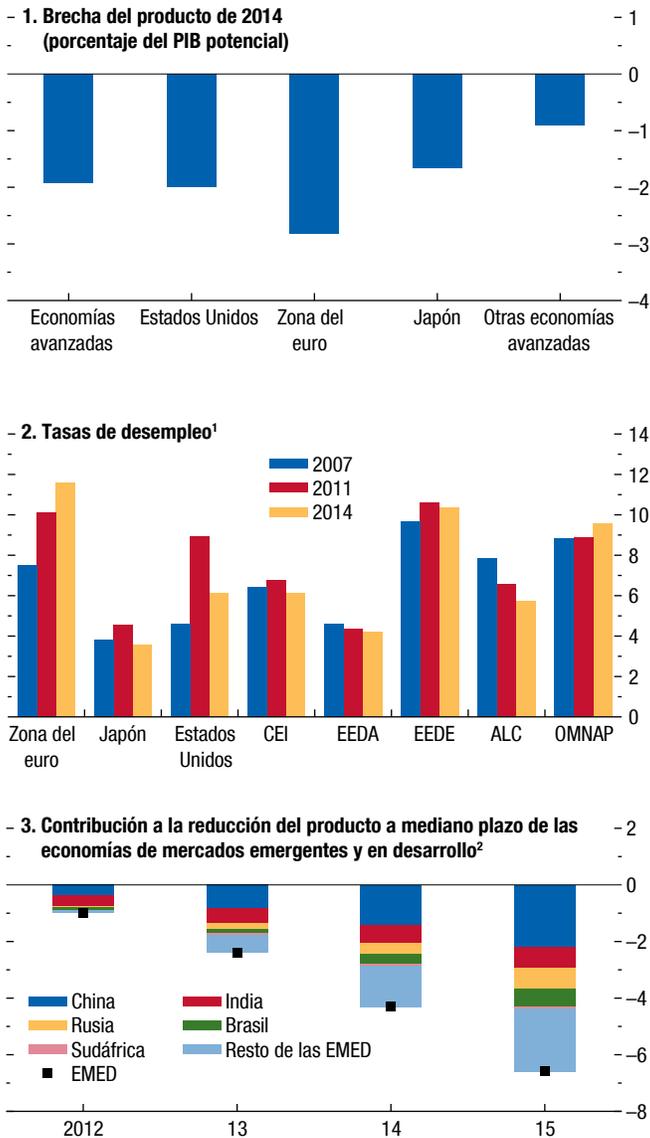
Se prevé un fortalecimiento moderado del crecimiento mundial en 2015–16, gracias en parte al estímulo que infundirán en la demanda mundial la caída de los precios del petróleo y los cambios de las políticas. Aun así, la recuperación será frágil en una serie de economías avanzadas, marcadas por la debilidad de la inversión, mientras que el crecimiento a mediano plazo será bajo en muchas economías. Por ende, incrementar el producto efectivo y potencial sigue siendo una prioridad general para la política económica.

Lo que se requiere de la política macroeconómica varía según el grupo de países y según el país. En muchas economías avanzadas, la política monetaria acomodaticia sigue siendo esencial para evitar que las tasas de interés reales suban prematuramente, en vista de la persistencia y el considerable nivel de las brechas del producto, así como la fuerte dinámica desinflacionaria y los riesgos que entraña (gráfico 1.14). Existen poderosas razones para justificar una mayor inversión en infraestructura en algunas economías. En muchas economías de mercados emergentes, el margen de la política macroeconómica para apuntalar el crecimiento sigue siendo restringido. Dado que el espacio fiscal es limitado, un reequilibramiento general de la política fiscal a través de modificaciones de la tributación que no afecten al presupuesto y una reorganización de las prioridades de gasto podrían respaldar el crecimiento. En los países que importan petróleo, la caída de los precios aligerará la carga que representa para la política monetaria tener que lidiar con la presión inflacionaria y las vulnerabilidades externas y, en el caso de las economías con subsidios petroleros, puede crear algo de espacio fiscal. Los países exportadores de petróleo tendrán que absorber un fuerte shock de términos de intercambio y afrontar mayores vulnerabilidades fiscales y externas.

Existe una necesidad general de reformas estructurales en muchas economías, tanto avanzadas como emergentes. En este sentido, el abaratamiento del petróleo también podría brindar una oportunidad para reformar los impuestos y los subsidios energéticos en muchos países exportadores e importadores de petróleo.

Gráfico 1.14. Capacidad, desempleo y tendencias del producto
(Porcentaje, salvo indicación en contrario)

La actividad económica de los principales países y regiones sigue siendo desigual. En las economías avanzadas, el freno que representa para el crecimiento el elevado nivel de la deuda pública y privada está perdiendo fuerza, pero a diferente ritmo según el país, y los niveles de desempleo y las brechas del producto aún son elevados en algunos casos. Las perspectivas de crecimiento a mediano plazo también han sido objeto de revisiones a la baja en muchas economías, sobre todo entre los grandes mercados emergentes, en comparación con las proyecciones de la edición de septiembre de 2011 del informe WEO.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: CEI = Comunidad de Estados Independientes; EEDA = economías emergentes y en desarrollo de Asia; EEDE = economías emergentes y en desarrollo de Europa; EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo; ALC = América Latina y el Caribe; OMNAP = Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán.
¹Se omite África subsahariana debido a las limitaciones de los datos.
²En relación con la edición de septiembre de 2011 del informe WEO.

Continuar luchando contra la baja inflación en las economías avanzadas

La baja de los precios del petróleo constituye un hecho positivo que está estimulando la demanda en la mayoría de las economías avanzadas, pero, al reducir los precios al consumidor vinculados al petróleo, contribuye temporariamente a la presión a la baja sobre la inflación. Esto es problemático más que nada para las economías avanzadas de Europa —especialmente las de la zona del euro— y Japón. Dado que las tasas de política monetaria se encuentran en el límite inferior cero, la política monetaria debe conservar la orientación acomodaticia a través de medidas no convencionales (como compras de activos a gran escala) para evitar que suban las tasas de interés reales. Esta acción de la política monetaria debería ir acompañada de un saneamiento de los balances bancarios para incentivar la oferta de crédito. También se necesitan una actuación complementaria por parte de la política fiscal en los países que gozan de espacio fiscal, y reformas estructurales que propicien la demanda, en particular las destinadas a mejorar la productividad y estimular la inversión. Como lo explica la edición de abril de 2015 del informe *Monitor Fiscal*, afrontar la elevada deuda pública en un entorno de crecimiento e inflación bajos continúa siendo uno de los principales retos para muchas economías avanzadas.

Contra este telón de fondo, los retos varían considerablemente de un país a otro.

En la zona del euro, a pesar del repunte de la actividad, la recuperación continúa siendo frágil y desigual, con importantes brechas del producto y expectativas de inflación que se mantendrían sustancialmente por debajo de la meta fijada en toda la zona, más allá de los horizontes que maneja normalmente la política monetaria. Por ende, es necesario poner en marcha medidas para afianzar la recuperación de toda la zona del euro, especialmente en el ámbito de la inversión privada (capítulo 4).

En la esfera de la política monetaria, es acertada la decisión del BCE de expandir el programa de compra de activos incorporándole activos soberanos hasta que la trayectoria de la inflación esté alineada con la meta de estabilidad de precios del BCE. Estas medidas de política monetaria deben estar respaldadas por otras que busquen afianzar los balances bancarios, facilitando la transmisión de la política monetaria y mejorando las condiciones en los mercados de crédito. En este sentido, es prioritario aplicar una regulación más estricta a

los préstamos en mora y mejorar los procedimientos de insolvencia y ejecuciones hipotecarias.

En cuanto a la política fiscal, la orientación generalmente neutral que se ha adoptado a nivel de toda la zona del euro para 2015–16 representa un mejor equilibrio entre el deseo de respaldar la demanda y el de mejorar la sostenibilidad de la deuda. No obstante, los países que tienen espacio fiscal —especialmente Alemania— podrían hacer más para estimular el crecimiento, especialmente si ponen en marcha una inversión pública muy necesaria. Los países con un espacio fiscal limitado deberían aprovechar la nueva flexibilidad brindada en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento para movilizar la inversión pública y las reformas estructurales y reequilibrar sus economías. En caso de que los datos de la actividad y la inflación sean decepcionantes y amenacen con un equilibrio deflacionario perjudicial, se debería analizar la posibilidad de incrementar el respaldo fiscal a fin de complementar mejor la distensión monetaria.

En *Japón*, la actividad económica se reavivó tras una breve recesión a mediados de 2014. Sin embargo, la inflación nuevamente está bajando y los precios del petróleo exacerbarán la presión a la baja sobre los precios; entre tanto, las expectativas inflacionarias a mediano plazo están estancadas a un nivel sustancialmente inferior a la meta de inflación de 2%. Al mismo tiempo, el crecimiento del producto potencial sigue siendo bajo.

Desde el punto de vista de la política monetaria, el Banco de Japón debería plantearse la posibilidad de afianzar sus políticas en dos aspectos para poder alcanzar la meta de inflación de 2%. Primero, los efectos de las compras de activos en el reequilibramiento de las carteras podrían potenciarse incrementando el porcentaje de activos privados adquiridos y haciendo extensivo el programa a los bonos públicos de vencimiento más largo. Segundo, una comunicación de la política monetaria más orientada hacia los pronósticos realzaría la transparencia de las evaluaciones de las perspectivas de inflación y serviría de señal de su compromiso con la meta de inflación, principalmente a través de un diálogo sobre los cambios que se contemplarían si la inflación no siguiera el curso previsto.

En el ámbito fiscal, la contracción del consumo, más profunda de lo esperado tras el aumento del impuesto sobre el consumo el último mes de abril, pone de relieve que es crítico que la consolidación fiscal esté a tono con las condiciones y las perspectivas económi-

cas. Sin embargo, los riesgos que giran en torno a la sostenibilidad de la deuda pública siguen siendo un motivo de preocupación crítico dado lo elevado de los coeficientes de deuda pública, y se necesita con urgencia una estrategia de ajuste fiscal a mediano plazo que sea creíble e incluya medidas concretas para mantener la confianza del mercado.

En *Estados Unidos*, el crecimiento repuntó con fuerza durante gran parte de 2014 y superaría la tendencia en 2015–16. El principal reto para la política a corto plazo es el momento en que convendría poner en marcha la normalización de la política monetaria y el ritmo que se le debería imprimir. Por un lado, si bien persiste la incertidumbre en torno al volumen de capacidad ociosa en el mercado laboral, sobre todo teniendo en cuenta la disminución de la participación en la fuerza laboral, una amplia variedad de indicadores del mercado apuntan a una mejora notable. Por otra parte, la apreciación del dólar generará cierta presión a la baja sobre el crecimiento del PIB al atenuar la demanda externa, y, al momento, hay pocos indicios de verdaderas presiones sobre los salarios y los precios.

La Reserva Federal ha anunciado que el momento de despegue de las tasas de interés dependerá del avance hacia los objetivos de máximo empleo y 2% de inflación, y que la normalización de las tasas de interés será gradual. Tras el despegue, que está previsto para este año, los participantes en el mercado esperan en general un aumento aún más paulatino de las tasas hasta llegar a una tasa natural más baja que la pronosticada por los miembros del Comité Federal de Mercados Abiertos, tal como se señaló en la sección “Riesgos”. Al mismo tiempo, las tasas de interés estadounidenses a largo plazo han vuelto a retroceder como resultado de la persistente debilidad de las condiciones en muchas otras economías grandes, el vigor de la demanda de activos estadounidenses seguros y las expectativas de afianzamiento del dólar, y cabe esperar que esas tasas a largo plazo aumenten con rapidez. Esta divergencia de las expectativas encierra la posibilidad de sorpresas y ajustes desestabilizadores de los mercados, y pone nuevamente de relieve la importancia de una estrategia eficaz de comunicación de la política.

En la esfera de la política fiscal, la prioridad sigue siendo acordar un plan creíble de consolidación fiscal a mediano plazo que contemple los crecientes costos fiscales relacionados con el envejecimiento de la población; este plan deberá incluir un aumento de los ingresos tributarios.

Aumento del producto potencial

Como explica el capítulo 3, no se prevé que el crecimiento del producto potencial de las economías avanzadas se afiance sino de manera muy moderada en 2015–20, a pesar de que los legados de la crisis se están desvaneciendo lentamente. La razón principal de este tímido pronóstico es el envejecimiento de la población, que ha dado lugar a la proyección de bajo crecimiento y la posible disminución del empleo tendencial si se mantienen las políticas vigentes que influyen en la participación en la fuerza laboral. Este panorama pone de relieve la necesidad general de políticas estructurales que estimulen tanto la participación en la fuerza laboral como el empleo tendencial.

- En Japón, donde la participación de la mujer en la fuerza laboral está por debajo del promedio, la eliminación de los desincentivos tributarios y la prestación más amplia de servicios de cuidado infantil crearían más incentivos para el trabajo femenino.
- En la zona del euro, donde muchas economías sufren de un elevado desempleo estructural, juvenil y de largo plazo, un importante motivo de inquietud es la erosión de las aptitudes y su efecto en el empleo tendencial. Además de políticas macroeconómicas encaminadas a subsanar una demanda persistentemente baja, las prioridades incluyen la reducción de los desincentivos tributarios al empleo; por ejemplo, reduciendo la cuña fiscal laboral, focalizando mejor los programas de capacitación y poniendo en marcha políticas laborales activas.
- En Estados Unidos, la eliminación de los desincentivos tributarios y un sistema de cuidado infantil focalizado en las familias de bajo ingreso contribuirían a estimular la participación en la fuerza laboral.

Como se señaló en la edición de octubre de 2014 del informe WEO, en una serie de economías avanzadas (entre ellas, varios países de la zona del euro y Estados Unidos) hay razones contundentes para incrementar la inversión en infraestructura. Además de hacer crecer el producto potencial a mediano plazo, la inversión también brindaría un respaldo a corto plazo muy necesario a la demanda interna de algunas de estas economías.

En otros ámbitos, las prioridades para estimular el crecimiento a mediano plazo varían considerablemente:

- En las economías de la zona del euro, es crítico reducir los obstáculos al ingreso en los mercados de productos y reformar las regulaciones laborales que obstaculizan el ajuste. En las economías deudoras,

estos cambios afianzarían la competitividad externa y contribuirían a sustentar el avance del ajuste externo mientras las economías se recuperan, en tanto que reforzarían sobre todo la inversión y el empleo en las economías acreedoras. Convendría también avanzar más en la implementación de la Directiva “Servicios” de la Unión Europea, promover acuerdos de libre comercio e integrar políticas y mercados energéticos. Además, como ya se indicó, la oferta y la demanda de crédito se recuperarían con más facilidad si se emprendieran reformas para subsanar el sobreendeudamiento (por ejemplo, a través de la resolución de préstamos en mora, la promoción de acuerdos extrajudiciales y la mejora de los regímenes de insolvencia).

- En Japón, la prioridad debería ser fortalecer las reformas estructurales (la tercera flecha de la abeonomía). Las medidas encaminadas a promover la participación en la fuerza laboral son esenciales, como ya se señaló, pero también hay margen para incrementar la productividad del sector de servicios mediante la desregulación, vigorizar la productividad de la mano de obra reduciendo la dualidad del mercado laboral y apuntalar la inversión a través de la reforma del gobierno empresarial, así como la mejora del suministro de capital de riesgo por parte del sistema financiero.

Economías de mercados emergentes y en desarrollo

El crecimiento en las economías de mercados emergentes ha defraudado las expectativas en los últimos años, tras una década de muy rápido crecimiento. La diferencia refleja en parte el débil crecimiento que han experimentado desde la crisis financiera internacional las economías avanzadas que son sus socios comerciales y la moderación del crecimiento de China; sin embargo una variedad de factores nacionales específicos también entra en juego⁸. Los esfuerzos por reequilibrar el crecimiento hacia fuentes internas en los últimos años han servido de apoyo a la actividad interna, pero también han acentuado las vulnerabilidades macroeconómicas y han restado margen de acción a la política económica de algunas economías. Varios países han experimentado una inflación superior a la que habían fijado como meta o una disminución de los saldos

⁸Véase un análisis más detallado en el capítulo 4 de la edición de abril de 2014 del informe WEO.

fiscales observados antes de la crisis, y en algunos casos coincidieron ambas.

La mitigación de las vulnerabilidades contra el trasfondo de riegos aún elevados de un vuelco de los flujos de capital debe seguir siendo un importante objetivo para la política económica. Las debilidades macroeconómicas resultarían costosas si este riesgo se concretara. En particular, la intensificación del crecimiento de las economías avanzadas y la normalización de la política monetaria de Estados Unidos prevista para este año podrían conducir a una reversión más persistente de los sustanciales flujos de capital que se han dirigido hacia las economías de mercados emergentes en busca de mayor rentabilidad desde la crisis; hasta ahora, las reversiones han sido pasajeras y la reducción de los flujos —especialmente hacia América Latina— ha sido limitada (véase el gráfico 1.6).

En este contexto, la fuerte caída de los precios del petróleo en el segundo semestre de 2014 ha mitigado las vulnerabilidades externas de los importadores de petróleo. Pero la disminución también ha dado lugar a nuevas dificultades para el crecimiento y ha agudizado las vulnerabilidades externas y fiscales de los países exportadores de petróleo:

- Muchos importadores de petróleo lograron reducir la vulnerabilidad a shocks adversos durante el último año adoptando políticas macroeconómicas más restrictivas para ganar terreno a la inflación y estrechar los déficits de la cuenta corriente externa. El abaratamiento del petróleo suavizará más la presión inflacionaria y mitigará las vulnerabilidades externas al reducir el costo de las importaciones petroleras. En consecuencia, la tensión entre el objetivo de respaldar la demanda si existe capacidad económica ociosa y el de disipar las vulnerabilidades macroeconómicas ya no es tan pronunciada, lo cual podría permitirles a los bancos centrales de algunas economías con capacidad ociosa bajar las tasas de política monetaria.
- En los importadores de petróleo cuyo endeudamiento externo aumentó con fuerza en los últimos años y que aún se encuentran expuestos a elevados riesgos de financiamiento externo, es necesario continuar haciendo esfuerzos por fortalecer las finanzas públicas e incrementar el ahorro interno. En las economías con subsidios petroleros, el ingreso inesperado resultante del abaratamiento del petróleo permitirá acumular un mayor ahorro en el sector público, excepto en los casos en que se lo destine,

en su totalidad o en parte, a incrementar el gasto o recortar impuestos. La decisión de ahorrar o no todo ese ingreso extra depende del volumen de capacidad económica ociosa que exista en una economía determinada, la solidez de la situación fiscal y las necesidades. En particular, el ingreso puede brindar una oportunidad para financiar reformas estructurales críticas —especialmente reformas de los subsidios energéticos— o un gasto promotor del crecimiento, como por ejemplo en infraestructura.

En los países exportadores de petróleo, se ha vuelto prioritario enfrentar las vulnerabilidades externas y fiscales que se han agudizado, aunque el grado de urgencia varía considerablemente entre los distintos países. Algunos exportadores de petróleo incrementaron el ahorro fiscal cuando los precios del petróleo estaban altos y acumularon fondos que ahora pueden aprovechar para suavizar el ajuste del gasto público ante la caída de los precios. No obstante, como se prevé que parte de la caída de los precios del petróleo sea permanente, será importante no postergar el ajuste, a fin de garantizar la equidad intergeneracional en el uso de la riqueza petrolera y mantener cierto margen de maniobra en caso de shocks futuros. En países exportadores de petróleo cuya política económica goza de un margen de maniobra limitado, permitir la depreciación sustancial del tipo de cambio será la principal vía para amortiguar el impacto del shock en la economía. Algunos tendrán que fortalecer los marcos monetarios para conjurar el riesgo de que la depreciación genere una inflación persistentemente más alta y presiones hacia nuevas depreciaciones.

A nivel más amplio, las economías de mercados emergentes y en desarrollo que no se apoyan en la paridad cambiaria deberían estar preparadas para recurrir a la flexibilidad del tipo de cambio a fin de responder a los shocks financieros externos, complementándola con otras medidas como la intervención cambiaria para limitar la volatilidad excesiva en los mercados. Esto quizá requiera reforzar la credibilidad del marco de política macroeconómica en algunos países, y el marco de política macroprudencial debe estar preparado para mantener en niveles manejables las exposiciones de los balances a los riesgos cambiarios (Indonesia, Malasia, Turquía). También será importante hacer cumplir o (de ser necesario) reforzar la regulación y la supervisión prudencial, así como los marcos macroprudenciales, en las economías donde la rápida expansión reciente del crédito y el aumento del apalancamiento del sector pri-

vado han hecho subir con fuerza las relaciones crédito/PIB y han agudizado las vulnerabilidades vinculadas al crédito (como Brasil, China, Tailandia y Turquía; véase también el gráfico 1.8).

En China, el reequilibramiento hacia la demanda interna ha estado hasta ahora principalmente impulsado por la rápida expansión de la inversión y el crédito, un patrón de crecimiento insostenible que ha desembocado en crecientes vulnerabilidades en los sectores empresarial, financiero y público. Para impedir que los riesgos concomitantes se agraven, será necesario calibrar con cuidado las políticas para contener las vulnerabilidades al mismo tiempo que se maneja la correspondiente desaceleración y se activan fuentes de crecimiento sostenibles. En este sentido, es crucial que se implementen las reformas estructurales de las autoridades a fin de otorgarles un papel más decisivo a los mecanismos de mercado, eliminar distorsiones y fortalecer las instituciones. Implementando estas reformas, se lograría un uso más eficiente de los recursos y, por lo tanto, se aceleraría el aumento de la productividad y se mejorarían los niveles de vida a lo ancho de todo el espectro de ingresos. Entre los ejemplos cabe mencionar reformas del sector financiero encaminadas a afianzar la regulación y la supervisión, liberalizar las tasas pasivas, recurrir con más frecuencia a las tasas de interés como instrumento de la política monetaria y eliminar las garantías implícitas generalizadas; reformas fiscales y de la seguridad social; y reformas de las empresas estatales, incluida una nivelación del campo de juego entre el sector público y el privado.

El hecho de que hayan transcurrido varios años con menores perspectivas de crecimiento a mediano plazo lleva a pensar también que es hora de que las grandes economías de mercados emergentes emprendan importantes reformas estructurales para infundir un estímulo duradero a la productividad y al crecimiento. Aunque la desaceleración del aumento estimado de la productividad total de los factores en las grandes economías de mercados emergentes es en parte una implicación natural del reciente avance de la convergencia, como se explica en el capítulo 3, lo que inquieta es la posibilidad de que el crecimiento del producto potencial ahora dependa excesivamente de la acumulación de factores en algunas economías. Naturalmente, el programa de reformas estructurales varía según el país, pero incluye la eliminación de estrangulamientos de infraestructura en el sector energético (India, Indonesia, Sudáfrica); la reducción de los límites al comercio y la inversión, y la mejora del clima empre-

sarial (Indonesia, Rusia); y la ejecución de reformas de la educación y los mercados de trabajo y de productos para incrementar la competitividad y la productividad (Brasil, China, India, Sudáfrica) y la prestación de servicios públicos (Sudáfrica). En India, la recuperación de la confianza después de las elecciones y la caída de los precios del petróleo ofrecen una oportunidad para emprender estas reformas estructurales.

Sortear los riesgos que plantea la caída de los precios de las materias primas en los países de bajo ingreso

El crecimiento ha conservado el vigor en los países de bajo ingreso como grupo, al tiempo que se ha debilitado en las economías avanzadas y de mercados emergentes. Pero los retos para el crecimiento y las vulnerabilidades se han multiplicado como resultado de la retracción de la actividad en las economías avanzadas y de mercados emergentes y la caída de los precios de las materias primas. Además, la ampliación del acceso al financiamiento en mercados externos ha aumentado la exposición de algunos países de bajo ingreso a la volatilidad de los mercados financieros internacionales.

En consecuencia, las perspectivas de crecimiento a corto plazo de los países de bajo ingreso como grupo ya fueron revisadas a la baja durante el último año, aunque no tanto como las de otros grupos de países. Entre estos, los déficits fiscales y los coeficientes de deuda pública han aumentado en varios casos. El descenso drástico de los precios del petróleo ha aumentado los retos para el crecimiento de los países de bajo ingreso que son exportadores de petróleo. Mantener la solidez de las posiciones fiscal y externa será una tarea ahora más difícil, dada la tensión a la que se encuentran sometidos los ingresos presupuestarios y los beneficios en moneda extranjera.

Las políticas deben responder a esta multiplicación de retos y vulnerabilidades. En algunos países, es necesario reforzar los saldos fiscales como respuesta a la caída del ingreso generado por las materias primas y otras exportaciones, y a la posibilidad de que el crecimiento se atenúe en cierta medida 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, a la vez que se mantiene la inversión esencial para eliminar lagunas en la infraestructura y el gasto social.

En muchos países de bajo ingreso, la flexibilización del tipo de cambio contribuirá a adaptarse a

la desmejora de las condiciones financieras y de la demanda externa. Sin embargo, dicha flexibilización quizá requiera la adopción de una política macroeconómica más restrictiva y el afianzamiento del marco de política monetaria a fin de limitar efectos de segunda ronda perjudiciales para los precios internos. Y en el caso de los países exportadores de petróleo con un limitado margen de protección, el ajuste fiscal será tanto inevitable como urgente. También será crítico manejar con cuidado las exposiciones de los balances a las monedas extranjeras.

Los países de bajo ingreso también tienen que avanzar hacia el logro de los Objetivos de Desarrollo Sostenible, que reemplazarán los Objetivos de Desarrollo del Milenio en septiembre de 2015. A pesar del vigoroso crecimiento de una mayoría de estos países, el progreso hacia los Objetivos de Desarrollo del Milenio ha sido desigual, y la crisis financiera internacional en muchos casos asestó un revés a lo logrado con tanto esfuerzo. Los Estados más pobres, los Estados frágiles y los Estados afectados por conflictos continúan enfren-

tados a grandes dificultades para hacer realidad sus prioridades en materia de desarrollo.

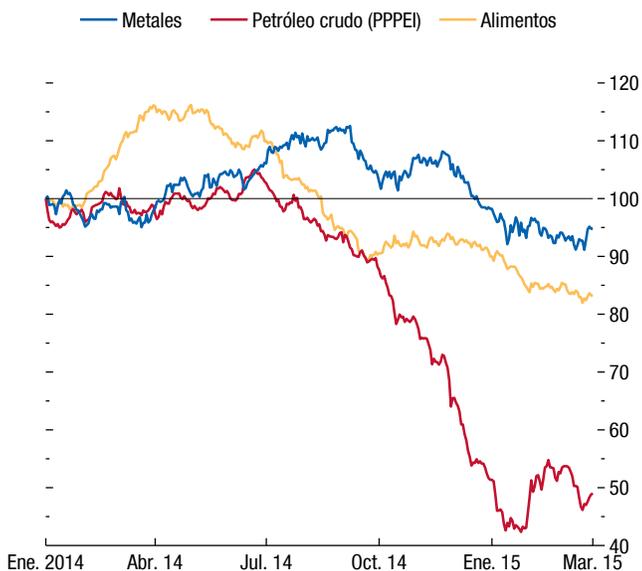
Las medidas destinadas a superar retos y vulnerabilidades propios del crecimiento serán cruciales para avanzar hacia las metas de desarrollo. Además, las políticas deberán centrarse en la movilización sostenible de los recursos para estimular el crecimiento. Las prioridades varían según el país, pero en términos generales incluyen medidas destinadas a afianzar el ingreso fiscal, promover la profundización financiera y atraer flujos de capital extranjero. La comunidad internacional—incluidas las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes sistémicamente importantes—también tendrá que desempeñar un papel importante que sirva de respaldo para mantener un ambiente externo propicio. Entre las prioridades cabe mencionar una mayor liberalización del comercio internacional, la colaboración y asistencia técnica en temas de desarrollo, la finalización de los planes de reforma regulatoria internacional y la cooperación en asuntos de tributación internacional y cambio climático.

Sección especial: Evolución y proyecciones de los mercados de materias primas, con especial atención a la inversión en una era de precios bajos del petróleo

Los precios de las materias primas han experimentado un marcado descenso desde la publicación de la edición de octubre de 2014 de Perspectivas de la economía mundial, impulsado por una caída drástica de los precios del petróleo crudo que responde a factores vinculados tanto con la oferta como con la demanda. Los precios de los metales han retrocedido debido al decreciente aumento de la demanda de China y a una expansión significativa de la oferta de la mayoría de los metales. Los precios de los alimentos han disminuido más que nada debido a cosechas favorables.

Los autores de esta sección son Rabah Arezki (jefe del equipo), Akito Matsumoto, Shane Streifel y Hongyan Zhao, con la asistencia de Vanessa Díaz Montelongo y Rachel Fan en las tareas de investigación. Los autores quisieran agradecer especialmente a Rystad Energy y Per Magnus Nysveen por suministrar datos particulares sobre el gasto de capital y las estructuras de costos.

Gráfico 1.SE.1. Índices de precios de las materias primas
(1 de enero de 2014 = 100)



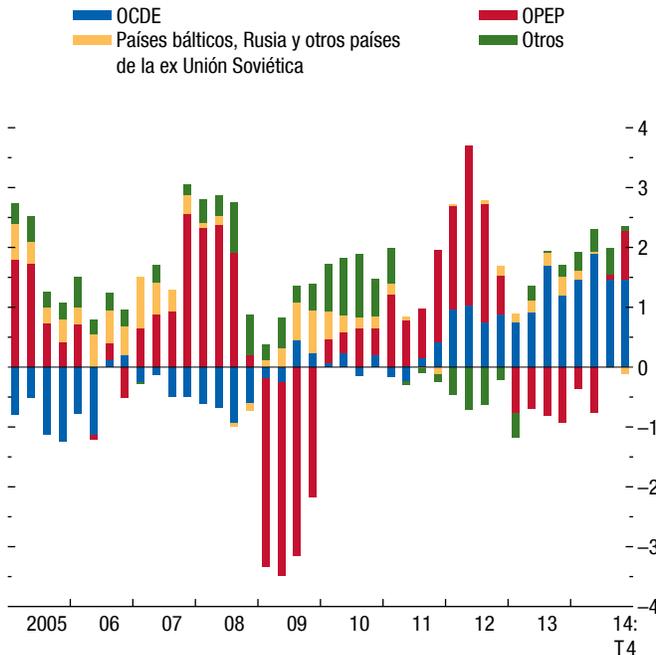
Fuentes: Bloomberg, L.P., y FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios.
Nota: El índice de metales es un índice ponderado de aluminio, cobre, plomo, níquel, estaño y zinc. El índice de alimentos es un índice ponderado de cebada, maíz, trigo, arroz, harina de soja, soja, aceite de soja, porcinos, aceite de palma, aves de corral y azúcar. Los datos abarcan cifras hasta el 25 de marzo de 2015.
PPPEI = precio promedio del petróleo de entrega inmediata. Promedio de las variedades U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate, con idéntica ponderación.

Los precios de las materias primas han bajado 28% desde septiembre de 2014, principalmente debido a una caída de 38% de los precios de la energía (gráfico 1.SE.1). Gran parte de esta disminución es resultado de una disminución de 43% de los precios del petróleo crudo; los precios del gas natural y del carbón bajaron menos, en parte porque los contratos están indexados a los precios del petróleo con un rezago. Los precios de las materias primas no combustibles también disminuyeron: los de los metales, 15%, y los de las materias primas agrícolas, 6%.

La fuerte caída de los precios del petróleo es atribuible a factores vinculados tanto a la oferta como a la demanda, como lo muestra el análisis de Arezki y Blanchard (2014) (véase también el recuadro 1.1). Del lado de la oferta, hay en juego especialmente tres factores:

- *Aumentos sorpresivos de la producción de petróleo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP):* Estos aumentos fueron en parte resultado de la rapidez imprevista de la recuperación de la producción de petróleo de algunos miembros de la OPEP, incluidos Iraq y, a veces, Libia, tras ciertas interrupciones y bajas de la producción (gráfico 1.SE.2).
- *Aumentos de la producción fuera de la OPEP:* Aunque estos aumentos coincidieron más o menos con las expectativas en el segundo semestre de 2014, las superaron en 2013 y comienzos de 2014. Globalmente, la producción fuera de la OPEP aumentó casi 1,3 millones de barriles al día (mbd) en 2013 y más de 2,0 mbd en 2014. La mayoría de los aumentos de la oferta reflejan la creciente producción de América del Norte, impulsada por el petróleo de esquisto de Estados Unidos.
- *Un desplazamiento inesperado de la función de oferta de la OPEP:* En noviembre de 2014, los miembros de la OPEP decidieron no recortar la producción en respuesta al surgimiento de una oferta de flujo neta positiva (la diferencia entre la producción mundial y el consumo mundial). Por el contrario, decidieron mantener la meta de producción colectiva de 30 mbd, a pesar de las crecientes existencias de petróleo (relacionadas con la oferta de flujo neta positiva). El crecimiento mundial del consumo de petróleo se desaceleró significativamente en 2014, a alrededor

Gráfico 1.SE.2. Crecimiento de la oferta de petróleo
(Millones de barriles diarios; variación porcentual interanual)

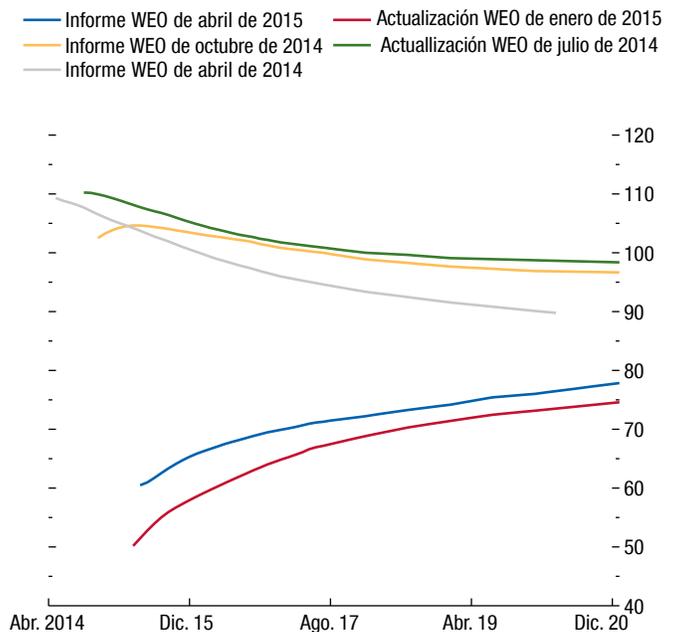


Fuentes: Agencia Internacional de Energía y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: OCDE = Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos; OPEP = Organización de Países Exportadores de Petróleo.

de 0,7 mbd (un aumento del 0,7% desde 2013), aproximadamente la mitad del crecimiento registrado en 2012–13. La desaceleración refleja más que nada nuevas contracciones del consumo en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) (principalmente en Europa y el Pacífico) tras un alza inusual del consumo en 2013 (en los países de la OCDE, la demanda de petróleo se encuentra en baja, en términos generales, desde 2005). El aumento del consumo de petróleo en las economías de mercados emergentes se mantuvo bajo, en torno a 1,1 mbd (un aumento de 2,5% respecto del año anterior), pero explica el aumento neto del consumo en su totalidad.

Como la oferta es muy superior a la demanda, las existencias de petróleo crudo de la OCDE han crecido, sobre todo en América del Norte. En Cushing, Oklahoma —donde se fijan los precios de los futuros sobre la variedad West Texas Intermediate (WTI) negociada en el Mercado de Materias Primas de Nueva York—, los stocks han subido drásticamente este año, y WTI se vende nuevamente con fuerte descuento en comparación con la variedad Brent negociada en los mercados

Gráfico 1.SE.3. Curvas de futuros de la variedad Brent
(Dólares de EE.UU. el barril; fechas de vencimiento en el eje de la abscisa)



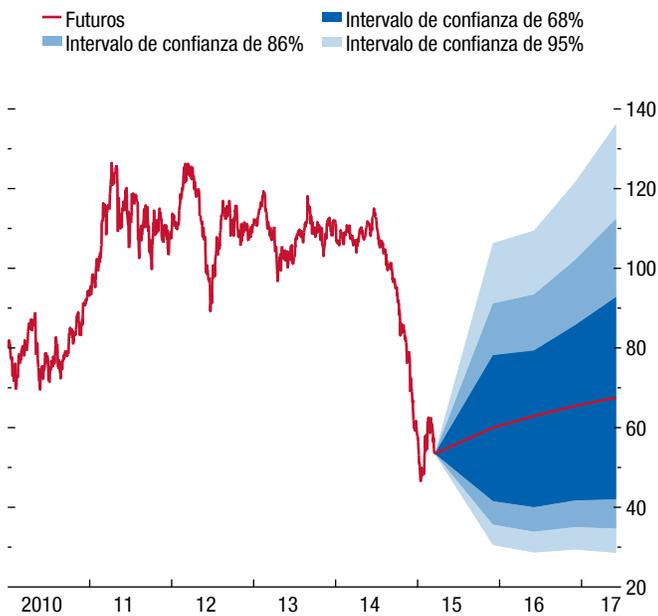
Fuentes: Bloomberg, L.P., y estimaciones del personal técnico del FMI.

internacionales¹. La acumulación de existencias registrada en Cushing es resultado del continuo aumento de la producción estadounidense y la importación canadiense, una reducción de la actividad de las refinerías por cuestiones de mantenimiento, y la disminución estacional del consumo de petróleo debido a la inminente llegada de la primavera. De acuerdo con la Agencia Internacional de Energía (AEI), las existencias de petróleo de la OCDE podrían acercarse a máximos históricos a mediados de 2015, pero a nivel mundial se prevé que los saldos bajen en el segundo semestre del año y entrado 2016.

Los precios de los futuros sobre petróleo apuntan al alza (gráfico 1.SE.3). Los supuestos del pronóstico de base en cuanto al precio promedio del petróleo de entrega inmediata del FMI, que están basados en los precios de los futuros, sugieren precios anuales promedio de US\$58,10 el barril en 2015, US\$65,70 en 2016 y US\$69,20 en 2017 (gráfico 1.SE.4). Este patrón creciente probablemente sea resultado de la percepción

¹Casualmente, el Departamento de Energía de Estados Unidos anunció hace poco que reanuda las compras para la Reserva Estratégica de Petróleo.

Gráfico 1.SE.4. Perspectivas de precios de la variedad Brent, 17 de marzo de 2015
(Dólares de EE.UU. el barril)



Fuentes: Bloomberg, L.P., y estimaciones del personal técnico del FMI.

de los mercados de que la producción crecerá menos a medida que el bajo precio del petróleo desincentive la inversión en petróleo y la perforación.

Existe considerable incertidumbre en torno a los supuestos del pronóstico de base sobre los precios del petróleo. Del lado positivo, el cambio de la política de la OPEP podría ser un factor importante. Además, la demanda de petróleo podría aumentar debido al afianzamiento del crecimiento económico tras la caída de los precios ocurrida en 2014. Los riesgos geopolíticos persisten, y a ellos se han sumado las tensiones que viven los países productores de petróleo con problemas a causa del menor nivel de ingresos generados por la exportación de petróleo. Entre los riesgos a la baja cabe mencionar un superávit prolongado debido a la moderación del aumento de la demanda agregada y el aumento sostenido de la producción de petróleo. En caso de que la industria se adapte con mayor rapidez de lo esperado a la caída de los precios del petróleo y reduzca los costos, la producción podría superar las expectativas y el mercado podría continuar registrando superávits en 2016.

Un factor crítico del ajuste del mercado petrolero a la caída de los precios del petróleo es la respuesta de la inversión y, a su vez, de la producción petrolera futura.

El gasto de capital en el desarrollo de actividades petroleras ya se encuentra en baja. De acuerdo con Rystad Energy, el gasto de capital global entre las grandes empresas petroleras fue 7% menos en el tercer trimestre de 2014 que los niveles trimestrales promedio de 2013. Las proyecciones de la misma fuente indican que este gasto sufrirá una marcada disminución a lo largo de 2017. Además, la producción de algunas fuentes de suministro de elevado costo posiblemente no logre sustentarse si los precios corrientes del petróleo no cubren los costos variables. La segunda parte de esta sección especial está dedicada a la respuesta de la inversión a los bajos precios del petróleo.

Los precios de los metales han retrocedido 15% desde septiembre de 2014, tras un menor aumento de la demanda en China y una oferta sustancialmente mayor de la mayoría de los metales, sobre todo la mena de hierro. Este aumento de la oferta refleja nuevas alzas que se suman al aumento ya considerable de la capacidad ocurrido en los últimos años, y los precios de los metales se encuentran actualmente 44% por debajo del máximo de 2011. La desaceleración del crecimiento de China es observable en la mayoría de los sectores, pero sobre todo en el de la construcción. China consume aproximadamente 47% de los metales base del mundo (frente a 13% en 2000) y generó el grueso del aumento del consumo mundial registrado en 2000–14. Se prevé que el consumo mundial de metales continúe creciendo con moderación, y que la desaceleración del crecimiento de China se vea compensada en parte por un mayor crecimiento de la demanda en el resto del mundo a medida que la actividad económica se recupere. Los precios anuales promedio de los metales bajarían 17% en 2015, en gran medida como consecuencia de la disminución ocurrida en el segundo semestre de 2014, y luego disminuirían ligeramente en 2016. Posteriormente, los precios se estabilizarían en términos generales a medida que los mercados se reequilibren, principalmente del lado de la oferta. La disminución más marcada de los precios prevista para 2015 es la de la mena de hierro, que ha experimentado el mayor aumento de la capacidad de producción en Australia y Brasil.

Los precios de las materias primas agrícolas han bajado 6% globalmente. Los precios de los alimentos son 7% más bajos que en septiembre de 2014 en todos los principales índices, excepto el de los frutos de mar, que aumentó ligeramente. En comparación con el máximo de 2011, los precios de los alimentos han retrocedido 23% tras cifras históricas o casi históricas de abundancia en los principales cultivos. Los precios

de las bebidas y las materias primas agrícolas también son más bajos que en septiembre de 2014 y que los máximos de 2011. Una excepción notable son los precios del té, que han subido debido a la inquietud provocada por la sequía registrada en Kenya. Los precios del café de la variedad arábica subieron con fuerza en 2014 como resultado de la contracción de la oferta vinculada a las condiciones meteorológicas imperantes en Brasil, pero para este año se prevé un repunte de la producción y los precios se han moderado. Los precios de la carne también dieron un salto el año pasado por la escasa oferta en Estados Unidos, pero han retrocedido debido al impacto en la demanda y la expansión prevista de los rebaños.

De acuerdo con las proyecciones, los precios anuales de los alimentos disminuirán 16% en 2015 y 3% en 2016, y la oferta de muchas materias primas alimenticias mejorará, siempre que las condiciones meteorológicas sean propicias. Se prevén fuertes caídas de los precios de los principales cereales y del aceite vegetal, especialmente el trigo y la soja. El abaratamiento de los combustibles también mejorará la rentabilidad de los productores agrícolas y frenará la demanda de biocombustibles, sobre todo el biodiésel fabricado a partir del azúcar y del aceite de palma. La producción de etanol a base de maíz en Estados Unidos responde más que nada a exigencias gubernamentales. La única excepción a la trayectoria descendiente de los precios es la carne, que se encarecerá moderadamente durante el período que abarca el pronóstico debido a una demanda vigorosa y una oferta relativamente escasa.

La inversión en una era de abaratamiento del petróleo

Contra el trasfondo de la caída de los precios del petróleo, la inversión mundial en el sector petrolero —en el cual el petróleo es un producto— ha disminuido notablemente en los últimos nueve meses, como consecuencia de la menor inversión en arenas petrolíferas, petróleo de aguas profundas y, en menor medida, petróleo de esquisto². Debido al bajo nivel de los precios, las actividades de exploración y extracción son menos rentables y, en algunos casos, no son económicas, lo que conduce a recortes de la inversión. Se prevé que el aumento de la producción mundial de petróleo

se enfriará ligeramente, pero con un retraso significativo. En algunos casos, la producción podría detenerse en los campos con costos marginales que superan los precios del petróleo, una posibilidad para algunas operaciones en arenas petrolíferas y en aguas profundas. No obstante, se prevé que los precios bajos del petróleo incrementen significativamente la eficiencia, recortando los costos y limitando en cierta medida el ajuste de la inversión y la producción.

Comprender la respuesta dinámica de la inversión en el sector petrolero a la caída de los precios es importante como mínimo por dos razones. Primero, a nivel mundial, la respuesta de la inversión petrolera condiciona la respuesta de la producción y, a su vez, repercute en los precios del petróleo. Como se prevé que la producción de petróleo no responda de inmediato, los precios del petróleo regresarán a niveles más altos —manteniéndose las demás condiciones sin cambios—, pero solo gradualmente. Segundo, en algunos países, la inversión en el sector petrolero puede representar un porcentaje elevado de la inversión total y podría tener importantes consecuencias macroeconómicas.

En el sector no petrolero —en el cual el petróleo es un insumo—, la caída de los precios del petróleo se traduce en una reducción de los costos, lo cual engrosa las utilidades y la inversión. Obviamente, cuanto mayor intensidad energética tenga el sector no petrolero en un país determinado, mayor será el estímulo. Por ejemplo, el consumo de petróleo como proporción de PIB es de 3,7% en Japón, pero de 12,4% en Tailandia. Esto implica que la economía tailandesa podría beneficiarse más que la japonesa de la caída de los precios del petróleo. El capítulo 4 analiza este tema en mayor detalle. Más allá de la política de respuesta a la caída de los precios internacionales del petróleo, la estructura económica del país determinará el vigor relativo del consumo y los canales de inversión.

Las próximas subsecciones abordan los siguientes interrogantes:

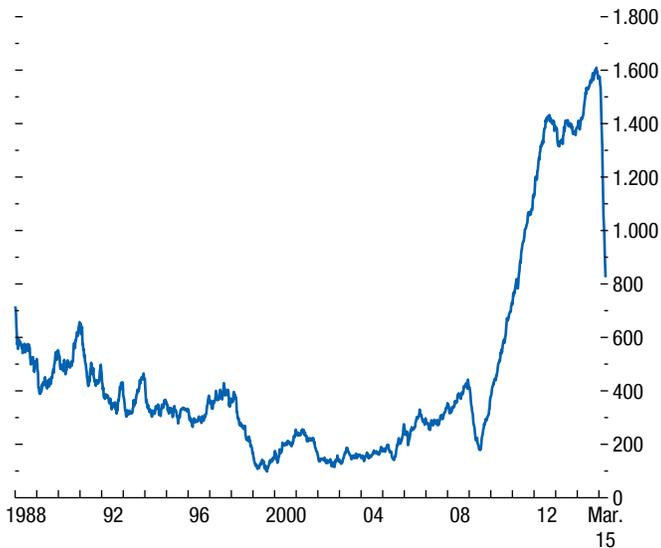
- ¿Cómo responde la inversión en el sector petrolero al retroceso de los precios del petróleo?
- ¿Cómo responde la producción de petróleo al retroceso de los precios del petróleo?

Inversión en el sector petrolero

La inversión en el sector petrolero ha bajado como resultado del reciente derrumbe de los precios del petróleo. Los informes de prensa publicados desde septiembre de 2014 indican que el sector de exploración y producción

²El análisis presentado en esta subsección se centra en la producción de petróleo crudo y excluye los líquidos y condensados del gas natural y los productos de refinación.

Gráfico 1.SE.5. Estados Unidos: Recuento semanal de equipos de perforación
(Número de equipos de perforación activos)



Fuente: Baker Hughes Inc.

está recortando el gasto de capital en el mundo entero y despidiendo personal. En Estados Unidos, el número de equipos de perforación en tierra ha sufrido una marcada disminución desde septiembre de 2014, aunque mucho menor que el aumento del número de equipos registrado en los últimos años (gráfico 1.SE.5). Un vistazo a estos datos revela que el plazo transcurrido entre el momento en que los precios del petróleo comenzaron a bajar y el momento en que cambió el número de equipos de perforación fue de tres a seis meses.

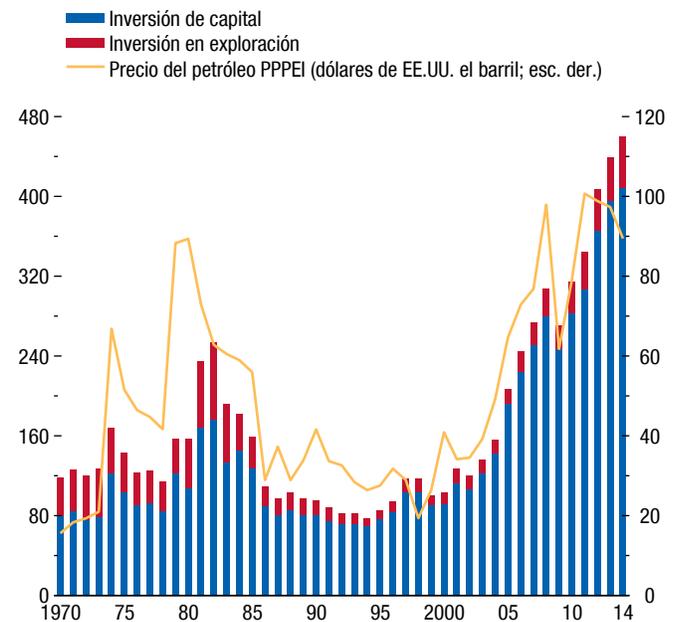
Históricamente, la inversión mundial en el sector petrolero ha seguido de cerca la evolución de los precios (gráfico 1.SE.6)³. El aumento del gasto de capital mundial observado en el sector petrolero en la década de 2000 no tuvo precedentes y refleja una era prolongada de precios a niveles elevados. De hecho, la rápida expansión de la demanda de petróleo, especialmente en las economías de mercados emergentes grandes como China e India, ha empujado al alza los precios y estimulado la inversión en formaciones compactas que no eran económicas con precios más bajos⁴.

³Las series de la inversión y los precios del petróleo están deflactadas con un índice de precios de la inversión fija privada en equipos de minería y de campos petrolíferos en Estados Unidos, tomados del sitio web de la Oficina de Análisis Económico.

⁴Véanse, por ejemplo, Blanchard y Galí (2009), Hamilton (2003), Kilian (2009), y Cashin *et al.* (2014), que investigan sistemáticamente

Gráfico 1.SE.6. Inversión petrolera y precio del petróleo a nivel mundial

(Miles de millones de dólares de EE.UU. al valor constante de 2010, salvo indicación en contrario)



Fuentes: FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios; estudios y análisis de Rystad Energy, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: PPPEI = precio promedio del petróleo de entrega inmediata. Promedio de las variedades U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate, con idéntica ponderación.

En otros episodios de caídas drásticas de los precios, la inversión en el sector petrolero se desplomó, sobre todo en la década de 1980, cuando Arabia Saudita voluntariamente dejó de ser el productor fluctuante, precipitando un colapso de los precios de US\$27 a US\$14 el barril⁵. Al inicio de ese episodio, el gasto en exploración —una actividad riesgosa— bajó más que el gasto ajeno a la exploración. Otra caída drástica (pero más pasajera) ocurrió a fines de 2008 durante la crisis financiera internacional. La inversión petrolera cayó precipitadamente pero repuntó con fuerza al año siguiente.

Un estudio empírico que usa datos anuales e históricos de Rystad sobre el período 1970–2014 e incluye 41 países —que representan más del 90% de la inversión y

el papel relativo que desempeñan los factores vinculados a la oferta y a la demanda en los precios del petróleo. Véase Aastveit, Bjørnland y Thorsrud (de próxima publicación), que se centra en el papel de la demanda de los mercados emergentes.

⁵Un productor fluctuante es un proveedor que ajusta la producción con el objetivo de lograr un precio determinado para un producto dado.

la producción petrolera del mundo— confirma el efecto rápido y cuantitativamente fuerte de la caída de los precios del petróleo en la inversión en el sector petrolero. Los resultados se obtienen con una regresión de panel simple con rezago distribuido que incluye la tasa de crecimiento de la inversión real como variable dependiente y la tasa de aumento del precio del petróleo crudo como variable explicativa (gráfico 1.SE.7). De acuerdo con las estimaciones, una disminución de 1% del precio del petróleo crudo está asociada a una disminución de más de 0,6% de la desviación de la inversión respecto de la tendencia al cabo de tres años. Estos resultados llevan a pensar que el impacto de la caída de los precios del petróleo en la inversión se hace sentir en el curso de un año⁶, lo cual confirma que el reciente retroceso de los precios del petróleo ya está ejerciendo un efecto marcado en la inversión en el sector petrolero⁷.

La incertidumbre en torno a la trayectoria futura de los precios del petróleo también se ha agudizado. No es fácil documentar un aumento de la incertidumbre, pero un indicador básico basado en información derivada de las opciones de futuros sobre petróleo entre julio de 2014 y enero de 2015 sugiere que en los últimos meses los mercados han previsto una probabilidad bastante mayor de extremos en los precios del petróleo⁸. Este recrudecimiento de la incertidumbre puede reducir el crecimiento de la inversión en el sector petrolero e incluso podría limitar el crecimiento de la inversión en los sectores no petroleros con un uso intensivo del petróleo⁹. El efecto de la incertidumbre se ve agravado

⁶Estas estimaciones implican que el abaratamiento del petróleo contemplado en el pronóstico de base del informe WEO estaría asociado a una caída de 14% de la inversión respecto de la tendencia en el primer año, y caídas acumulativas de 30% en tres años y 20% en cinco años.

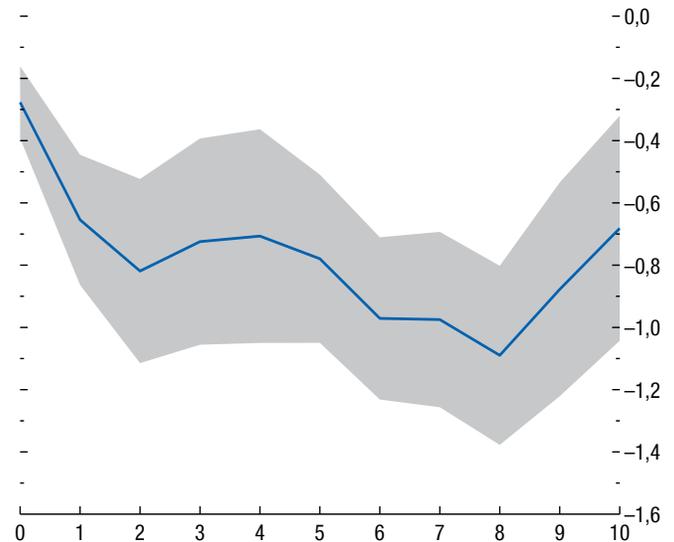
⁷Esta especificación neutraliza los efectos fijos puntuales de cada país, lo cual a su vez neutraliza características que no varían con el tiempo como las diferencias de las instituciones y la riqueza petrolera entre un país y otro. Por ejemplo, Deacon y Bohn (2000) demuestran empíricamente que el riesgo de propiedad desacelera el uso de los recursos en algunas circunstancias. Por lo tanto, la regresión se basa únicamente en la variación de los precios del petróleo para explicar la variación de la inversión dentro del país. Sin embargo, los resultados deben interpretarse con cierto cuidado, ya que representan correlaciones, no una relación causal.

⁸Otros indicadores de la incertidumbre en torno a los precios del petróleo son los índices de volatilidad del petróleo, que en los últimos tiempos han aumentado con fuerza, si bien el aumento es en parte mecánico y es producto de la caída de los precios del petróleo.

⁹Soojin (2014) y Elder y Serletis (2010), entre otros, investigan el efecto de la incertidumbre en torno a los precios del petróleo en la actividad económica real mundial. El segundo estudio sugiere que el efecto de la incertidumbre es económica y estadísticamente significativo, si bien aún hay dificultades metodológicas para medir la incertidumbre y determinar su impacto al margen de la caída de los precios del petróleo.

Gráfico 1.SE.7. Respuesta de la inversión petrolera a los precios del petróleo

(Variación porcentual; número de años en el eje de la abscisa)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: El gráfico muestra la desviación de la inversión petrolera respecto de la tendencia en respuesta a una variación de los precios del petróleo. La respuesta acumulada calculada se basa en la regresión de la primera diferencia de los valores logarítmicos de la inversión petrolera respecto de los rezagos distribuidos (10) de la primera diferencia de los valores logarítmicos de los precios del petróleo una vez neutralizados los efectos fijos propios de cada país. Las zonas sombreadas corresponden a intervalos de confianza de 95%.

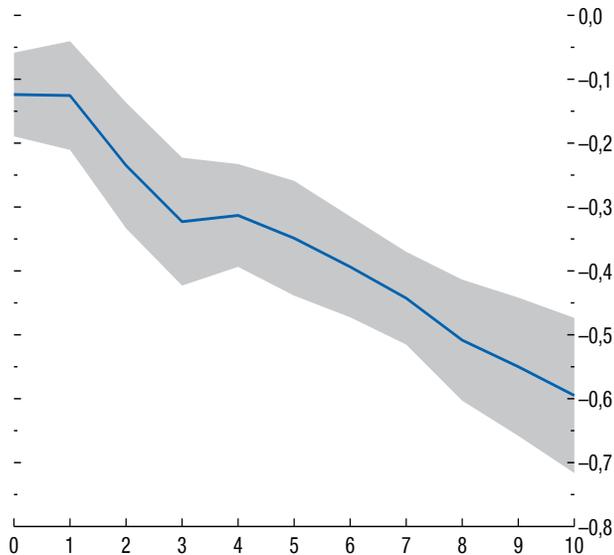
por la naturaleza mayormente irreversible de la inversión en el sector petrolero convencional¹⁰. Los estudios sobre la inversión agregada han documentado, tanto teórica como empíricamente, de qué manera la incertidumbre incrementa el valor de la opción de esperar antes de invertir, sobre todo en un contexto de irreversibilidad parcial (véanse, por ejemplo, Bertola y Caballero, 1994; Bloom, Bond y Van Reenen, 2007). También se ha comprobado directamente que la incertidumbre reduce la inversión en el sector petrolero¹¹.

¹⁰La producción de petróleo no convencional, y en particular la de petróleo de areniscas compactas, exige menos costos irrecuperables y, por ende, podría estar sujeta a menor incertidumbre en torno a los futuros precios del petróleo.

¹¹Por ejemplo, Kellogg (2014) estima la respuesta de la inversión a las variaciones de la incertidumbre usando datos sobre las perforaciones petroleras en Texas y la volatilidad prevista del precio futuro del petróleo. El autor ha determinado que las actividades de perforación responden a variaciones de la volatilidad de los precios a una escala acorde con la respuesta óptima que prescribe la teoría y que el costo de no responder a los shocks de volatilidad es económicamente significativo.

Gráfico 1.SE.8. Respuesta de la producción petrolera a la inversión petrolera

(Variación porcentual; número de años en el eje de la abscisa)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: El gráfico muestra la desviación de la producción de petróleo respecto de la tendencia en respuesta a una variación de la inversión petrolera. La respuesta acumulada calculada se basa en la regresión de la primera diferencia de los valores logarítmicos de la producción de petróleo respecto de los rezagos distribuidos (10) de la primera diferencia de los valores logarítmicos de la inversión petrolera una vez neutralizados los efectos fijos propios de cada país. Las zonas sombreadas corresponden a intervalos de confianza de 95%.

Esta sección especial aborda ahora el impacto que puede tener en la producción de petróleo el recorte de la inversión en el sector petrolero.

Producción del sector petrolero

No se prevé que el aumento de la producción de petróleo se desacelere significativamente a corto plazo como consecuencia del reciente derrumbe de los precios. Históricamente, los episodios de retroceso de los precios del petróleo y, a su vez, reducción de la inversión petrolera no han estado seguidos de inmediato por un recorte de la producción. Por lo general, la respuesta de la producción de petróleo se demora debido al prolongado período de gestación que implica traducir la inversión nueva en producción. Más precisamente, el abaratamiento del petróleo no altera demasiado los incentivos de los productores que ya cuentan con capacidad de producción instalada. Lo que ocurre, en realidad, es que afecta a la producción futura al

hacer bajar los gastos de exploración y la inversión en el desarrollo de nuevos campos¹².

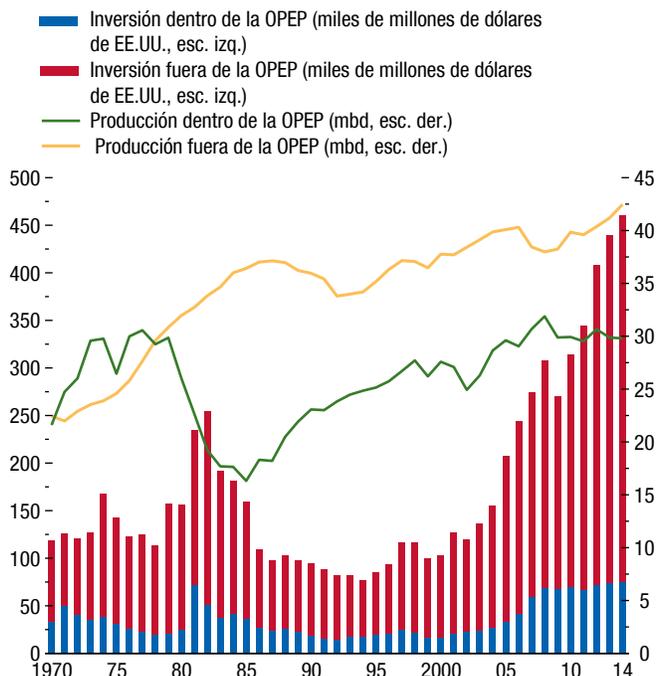
La experiencia —partiendo de la misma muestra de 41 países en el período 1970–2014— confirma la lentitud de la respuesta de la producción a la disminución de la inversión en el sector petrolero. Los resultados de una regresión simple de panel con rezagos distribuidos, que incluye la producción de petróleo como variable dependiente y la inversión petrolera como variable explicativa, llevan a pensar que una reducción de 1% de la inversión está asociada a una desviación a la baja de 0,4% de la producción respecto de la tendencia, pero recién al cabo de cinco años (gráfico 1.SE.8)¹³. No se puede interpretar con absoluta certeza que estos resultados reflejan una relación causal, pese a que los cambios de la inversión preceden naturalmente los cambios de la producción. Las implicaciones del abaratamiento del petróleo para la inversión y la producción futura ya se ven reflejadas en las expectativas de los participantes en el mercado; la curva de los futuros sobre petróleo tiene una pendiente al alza, lo cual implica que se prevén precios futuros de entrega inmediata más altos. La AIE también revisó a la baja su pronóstico de la producción de petróleo fuera de la OPEP —como resultado del menor aumento del gasto de capital— en su último informe sobre el mercado petrolero a mediano plazo (AIE, 2015), a pesar de que no se esperan cambios sustanciales de la producción futura hasta dentro de unos años. A corto plazo, la AIE revisó al alza su pronóstico de producción para 2015; sin embargo, se prevé que el aumento de la producción se desacelere notablemente en América del Norte.

La producción de los miembros de la OPEP y en particular de Arabia Saudita —el mayor productor de

¹²Anderson, Kellogg y Salant (2014) documentan empíricamente que las variaciones de los precios del petróleo afectan a los incentivos de los productores en el margen extensivo, no en el margen intensivo. En otras palabras, las variaciones de los precios del petróleo afectan a los gastos de exploración y la decisión de invertir en nuevos campos, pero no influyen sustancialmente en la producción de los campos que ya están en operación. Para explicar estos hechos, Anderson, Kellogg y Salant (2014) reformulan el modelo clásico de Hotelling (1931) de la extracción de recursos no renovables como un problema de perforación: las empresas deciden cuándo perforar, pero la producción de los pozos existentes está limitada por la presión de los yacimientos, que disminuye a medida que se extrae el petróleo. El modelo incorpora una regla de Hotelling modificada para calcular el ingreso generado por la perforación descontados los costos, y explica por qué la producción por lo general está restringida.

¹³Estas estimaciones implican que la contracción de la inversión provocada por el retroceso de los precios del petróleo en el pronóstico de base del informe WEO estaría asociada a una disminución de 4,4% de la producción respecto de la tendencia a lo largo de tres años y de más de 10% a lo largo de cinco años.

Gráfico 1.SE.9. Producción e inversión petrolera dentro y fuera de la OPEP

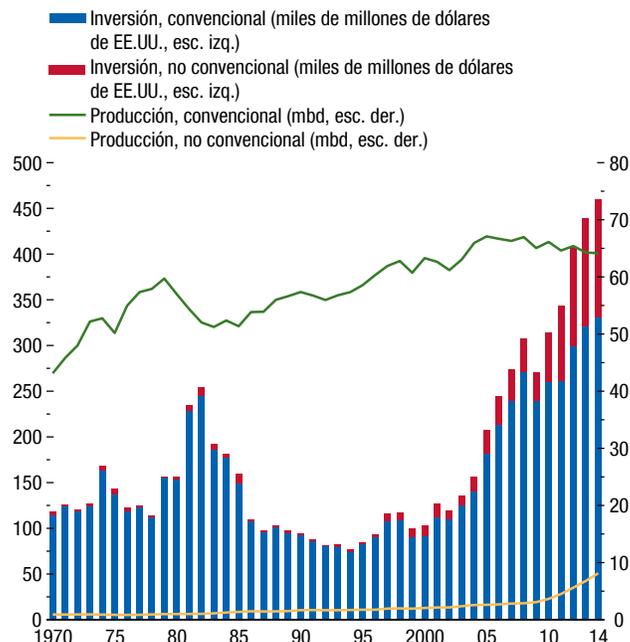


Fuentes: Estudios y análisis de Rystad Energy y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: mbd = millones de barriles diarios; OPEP = Organización de Países Exportadores de Petróleo.

petróleo dentro de la OPEP— también está guiada por factores estratégicos. La OPEP ha buscado explícitamente influir en los precios del petróleo, lo cual sugiere que el mercado del petróleo no es un mercado totalmente competitivo en el cual los productores son atomísticos y dan los precios por sentado. Por ejemplo, ante el aumento de la producción fuera de la OPEP en la década de 1980, Arabia Saudita redujo significativamente la propia durante varios años (gráfico 1.SE.9). Esos recortes de la producción no bastaron para frenar la caída de los precios del petróleo, y Arabia Saudita cambió de dirección en 1986, haciendo bajar los precios aún más (véase Gately, 1986). Algo similar parece haber ocurrido con el aumento de la producción de petróleo no convencional en América del Norte (gráfico 1.SE.10). En los últimos meses, Arabia Saudita ha declarado abiertamente que no recortará la producción frente a la creciente producción de los países que no pertenecen a la OPEP —lo cual a su vez acelera la caída de los precios del petróleo— a pesar de las presiones ejercidas por otros miembros de la OPEP. Algunos analistas sostienen que esta estrategia pretende

Gráfico 1.SE.10. Producción e inversión de petróleo convencional y no convencional

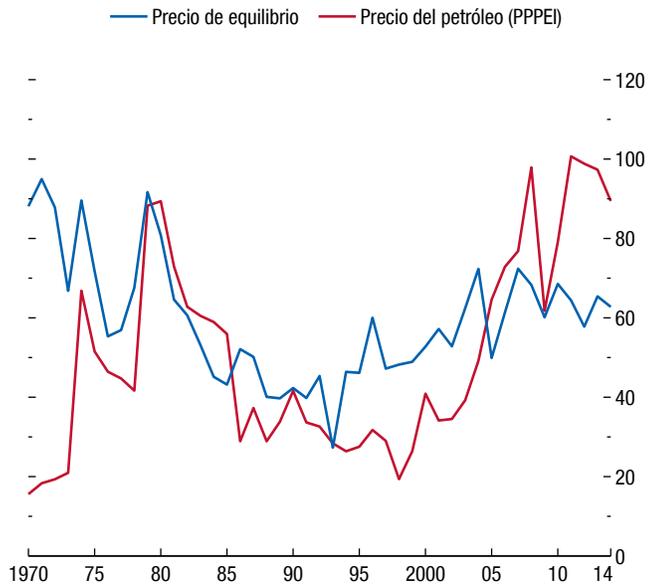


Fuentes: Estudios y análisis de Rystad Energy y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: mbd = millones de barriles diarios.

eliminar del mercado las actividades de extracción de petróleo que son relativamente más costosas. Como se señala más adelante, la producción estadounidense de petróleo se verá afectada en cierta medida por los precios del petróleo a los niveles actuales más bajos, pero no tanto como cierta producción fuera de la OPEP.

Existe la posibilidad de que la producción de petróleo responda con más rapidez que en el pasado a la baja de los precios. La evolución de los precios de equilibrio mundiales —es decir, los precios del petróleo a los cuales es rentable proceder a la extracción— muestra que en la década de 2000 los precios estuvieron muy por encima de los precios de equilibrio hasta el colapso reciente, cuando algunos campos dejaron de ser rentables (gráfico 1.SE.11). A pesar de los costos relativamente elevados del desmantelamiento, la considerable diferencia que ha surgido entre los precios actuales (aproximadamente US\$52 el barril en marzo de 2015) y los precios de equilibrio del petróleo terminará conduciendo al cierre de la producción en algunos campos que ya no reeditúan. Naturalmente, las medidas activas de reducción de costos y otras que aumenten la eficiencia —como la consolidación de

Gráfico 1.SE.11. Evolución de los precios de equilibrio
(Dólares de EE.UU. el barril, al valor constante de 2010)



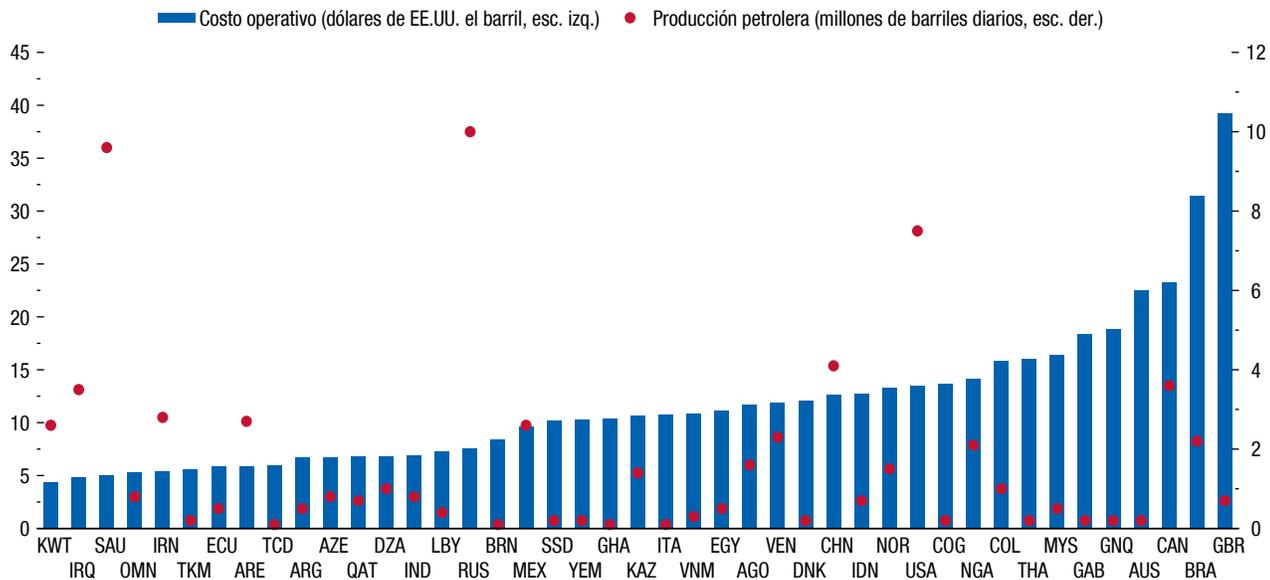
Fuentes: FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios; estudios y análisis de Rystad Energy, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: PPPEI = precio promedio del petróleo de entrega inmediata. Promedio de las variedades U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate, con idéntica ponderación.

la industria petrolera— limitarán el efecto de la caída de los precios del petróleo en la inversión petrolera y, a su vez, en la producción de petróleo. Además, es probable que los costos promedio de producción del petróleo de esquisto, que han estado alimentando el aumento de la producción mundial, se acerquen ahora a los costos marginales porque las tasas de agotamiento de estos campos tienden a ser más altas que en el caso del petróleo convencional. La distribución espacial de los costos de explotación por barril sugiere que Canadá, el Mar del Norte y el Reino Unido están entre los lugares donde es más costoso explotar campos petrolíferos (gráfico 1.SE.12)¹⁴. En consecuencia, el derrumbe de los precios del petróleo afectará antes y con más intensidad a la producción en esos sitios. Un estudio detallado de la estructura de costos asociada a la producción estadounidense de petróleo de esquisto lleva a pensar que la producción de petróleo de esquisto ha experimentado rápidos aumentos de la eficiencia, teniendo en cuenta que no está relativamente tan adentrada en el ciclo de inversión. Las proyecciones de Rystad muestran que la caída de los precios del petróleo

¹⁴La producción de petróleo de esquisto en Estados Unidos parece resistir mejor el abaratamiento del petróleo, habida cuenta de los crecientes aumentos de la eficiencia. Sin embargo, las tasas de rendimiento serán significativamente más bajas, y algunas empresas sumamente apalancadas que no se protegieron de la caída de los precios ya sufren problemas financieros y vienen recortando significativamente el gasto de capital y despidiendo a un número considerable de trabajadores.

Gráfico 1.SE.12. Producción petrolera y costos operativos por país



Fuentes: Estudios y análisis de Rystad Energy 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).

Recuadro 1.1. Colapso de los precios del petróleo: ¿Oferta o demanda?

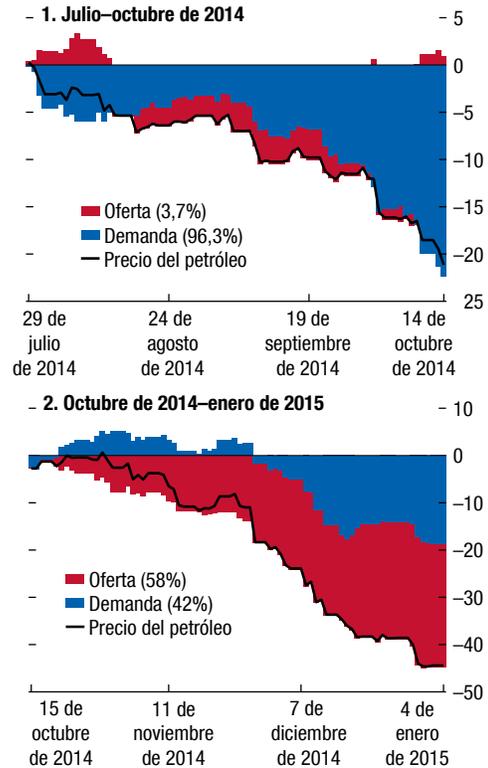
Los precios del petróleo se redujeron a la mitad entre junio y diciembre de 2014. Las implicaciones de esta disminución para la economía mundial dependen fundamentalmente de los factores de base. Si ese retroceso se debe a un aumento de la oferta de petróleo, estimulará el crecimiento mundial a través de varios canales, entre los que se destaca el aumento de los ingresos reales de los consumidores de petróleo. Sin embargo, si se debe a una contracción de la actividad económica, no es más que un síntoma del debilitamiento de la demanda mundial.

No es fácil determinar cuáles son los shocks que están detrás de esta disminución. El petróleo crudo es un bien almacenable y, como tal, un activo real: su precio corriente depende no solo de las condiciones de oferta y demanda imperantes, sino también de las expectativas en torno a las condiciones del mercado. Estas expectativas dependen, a su vez, de numerosos factores, como el panorama económico mundial, pero también influyen en las perspectivas (por ejemplo, el pesimismo sobre la oferta futura de petróleo haría subir los precios y, por lo tanto, enfriaría la actividad). Este recuadro analiza dos métodos útiles para desenmarañar los shocks de la oferta y la demanda que estuvieron detrás del colapso de los precios del petróleo ocurrido en 2014. Como la identificación de los shocks depende del modelo de base, los dos conjuntos de resultados no hacen una evaluación cuantitativa precisa, sino que trazan un panorama amplio de los factores que probablemente hayan contribuido al colapso de los precios del petróleo.

El primer método desanuda los shocks de la oferta y la demanda de petróleo examinando el comovimiento de los precios del petróleo y los precios de las acciones. Específicamente, estima un modelo de autorregresión vectorial (VAR, por sus siglas en inglés) alimentado con datos diarios sobre los precios del petróleo (concretamente, los precios de la variedad Brent de petróleo crudo) y los precios de acciones internacionales (Morgan Stanley Capital International [MSCI] All Country World Index) entre el 2 de enero de 1991 y el 5 de enero de 2015. Los shocks de la demanda y la oferta de petróleo se identifican suponiendo que un shock de la demanda positivo (negativo) está asociado a un aumento (una disminución) de los precios tanto de las acciones como del petróleo, en tanto que un shock de la oferta produce el efecto contrario en los precios del petróleo y de las acciones: el aumento (la disminución) de la oferta de petróleo hace

Los autores de este recuadro son Samya Beidas-Strom y Carolina Osorio Buitron.

Gráfico 1.1.1. Factores que impulsan los precios del petróleo: Modelo de dos variables diarias, julio de 2014–enero de 2015
(Variación porcentual acumulada de los precios del petróleo en valores logarítmicos)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

bajar (subir) los precios del petróleo y hace subir (bajar) los precios de las acciones¹.

Los resultados indican que el marcado descenso de los precios del petróleo observado desde mediados de 2014 es consecuencia tanto de la oferta como de la demanda, y que la contribución relativa de estos factores va cambiando a lo largo del tiempo. Mientras que la caída de los precios del petróleo entre julio y mediados de octubre de 2014 puede explicarse mayormente en términos de la debilidad de la demanda (gráfico 1.1.1, panel 1), el aumento de la oferta de petróleo fue el factor que más contribuyó entre mediados de octubre de 2014 y comienzos de enero de 2015, ya que fue la causa de alrededor de

¹La metodología de identificación a través de restricciones de signos contemporáneas es la de Matheson y Stavrev (2014).

Recuadro 1.1 (continuación)

64% de la caída de los precios del petróleo durante ese período (gráfico 1.1.1, panel 2)².

Un vistazo a otros episodios revela que el colapso de los precios del petróleo durante la crisis financiera internacional es atribuible mayormente a shocks de la demanda (gráfico 1.1.2, panel 1), en tanto que el colapso de 1986 se debió más que nada a shocks de la oferta (gráfico 1.1.2, panel 2)³. Esta diferencia concuerda con el hecho de que en el episodio de 1986 los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) decidieron incrementar la producción para aumentar su cuota de mercado (Gately 1986).

El segundo método se basa en un modelo VAR estructural del mercado mundial de petróleo, estimado con datos trimestrales de 1985 a 2014. Incluye cuatro variables: producción industrial mundial (representativa de las condiciones de la demanda mundial), producción mundial de petróleo, existencias de petróleo de los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), y precio real del petróleo⁴. El método de identificación es parecido al del método anterior, con más restricciones⁵. Los precios y la demanda mundial se mueven juntos cuando los shocks afectan a la demanda, y en sentido opuesto cuando se

²Las estimaciones basadas en otro índice de precios de acciones —el índice MSCI World de las economías avanzadas— prácticamente no muestran cambios respecto del índice de referencia. Las contribuciones relativas de los factores vinculados a la oferta y a la demanda cambian ligeramente si se usan los precios de las acciones en Estados Unidos (Standard & Poor's [S&P] 500) para captar los shocks de la demanda de petróleo, pero los resultados son cualitativamente parecidos. Los resultados se mantienen firmes también si se excluyen las acciones de empresas energéticas. Las fluctuaciones de los precios de las acciones de empresas energéticas no están necesariamente relacionadas con shocks de la demanda del mercado del petróleo, dado que pueden reflejar cambios de las expectativas en torno a la rentabilidad de las empresas del sector. Por ende, la identificación es más precisa si se centra en los precios de las acciones fuera del sector estadounidense de la energía (se utilizan estos precios debido a la falta de datos sectoriales sobre los precios de acciones internacionales). Los resultados son muy parecidos a los obtenidos con el S&P 500.

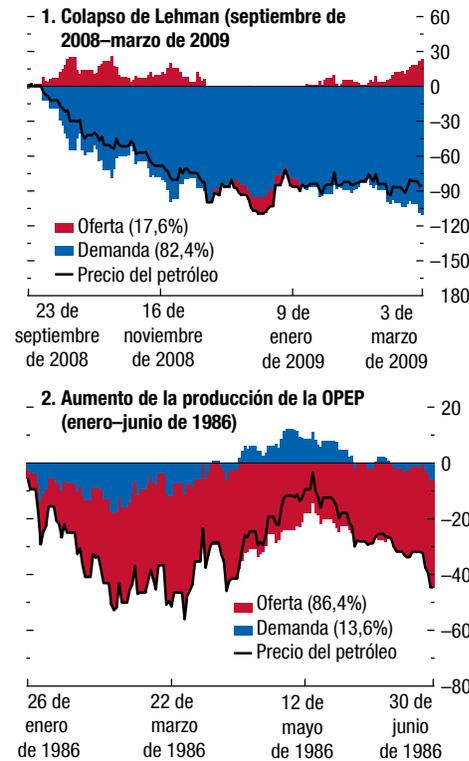
³El episodio de 1986 se basa en estimaciones del modelo realizadas usando el índice MSCI World, sobre el que se dispone de datos con anterioridad a 1991.

⁴El precio real del petróleo se define aquí como el costo de adquisición del petróleo crudo importado por refinerías estadounidenses, declarado por la Agencia Estadounidense de Información Energética.

⁵El método de identificación se basa en restricciones de signos y sigue a Kilian y Murphy (2014). Los resultados de la VAR son estimaciones actualizadas de la especificación del modelo VAR de Beidas-Strom y Pescatori (2014). Cashin et al. (2014) describen otros métodos que emplean un modelo de autorregresión vectorial mundial (GVAR, por sus siglas en inglés).

Gráfico 1.1.2. Factores que impulsan los precios del petróleo: Modelo de dos variables diarias, 1986 y 2008

(Variación porcentual acumulada de los precios del petróleo en valores logarítmicos)



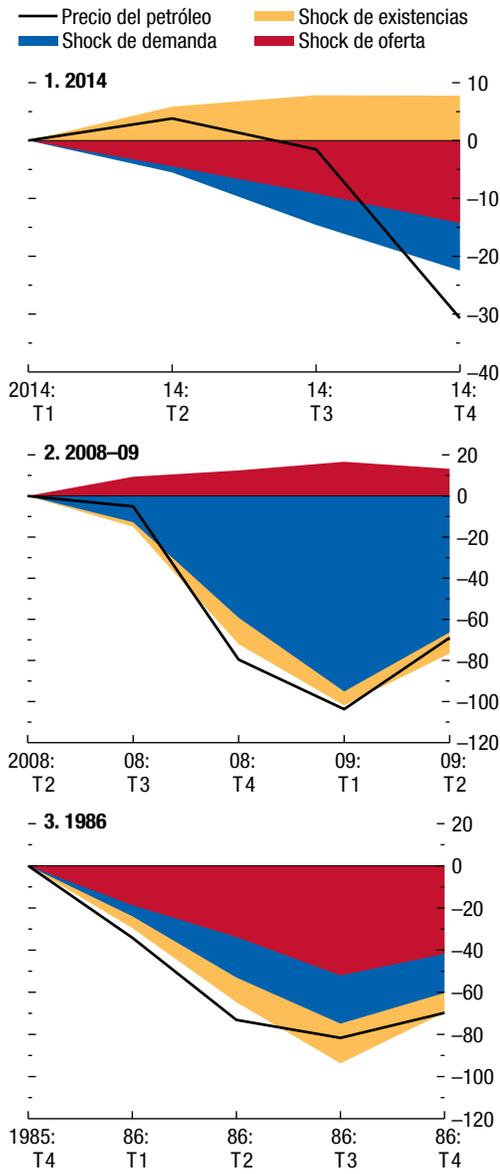
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: OPEC = Organización de Países Exportadores de Petróleo.

producen shocks de la oferta. Además, si la demanda de existencias aumenta (por ejemplo, debido a motivos precautorios), los precios del petróleo, las existencias y la oferta de petróleo se mueven juntos, en tanto que la demanda mundial se mueve en sentido contrario.

Los resultados llevan a pensar que los movimientos sorpresivos —contemporáneos y pasados— de la oferta y la demanda explican aproximadamente dos terceras partes de la caída de los precios del petróleo ocurrida entre el segundo y el cuarto trimestres de 2014, siendo la oferta responsable de una parte más grande de esos dos tercios (gráfico 1.1.3, panel 1). Los shocks de la demanda de existencias no parecen explicar la caída de los precios durante ese período. Más bien, un shock positivo de la demanda de existencias explica gran parte del aumento efectivo observado de los precios del petróleo

Recuadro 1.1 (continuación)

Gráfico 1.1.3. Factores que impulsan los precios del petróleo: Modelo de cuatro variables trimestrales
(Variación porcentual acumulada de la desviación logarítmica respecto del precio medio del petróleo)^{1,2}



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
¹En base a un modelo de autorregresión vectorial estructural (SVAR) de signo restringido que capta la función mediana de respuesta a un impulso correspondiente a la descomposición histórica.
²La diferencia entre la desviación del precio del petróleo y los shocks de identificación es un shock residual no identificado.

en el segundo trimestre de 2014, plausiblemente como resultado del recrudescimiento de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y otras partes del mundo en esa época. Esos shocks positivos de la demanda de existencias persistió el resto del año, neutralizando en parte los efectos negativos de otros shocks en los precios.

El sustancial componente inexplicado (un shock residual del modelo) durante 2014 concuerda con la opinión de que el colapso de los precios del petróleo fue en parte producto de cambios previstos en los fundamentos del mercado del petróleo. El modelo no capta esas expectativas si implican cambios de los patrones respecto de los captados por datos pasados⁶.

Las descomposiciones de los shocks en episodios pasados de caídas de los precios del petróleo basadas en el segundo método concuerdan con los relatos convencionales. Específicamente, el modelo determina que los shocks positivos de la oferta son el factor principal que explica la caída de los precios del petróleo en 1986, y los shocks de la demanda son el factor principal que explica el colapso de los precios ocurrido a lo largo de 2008 y comienzos de 2009 (gráfico 1.1.3, paneles 2 y 3).

En suma, los resultados de los dos métodos indican que hubo factores vinculados tanto a la oferta como a la demanda que influyeron en el colapso de los precios del petróleo en 2014. Asimismo, sugieren que las actuales condiciones del mercado no explican esa caída en su totalidad. De hecho, Baumeister y Kilian (2015) recalcan las contribuciones de sucesos específicos del mercado petrolero ocurridos antes de junio de 2014 al colapso de los precios del petróleo, en tanto que el segundo método presentado aquí sugeriría que también influyeron los cambios de las expectativas. Es difícil separar los factores vinculados a la oferta y a la demanda dentro de las expectativas, pero las revisiones recientes de las perspectivas de crecimiento mundial de 2015–20 parecen demasiado pequeñas por sí solas para justificar un papel predominante de la demanda en esos cambios de las expectativas. Las estimaciones regulares de la relación elasticidades-precio de la oferta y la demanda a corto y mediano plazo habrían requerido revisiones más profundas de las perspectivas de crecimiento.

⁶Entre otros factores, la escalada de la producción de petróleo de esquisto y de areniscas compactas en América del Norte, el cambio de la función de oferta de la OPEP y el consecuente régimen de precios del petróleo, las expectativas de trastornos de la producción, las tecnologías de reemplazo que reducen la intensidad petrolera, y las variaciones de las tasas de interés reales mundiales no son totalmente predecibles aplicando a los datos patrones que se emplearon en el pasado. Para más detalles, véase Beidas-Strom y Pescatori (2014).

Recuadro 1.2. El papel de los factores cíclicos y estructurales en la desaceleración del comercio mundial

El comercio mundial crece con debilidad desde la crisis financiera internacional, a excepción de un primer repunte en 2010 (gráfico 1.2.1). La anemia del crecimiento económico durante este período, especialmente en las economías avanzadas, está ampliamente considerada como un factor explicativo crítico. De hecho, los errores de pronóstico del crecimiento del comercio mundial y del PIB mundial están sumamente correlacionados. No obstante, el coeficiente crecimiento del comercio/crecimiento del PIB —la llamada elasticidad-ingreso del comercio internacional— también está en baja. De hecho, esta tendencia comenzó antes de la crisis; la elasticidad-ingreso del comercio internacional fue ligeramente superior a 2 en 1986–2000, pero apenas alcanzó 1,3 en 2001–14.

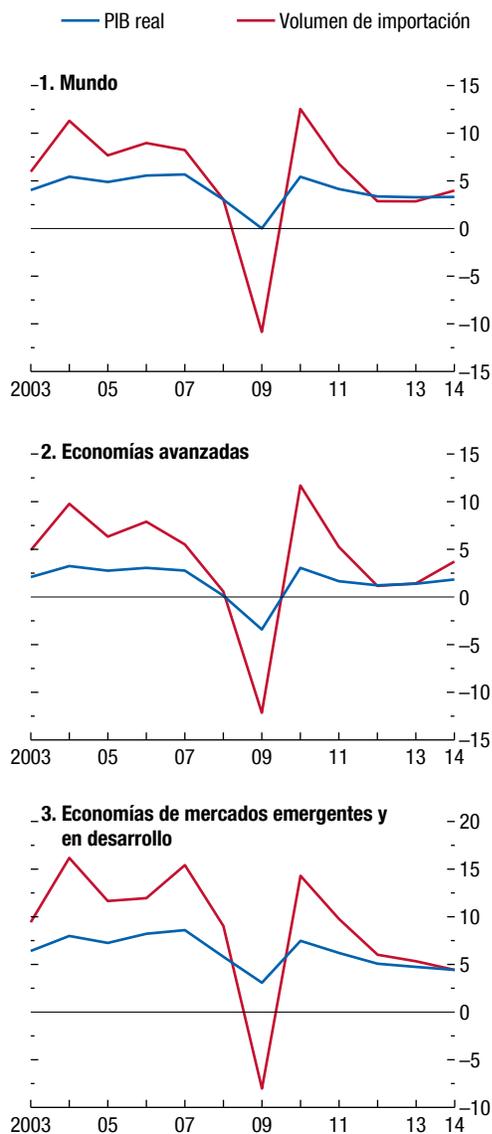
Este recuadro pretende aclarar los factores que contribuyen a la desaceleración del comercio exterior analizando factores cíclicos —ocurridos en 2012–14—, así como factores estructurales desde una perspectiva a más largo plazo. Es importante cuantificar las contribuciones de estos factores para poder comprender las perspectivas del comercio mundial cuando se afiance el crecimiento mundial, tal como está actualmente previsto.

Factores cíclicos

Durante la crisis financiera internacional se observaron contracciones del producto sumamente sincronizadas entre las economías avanzadas. Las contracciones fueron más marcadas en las economías deficitarias en las que el ajuste externo fue consecuencia de recortes del gasto, como lo muestra el capítulo 4 de la edición de octubre de 2014 de *Perspectivas de la economía mundial*. El colapso de la demanda y el producto internos en estas economías deficitarias produjo una contracción de las importaciones.

Para cuantificar el impacto de la debilidad de la demanda en las importaciones, se emplea un modelo econométrico estándar que vincula los volúmenes con el PIB de cada país, usando datos de un panel de 18 miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) hasta el segundo trimestre de 2014¹. El gráfico 1.2.2 muestra los volúmenes efectivos de comercio internacional, las predicciones del

Gráfico 1.2.1. Aumento del PIB real y del volumen de importación (Porcentaje)



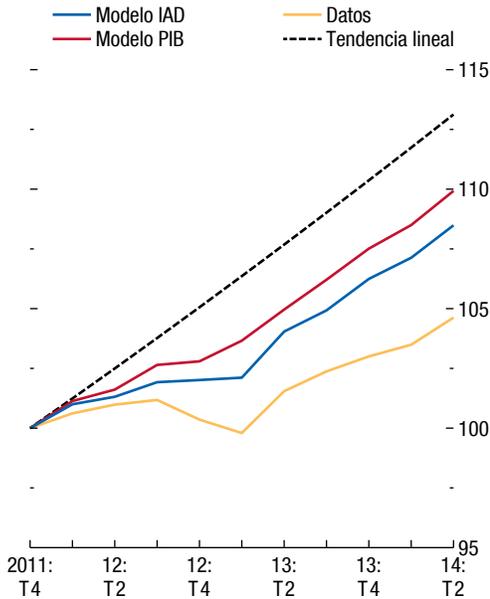
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Los autores de este recuadro son Emine Boz y Michele Ruta.

¹El modelo estimado es $\Delta \ln(M_{c,t}) = \delta_c + \beta_D \Delta \ln(D_{c,t}) + \beta_P \Delta \ln(P_{c,t}) + \epsilon_{c,t}$, donde $M_{c,t}$, $D_{c,t}$ y $P_{c,t}$ denotan la importación real, la demanda agregada real y los precios relativos de importación, respectivamente. La demanda agregada se mide usando el PIB en esta ecuación de importación empírica estándar.

Recuadro 1.2 (continuación)

Gráfico 1.2.2. Volúmenes acumulados de importación: Datos, modelo y tendencia lineal
(Índice, 2011:T4 = 100)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: IAD = demanda ajustada según la intensidad de importación.

modelo y las predicciones de una tendencia lineal. Si la fecha de la reciente desaceleración del comercio exterior se fija a fines de 2011, el crecimiento real acumulado de la importación asciende a 4,6%. La tendencia lineal ajustada al período 1985–2014 predice un crecimiento real acumulado de la importación de 13,2%, casi el triple de lo observado en los datos. El modelo estándar de la importación explica poco más de un tercio de la desaceleración: predice un crecimiento acumulado de la importación de 10% en el mismo período.

Además de la debilidad de la actividad económica y la lentitud del crecimiento del comercio mundial, los últimos años también se han caracterizado por la anemia de la inversión. Las desaceleraciones del crecimiento de la importación y del crecimiento de la inversión y la exportación podrían estar conectadas. Como la inversión y la exportación suelen tener un elevado componente de importación, la contracción de

la demanda de esos elementos de gasto puede producir una contracción de la demanda de importaciones.

Bussière *et al.* (2013) construyen un indicador de la *demanda ajustada según la intensidad de importación* (IAD, por sus siglas en inglés) que pondera los componentes del PIB de acuerdo con su intensidad de insumo-producto². Como lo muestra el gráfico 1.2.2, el modelo IAD, que tiene en cuenta no solo la debilidad de la demanda sino también una recomposición del gasto hacia componentes con menor intensidad de importación, predice un aumento de la importación de 8,6% en 2012–14; o sea, alrededor de la mitad de la brecha entre el crecimiento observado de la importación y lo que implica la tendencia lineal. Por ende, la recomposición contribuyó por sí sola 1,4 puntos porcentuales a la desaceleración, una magnitud significativa teniendo en cuenta que las importaciones aumentaron apenas 4,6% en ese período. No obstante, alrededor de la mitad de la desaceleración de las importaciones dentro de la OCDE registrada durante los tres últimos años aún no tiene explicación; por lo tanto, el análisis pasa a los factores estructurales.

Factores estructurales

Aunque los factores cíclicos explican parte de la desaceleración del comercio mundial, también puede estar en juego la cambiante relación a largo plazo entre el comercio mundial y el PIB. La tasa de crecimiento de los volúmenes de comercio mundial fue aproximadamente el doble de la tasa de crecimiento del ingreso real, representada generalmente por el crecimiento del PIB real mundial en 1986–2000. Este período, conocido como la “larga década de 1990”, parece haber sido excepcional comparado con los que lo precedieron y le siguieron, cuando los volúmenes de comercio internacional crecieron a un ritmo apenas ligeramente mayor que el PIB real.

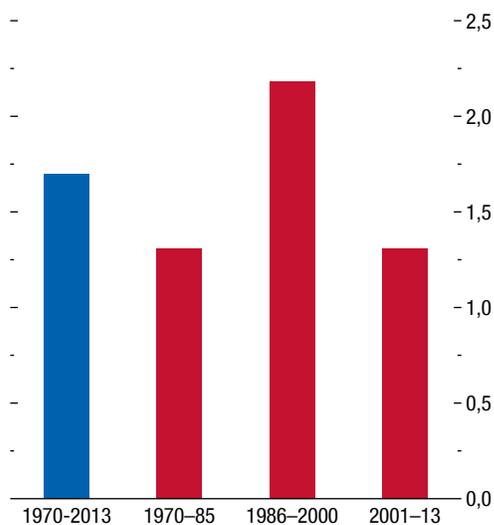
Aquí, la relación entre el comercio exterior y el ingreso se examina usando un modelo con corrección de errores para estimar la elasticidad-ingreso del comercio exterior a largo plazo (elasticidad del comercio)³.

²Boz, Bussière y Marsilli (2014) utilizan este método para aislar el papel que desempeñó la recomposición de la demanda agregada en el período reciente de débil crecimiento del comercio. La demanda ajustada según la intensidad de importación se define formalmente como $\ln(IAD_t) = \omega_{C,t} \ln(C_t) + \omega_{G,t} \ln(G_t) + \omega_{I,t} \ln(I_t) + \omega_{X,t} \ln(X_t)$, siendo ω la ponderación que capta el contenido de importación del correspondiente componente del gasto de la demanda final.

³Este análisis se basa en Constantinescu, Mattoo y Ruta (2015), que estima la siguiente ecuación: $\Delta \ln(M_t) = \alpha + \beta \Delta \ln(Y_t) + \gamma \ln(M_{t-1}) + \delta \ln(Y_{t-1}) + \varepsilon_t$, donde M y Y son la importación real y el

Recuadro 1.2 (continuación)

Gráfico 1.2.3. Elasticidad a largo plazo



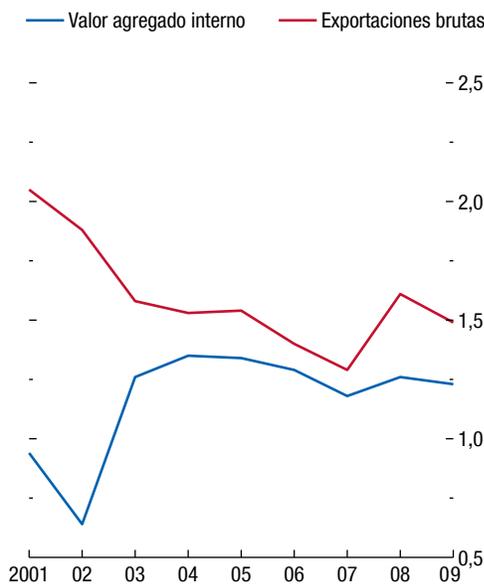
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Los resultados llevan a pensar que en 1970–2013 la elasticidad del comercio a largo plazo fue 1,7. Sin embargo, dentro de ese período, la elasticidad del comercio varió considerablemente (gráfico 1.2.3). En el período 1986–2000, un aumento de 1% del PIB real mundial estuvo asociado a un aumento de 2,2% del volumen de comercio mundial. Esta elasticidad es sustancialmente mayor que la del período precedente (1970–85) y siguiente (2001–13), que registraron una elasticidad del comercio de 1,3.

Una descomposición más fina del comercio mundial en sus componentes —manufacturas, materias primas y servicios— sugiere que la fuerza que más impulsó la pérdida de elasticidad del comercio mundial fue la disminución de la elasticidad del comercio de bienes en la década de 2000, atribuible al comercio de manufacturas. Los factores detrás de la disminución de la elasticidad del comercio, sobre todo el comercio de manufacturas, podrían ir desde el proteccionismo hasta la evolución de la estructura del comercio o la demanda agregada. Los datos presentados en este recuadro sugieren que una explicación importante

PIB real, respectivamente, y ϵ es un término de error. Este método sigue a Irwin (2002) y Escaith, Lindenberg y Miroudot (2010).

Gráfico 1.2.4. Elasticidades a largo plazo
(El eje de la abscisa indica el último año del septenio)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

son los cambios de la especialización vertical internacional. La elasticidad del comercio a largo plazo aumentó durante la larga década de 1990 a medida que la producción se fragmentó, a escala mundial, en cadenas internacionales de suministro, y disminuyó en la década de 2000 a medida que este proceso se desaceleró.

China es un buen ejemplo de estas cambiantes relaciones de producción internacional. En gran medida, la cadena de suministro de manufacturas entre China y las economías avanzadas consistió en que China importara piezas y componentes para ensamblarlos en bienes finales que se exportaban a las economías avanzadas. La cuota de importación de las piezas y los componentes utilizados en la exportación china de mercancías bajó de un máximo de 60% a mediados de la década de 1990 a aproximadamente 35% en la actualidad. Esa menor cuota de importación refleja el hecho de que las empresas chinas reemplazaron los insumos extranjeros con insumos nacionales, una determinación que corrobora la existencia de un creciente valor agregado interno en las empresas chinas (Kee y Tang 2014).

Recuadro 1.2 (continuación)

Para analizar el impacto de las cadenas internacionales de suministro de manera más sistemática, las elasticidades a largo plazo del comercio de valor agregado en función del ingreso se estiman con septenios móviles y se comparan con las del comercio internacional bruto calculado de la misma manera⁴. Intuitivamente, si la desaceleración de la expansión de las cadenas internacionales de suministro es un factor que contribuye al enfriamiento del comercio, cabría esperar que la brecha entre la elasticidad del comercio bruto y la del comercio de valor agregado se fuera cerrando a lo largo del tiempo, y que la primera convergiera hacia el valor de la segunda. El gráfico 1.2.4 muestra que las elasticidades mundiales a largo plazo del coeficiente comercio internacional bruto/PIB efectivamente disminuyeron a lo largo del

tiempo, acercándose a la elasticidad estimada —más baja y más estable— del comercio de valor agregado.

Globalmente, tanto los factores cíclicos como los estructurales parecen haber influido en la reciente desaceleración del comercio exterior. La combinación de debilidad de la actividad económica y recomposición de la demanda hacia bienes con una menor intensidad de importación puede explicar más o menos la mitad de la desaceleración observada. El enfriamiento de la expansión de las cadenas internacionales de suministro, demostrado por la menor elasticidad-ingreso a largo plazo del comercio internacional, también parece haber contribuido a la desaceleración.

Es posible que hayan estado en juego también otros factores que este recuadro no analiza. Entre ellos, cabe mencionar el enlentecimiento de la liberalización del comercio internacional y la reducción de los diferenciales entre los sueldos de las economías avanzadas y los de las de mercados emergentes. Por último, la incertidumbre en torno a la exactitud de los datos sobre el comercio internacional, sobre todo en el sector de servicios, complica la tarea de extraer conclusiones definitivas sobre la verdadera magnitud de la desaceleración del comercio internacional.

⁴Los datos sobre el valor agregado interno y el valor agregado externo en la exportación bruta a escala mundial del conjunto de datos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos—Organización Mundial del Comercio (OCDE-OMC) se remontan apenas a 1995 y abarcan determinados años. Las regresiones utilizan una serie temporal creada por Duval *et al.* (2014) para interpolar los datos de la OCDE-OMC.

Referencias

- Aastveit, Knut Are, Hilde C. Bjørnland y Leif Anders Thorsrud, “What Drives Oil Prices? Emerging versus Developed Economies”, *Journal of Applied Econometrics*, de próxima publicación.
- Agencia Internacional de Energía (AIE), 2015, *Oil: Medium-Term Oil Market Report 2015—Market Analysis and Forecasts to 2020*, París.
- Anderson, Soren T., Ryan Kellogg y Stephen W. Salant, 2014, “Hotelling under Pressure”, NBER Working Paper 20280, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Arezki, Rabah, y Olivier J. Blanchard, 2014, “Siete preguntas acerca de la caída reciente de los precios del petróleo”, iMFdirect (blog), Fondo Monetario Internacional, 22 de diciembre, <http://blog-dialogoafondo.org/?p=4751>
- Baumeister, Christiane, y Lutz Kilian, 2015, “Understanding the Decline in the Price of Oil since June 2014”, CFS Working Paper 501, Center for Financial Studies (CFS), Goethe University, Fráncfort, Alemania.
- Beidas-Strom, Samya, y Andrea Pescatori, 2014, “Oil Price Volatility and the Role of Speculation”, IMF Working Paper 14/218, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Bertola, Giuseppe, y Ricardo J. Caballero, 1994, “Irreversibility and Aggregate Investment”, *Review of Economic Studies* 61 (2): 223–46.
- Blanchard, Olivier J., y Jordi Galí, 2009, “The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why Are the 2000s So Different from the 1970s?”, en *International Dimensions of Monetary Policy*, editado por Jordi Galí y M. Gertler, 373–428 (Chicago: University of Chicago Press).
- Bloom, Nick, Stephen Bond y John Van Reenen, 2007, “Uncertainty and Investment Dynamics”, *Review of Economic Studies* 74 (2): 391–415.
- Boz, Emine, Matthieu Bussière y Clément Marsilli, 2014, “Recent Slowdown in Global Trade: Cyclical or Structural”, *VoxEU*, 12 de noviembre.
- Bussière, Matthieu, Giovanni Callegari, Fabio Ghironi, Giulia Sestieri y Norihiko Yamano, 2013, “Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008–09”, *American Economic Journal: Macroeconomics* 5 (3): 118–51.
- Cashin, Paul, Kamiar Mohaddes, Maziar Raissi y Mehdi Raissi, 2014, “The Differential Effects of Oil Demand and Supply Shocks on the Global Economy”, *Energy Economics* 44 (julio): 113–34.
- Constantinescu, Cristina, Aaditya Mattoo y Michele Ruta, 2015, “The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural?”, IMF Working Paper 15/6, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Deacon, Robert T., y Henning Bohn, 2000, “Ownership Risk, Investment, and the Use of Natural Resources”, *American Economic Review* 90 (3): 526–49.
- Duval, Romain, Kevin Cheng, Kum Hwa Oh, Richa Saraf y Dulani Seneviratne, 2014, “Trade Integration and Business Cycle Synchronization: A Reappraisal with Focus on Asia”, IMF Working Paper 14/52, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Elder, John, y Apostolos Serletis, 2010, “Oil Price Uncertainty”, *Journal of Money, Credit and Banking* 42 (6): 1137–59.
- Escaith, Hubert, Nannette Lindenberg y Sébastien Miroudot, 2010, “International Supply Chains and Trade Elasticity in Times of Global Crisis”, WTO Staff Working Paper ERS-D-2010-08, Organización Internacional del Comercio, Ginebra.
- Gately, Dermot, 1986, “Lessons from the 1986 Oil Price Collapse”, *Brookings Papers on Economic Activity* 17 (2): 237–84.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2014, *2014 Pilot External Sector Report*, Washington.
- Hamilton, James D., 2003, “What Is an Oil Shock?”, *Journal of Econometrics* 113 (2): 363–98.
- Hotelling, Harold, 1931, “The Economics of Exhaustible Resources”, *Journal of Political Economy* 39 (2): 137–75.
- Irwin, Douglas, 2002, “Long-Run Trends in World Trade and Income”, *World Trade Review* 1 (1): 89–100.
- Kee, Hiau Looi, y Heiwai Tang, 2014, “Domestic Value Added in Exports: Theory and Firm Evidence from China”, inédito, Banco Mundial, Washington.
- Kellogg, Ryan, 2014, “The Effect of Uncertainty on Investment: Evidence from Texas Oil Drilling”, *American Economic Review* 104 (6): 1698–734.
- Kilian, Lutz, 2009, “Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market”, *American Economic Review* 99 (3): 1053–69.
- , y Daniel P. Murphy, 2014, “The Role of Inventories and Speculative Trading in the Global Market for Crude Oil”, *Journal of Applied Econometrics* 29 (3): 454–78.
- Kojima, Masami, 2013, “Petroleum Product Pricing and Complementary Policies: Experience of 65 Developing Countries since 2009”, Policy Research Working Paper 6396, Banco Mundial, Washington.
- Matheson, Troy, y Emil Stavrev, 2014, “News and Monetary Shocks at a High Frequency: A Simple Approach”, *Economics Letters* 125 (2): 282–86.
- Soojin, Jo, 2014, “The Effects of Oil Price Uncertainty on Global Real Economic Activity”, *Journal of Money, Credit, and Banking* 46 (6): 1113–35.
- Timmermann, Allan, 2006, “An Evaluation of the *World Economic Outlook Forecasts*”, IMF Working Paper 06/59, Fondo Monetario Internacional, Washington.

Los pronósticos de crecimiento mundial son de 3,5% en 2015 y 3,8% en 2016, observándose perspectivas desiguales entre los principales países y regiones. El crecimiento en las economías de mercados emergentes se está enfriando, debido a un ajuste ante las perspectivas más moderadas de crecimiento a mediano plazo y a una disminución de los ingresos derivados de las exportaciones de materias primas, así como a factores específicos de cada país. Las perspectivas para las economías avanzadas dan señales de mejora, debido al estímulo que recibe el ingreso disponible gracias al abaratamiento de los precios del petróleo, el continuo apoyo de la orientación acomodaticia de la política monetaria y un ajuste fiscal más moderado. La distribución de los riesgos a los que está expuesto el crecimiento mundial a corto plazo es ahora más equilibrada que en octubre de 2014, pero aún se inclina a la baja. El descenso de los precios del petróleo podría impulsar la actividad más de lo previsto. Las tensiones geopolíticas siguen planteando amenazas, y no se han disipado los riesgos de movimientos perturbadores en los precios de los activos. En algunas economías avanzadas, la inflación continuamente baja o la deflación también entrañan riesgos para la actividad.

Durante la crisis financiera mundial y en los años posteriores, los principales shocks mundiales —la crisis de las hipotecas de alto riesgo y Lehman Brothers en 2008–09 y la crisis de la zona del euro en 2011–12— tuvieron repercusiones similares en todas las regiones, si bien en distinta medida. No obstante, las fuerzas que actualmente determinan las perspectivas mundiales —en especial el descenso de los precios del petróleo y las materias primas— son de naturaleza más redistributiva: benefician a algunas regiones y perjudican a otras (gráfico 2.1). Las divergencias de crecimiento entre las principales economías, y los consiguientes ajustes cambiarios y de tasas de interés, repercuten de forma dispar en las distintas regiones. Estas fuerzas son el telón de fondo de las perspectivas regionales que se analizan en este capítulo:

- La fuerte caída experimentada recientemente por los precios del petróleo (y, en menor medida, por los precios de las materias primas) ha sido en términos

netos un factor positivo para la economía mundial y las regiones importadoras de dichos productos, pero un lastre para los países exportadores de materias primas de América Latina y el Caribe, la Comunidad de Estados Independientes, Oriente Medio y Norte de África, y África subsahariana.

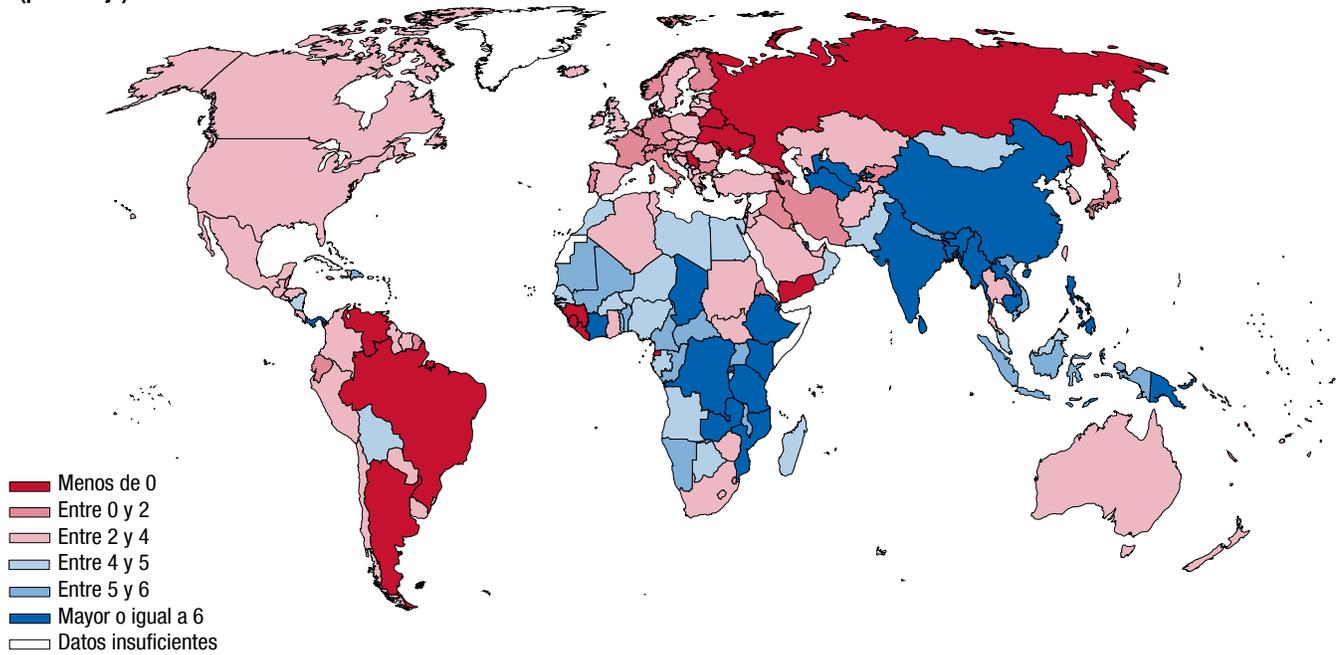
- Las trayectorias divergentes de las principales economías —crecimiento sólido en Estados Unidos, la recuperación más débil que está en curso en la zona del euro y Japón y desaceleración del crecimiento en China— también tienen repercusiones distintas según la región y el país: impulsan a las regiones que presentan fuertes vínculos comerciales con Estados Unidos pero perjudican a las que están relacionadas más estrechamente con las otras economías principales.
- El fortalecimiento del dólar de EE.UU. y el debilitamiento del euro y el yen también tienen efectos redistributivos. Obviamente, son un buen estímulo para la floja recuperación en Japón y la zona del euro, así como un viento en contra (si bien manejable por el momento) para la recuperación en Estados Unidos. No obstante, también generan tensiones entre estabilidad financiera y competitividad en las regiones y países que en los últimos años han registrado un incremento del endeudamiento denominado en dólares.

Estados Unidos y Canadá: Una recuperación sólida

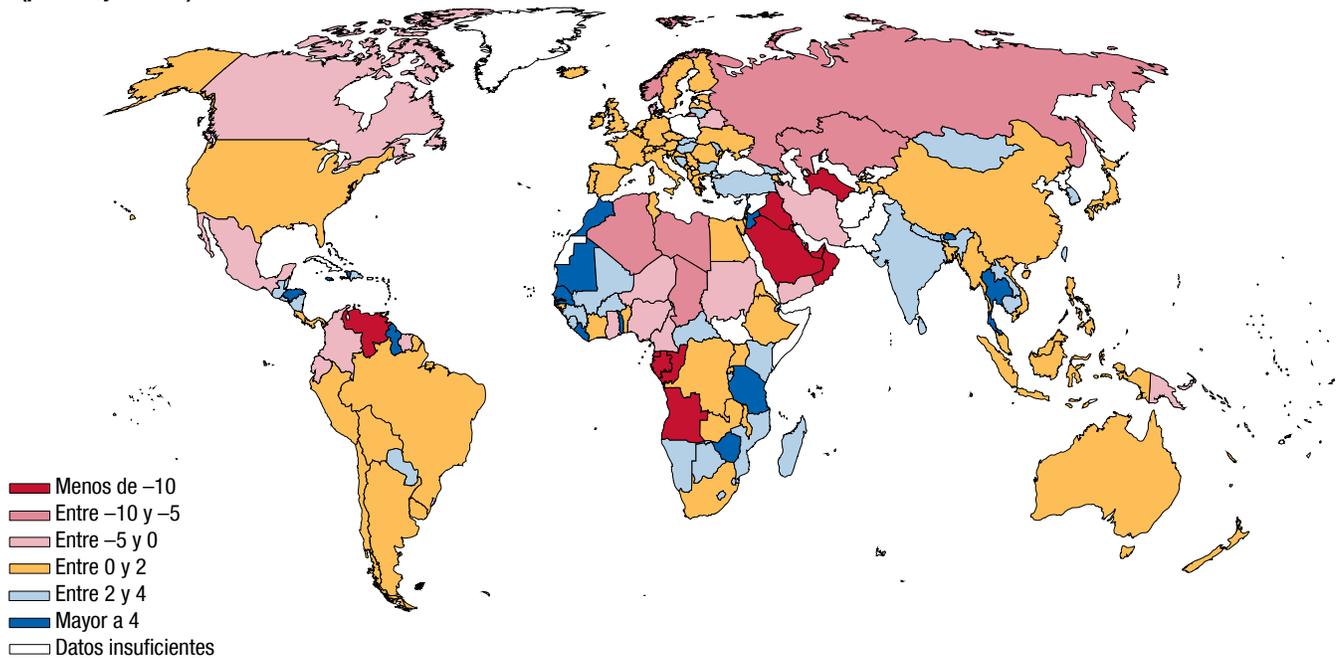
El crecimiento se mantiene sólido en Estados Unidos y Canadá. Sin embargo, si bien el descenso de los precios de la energía ha impulsado el crecimiento en Estados Unidos, dicho descenso plantea riesgos para la economía canadiense en vista del tamaño relativamente grande de su sector energético. En Estados Unidos, los mercados laborales y la confianza de las empresas y los consumidores han mostrado una sólida mejora. Asimismo, por ahora, la economía ha resistido el debilitamiento de las condiciones externas y el fortalecimiento del dólar. El reto principal al que ahora deberán hacer frente las políticas es lograr una normalización fluida de la política monetaria. Además, seguirá siendo un desafío generar consenso político en torno a una consolidación fiscal a mediano plazo y reformas

Gráfico 2.1. Proyecciones de crecimiento del PIB en 2015 y los efectos de un shock de la oferta de petróleo

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



**2. Saldo comercial del petróleo, efectos de los precios puros²
(porcentaje del PIB)**



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Se excluye Siria debido a la incertidumbre de la situación política.

²El mapa muestra el impacto que tiene en la balanza comercial del petróleo (como porcentaje del PIB) la disminución proyectada de los precios del petróleo en 2015 en relación con el supuesto de precios del petróleo en el que se basaban las proyecciones de octubre de 2014 del informe WEO. Los cálculos parten del supuesto de que no ha habido variaciones en el volumen de importaciones y exportaciones de petróleo con respecto a las proyecciones de octubre.

por el lado de la oferta que estén encaminadas a impulsar el crecimiento a mediano plazo; entre dichas medidas cabe mencionar la simplificación del sistema tributario, la inversión en infraestructura y capital humano y la reforma de la política de inmigración. En Canadá, el mantenimiento de una política monetaria acomodaticia y una consolidación fiscal gradual ayudarían a alcanzar un crecimiento más equilibrado y de base más amplia.

En Estados Unidos, el crecimiento ha sido vigoroso, con un promedio anualizado de 3,9% en los tres últimos trimestres de 2014. El consumo —el motor principal del crecimiento— se ha visto beneficiado por la continua creación de empleo y el crecimiento del ingreso, el nivel bajo de los precios del petróleo y la mejora de la confianza de los consumidores. La tasa de desempleo se situó en 5,5% en febrero, 1,2 puntos porcentuales por debajo del nivel que registraba hace un año (gráfico 2.2). En general, la inversión no residencial ha respaldado el crecimiento, aunque el descenso de los precios del petróleo ha afectado negativamente a la inversión en el sector energético.

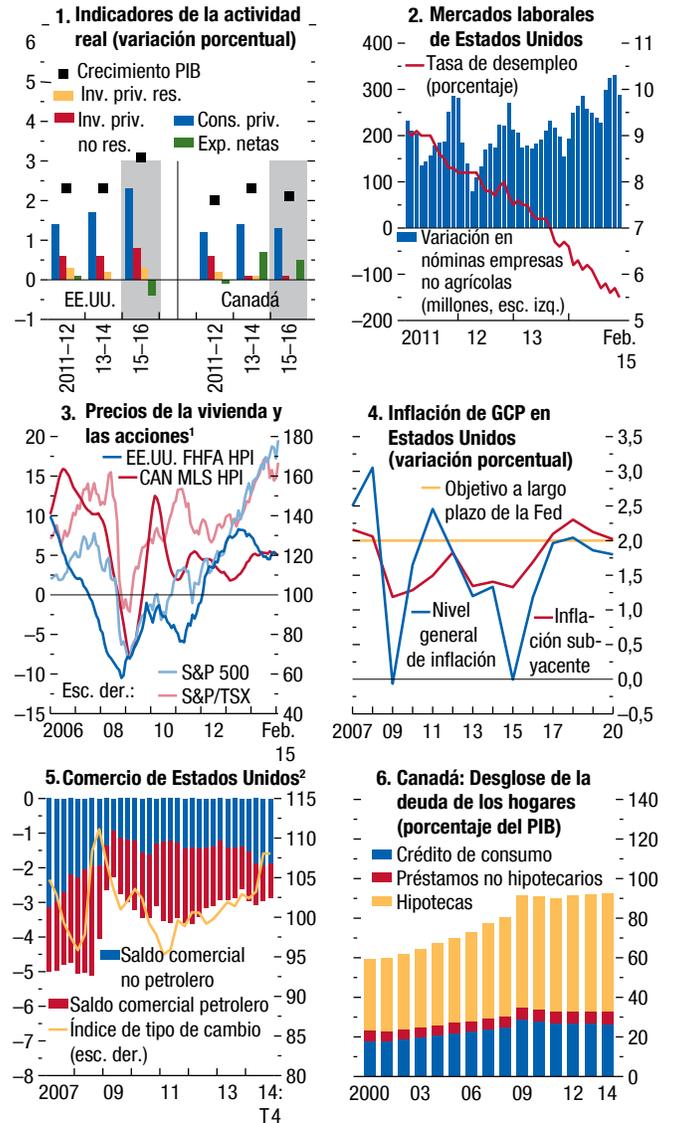
A pesar de la recuperación, hay pocos indicios de presiones significativas sobre los precios y los salarios. En febrero, el principal índice de precios del gasto de consumo personal fue solo 1,4% superior al del año anterior, y el nivel general de inflación fue todavía menor, de 0,2%, lo que refleja en gran medida la caída de los precios de la energía. Los salarios reales crecieron menos de 1% en 2014, a pesar del fortalecimiento constante del mercado laboral.

La Reserva Federal puso fin a su compra de activos en octubre de 2014, y para el tercer trimestre de este año se espera el despegue de las tasas de interés de política monetaria con respecto al límite cero. De todos modos, se prevé que las tasas de política monetaria solo aumenten con lentitud. La Reserva Federal ha hecho saber claramente que el momento elegido para ese despegue dependerá de los avances registrados en la consecución de sus objetivos de pleno empleo e inflación de 2%. Las tasas de interés a largo plazo han seguido disminuyendo, principalmente debido a la mayor debilidad de las condiciones externas, el exceso de la demanda de activos seguros y las expectativas de que el dólar se fortalezca.

Las condiciones siguen siendo aptas para una sólida evolución económica en Estados Unidos. El nivel notablemente bajo de los precios de la energía, una inflación controlada, la orientación acomodaticia de la política monetaria, las condiciones financieras

Gráfico 2.2. Estados Unidos y Canadá: Una recuperación sólida

En Estados Unidos el crecimiento subyacente es sólido. El consumo crece a buen ritmo porque los mercados laborales han registrado fuertes mejoras, pero la recuperación de la inversión sigue teniendo un margen de mejora considerable. Las presiones sobre salarios y precios siguen siendo moderadas, en parte debido al descenso de los precios de la energía. En Canadá, el crecimiento se desaceleró en el primer trimestre de 2014, pero repuntó con fuerza en los dos trimestres siguientes, y las exportaciones se beneficiaron de la recuperación en Estados Unidos y el debilitamiento de la moneda. Los riesgos del mercado de la vivienda y los efectos derivados del shock del petróleo exigen una continua vigilancia en Canadá.



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

Nota: Cons. = consumo; Fed = Reserva Federal de Estados Unidos; Inv. = Inversión; FHFA = Agencia Federal de Crédito para la Vivienda; MLS HPI = Índice de precios de la vivienda de Multiple Listing Service; No res. = no residencial; Priv. = privada; GCP = Gasto de consumo personal; Res. = Residencial; S&P = Standard and Poor's; TSX = Bolsa de valores de Toronto.

¹Variación porcentual interanual de los precios de la vivienda; índice, enero de 2015 = 100 para S&P y TSX.

²Porcentaje del PIB correspondiente a los saldos comerciales petrolero y no petrolero; índice ponderado en función del comercio, enero de 1997 = 100, para el tipo de cambio.

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

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
Economías avanzadas	1,8	2,4	2,4	1,4	0,4	1,4	0,4	0,6	0,4	7,3	6,9	6,6
Estados Unidos	2,4	3,1	3,1	1,6	0,1	1,5	-2,4	-2,3	-2,4	6,2	5,5	5,1
Zona del euro ^{4,5}	0,9	1,5	1,6	0,4	0,1	1,0	2,3	3,3	3,1	11,6	11,1	10,6
Japón	-0,1	1,0	1,2	2,7	1,0	0,9	0,5	1,9	2,0	3,6	3,7	3,7
Reino Unido ⁴	2,6	2,7	2,3	1,5	0,1	1,7	-5,5	-4,8	-4,6	6,2	5,4	5,4
Canadá	2,5	2,2	2,0	1,9	0,9	2,0	-2,2	-2,6	-2,3	6,9	7,0	6,9
Otras economías avanzadas ⁶	2,8	2,8	3,1	1,4	1,1	1,9	4,8	4,9	4,3	4,7	4,7	4,6

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

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

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

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

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

favorables, el menor lastre fiscal, el fortalecimiento de los balances de los hogares, las empresas y los bancos y el afianzamiento del mercado de la vivienda tendrán un efecto combinado que permitirá mantener el ímpetu de fuerte crecimiento. Se espera que estas fuerzas compensen con creces el fortalecimiento del dólar. Se prevé que el crecimiento alcance 3,1% en 2015, como se había proyectado en la edición de octubre de 2014 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés), y que permanezca en 3,1% en 2016 (cuadro 2.1).

Sin embargo, el panorama a más largo plazo no es tan alentador. Se estima que el crecimiento potencial será solo de 2,0%, aproximadamente, debido a los lastres del envejecimiento de la población y la debilidad de la innovación y del crecimiento de la productividad (véase el capítulo 3).

Para abordar el problema del crecimiento potencial será necesario aplicar un amplio programa de políticas por el lado de la oferta en un entorno político imprevisible. Es una prioridad absoluta forjar acuerdos sobre un plan de consolidación fiscal a mediano plazo creíble, para garantizar que la deuda no vuelva a aumentar debido a los costos fiscales relacionados con el envejecimiento. A fin de mantener la deuda bajo control se requerirán esfuerzos para reducir el crecimiento de los costos de atención de la salud, reformar la seguridad social e incrementar los ingresos tributarios. Asimismo, las políticas deberían estar orientadas a aumentar la participación en la fuerza laboral (incluida la eliminación de desincentivos en el sistema fiscal, la oferta de servicios

de cuidado infantil y la aprobación de una reforma de la política de inmigración basada en las aptitudes), fomentar la innovación, fortalecer la productividad y resolver el problema de la pobreza y el desempleo de larga duración. En la edición de octubre de 2014 del informe WEO se insistió en que en Estados Unidos podían realizarse inversiones clave en infraestructuras con costos a corto plazo relativamente reducidos, pero con importantes beneficios para el producto a largo plazo.

En general, los riesgos para las perspectivas a corto plazo están equilibrados. Por el lado negativo, un dólar más fuerte podría contener las exportaciones, y los precios más bajos del petróleo podrían moderar la inversión en el sector petrolero en mayor medida de lo que se proyecta actualmente. Asimismo, la reciente compresión de las primas a plazo podría relajarse, lo que endurecería las condiciones crediticias y pondría en peligro la recuperación del mercado de la vivienda. La incertidumbre en torno a las perspectivas fiscales, vinculada a posturas políticas arriesgadas en relación con el límite de la deuda o el presupuesto para 2016, podría minar también la confianza y perjudicar el crecimiento. Por el lado positivo, las repercusiones de los precios más bajos de la energía en el consumo o la inversión de empresas no petroleras podrían ser mayores de lo que se prevé actualmente. Además, los mercados laborales podrían recuperarse a un ritmo más rápido, lo que impulsaría los ingresos y la confianza de los hogares. Por último, la mejora de la disponibilidad de hipotecas gracias a los recientes esfuerzos en materia de política podría catalizar una recuperación rápida del mercado de la vivienda.

El crecimiento en Canadá ha tenido una sólida evolución recientemente, en paralelo con una recuperación más pujante en Estados Unidos, la depreciación del tipo de cambio y una fuerte demanda de energía. Estos factores han propiciado un favorable repunte de las exportaciones, si bien este todavía debe traducirse en un fortalecimiento de la inversión y la contratación. Se prevé que la economía crezca 2,2% en 2015 (sin grandes variaciones respecto a las previsiones del informe WEO de octubre), respaldada por el fortalecimiento de la economía estadounidense. Sin embargo, los riesgos apuntan a la baja, porque la caída inusualmente fuerte de los precios del petróleo podría debilitar todavía más la inversión empresarial en el sector energético y reducir el crecimiento del empleo.

Como medida preventiva, el Banco de Canadá rebajó su tasa de política monetaria en 25 puntos básicos en enero, como seguro frente a los efectos adversos del shock del precio del petróleo sobre la economía. En conjunto, a fin de lograr una recuperación más amplia y duradera, sería propicio mantener una política monetaria acomodaticia, sumada a una consolidación fiscal gradual a nivel del gobierno general, para reequilibrar el crecimiento, de modo que se base más en la inversión empresarial y menos en el consumo de los hogares. La adopción de políticas macroprudenciales focalizadas resultaría útil para abordar las importantes vulnerabilidades del sector de la vivienda.

Europa

Economías avanzadas de Europa: Efectos derivados de la frágil recuperación en la zona del euro

Se aprecian indicios de un repunte y cierto dinamismo positivo en la zona del euro, impulsados por la disminución de los precios del petróleo y por condiciones financieras favorables, pero persisten los riesgos derivados de un crecimiento y una inflación continuamente bajos. Es prioritario impulsar el crecimiento y la inflación mediante un planteamiento integral que, además de la expansión cuantitativa, incluya también el uso del margen de maniobra fiscal existente, en especial para la inversión; reformas estructurales que mejoren la productividad, y las medidas necesarias para fortalecer los balances bancarios. El crecimiento es más sólido en las economías avanzadas de Europa no pertenecientes a la zona del euro, si bien algunas de ellas quizá deban endurecer sus políticas macroprudenciales si no disminuyen los riesgos relacionados con la vivienda.

En la zona del euro, la actividad se mantuvo más débil de lo previsto a mediados de 2014, debido a la atonía de la inversión privada, excepto en Irlanda, España y Alemania. El crecimiento fue más fuerte de lo esperado en el cuarto trimestre, aunque fue desigual entre los países. La desaceleración de la inversión es consecuencia de la persistencia de la capacidad económica ociosa, el descenso de las expectativas de crecimiento, la actual incertidumbre política y sobre políticas, las tensiones geopolíticas y las condiciones crediticias restrictivas. En cambio, el menor lastre fiscal y la mejora del consumo han beneficiado al crecimiento, igual que las exportaciones netas.

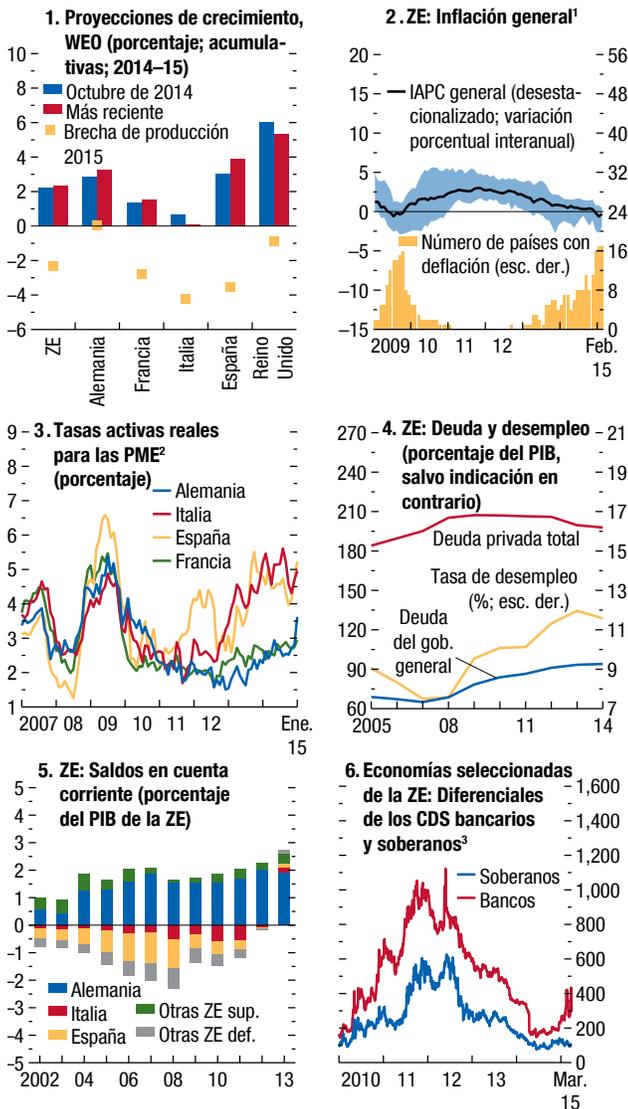
El Banco Central Europeo (BCE) anunció un decidido programa de compra de activos, que incluía la compra de bonos soberanos, para abordar la inflación persistentemente baja en la zona del euro. Tanto la inflación básica como la inflación general han estado durante algún tiempo muy por debajo del objetivo de estabilidad de precios a mediano plazo del BCE (gráfico 2.3), y la inflación general se tornó negativa en diciembre de 2014. El programa de compra de activos del BCE, más importante de lo previsto, contribuyó a la depreciación del euro, sobre todo frente al dólar de EE.UU. En términos efectivos reales, el tipo de cambio se ha depreciado más de 5% desde octubre. Las indicaciones preliminares señalan que las medidas adoptadas por el BCE han frenado el descenso de las expectativas de inflación y han contribuido a que las condiciones financieras sean más favorables.

El impulso dado a las políticas desde finales de 2014 ha incluido la finalización de la evaluación integral de los bancos, la puesta en marcha del Mecanismo Único de Supervisión, el anuncio de planes para la creación de un Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas a partir de fondos de la Unión Europea ya existentes y de aportaciones de los distintos países para catalizar la inversión privada, y la emisión de nuevas orientaciones para fomentar la flexibilidad con arreglo al Pacto de Estabilidad y Crecimiento en los países que lleven a cabo reformas estructurales o inversiones. No obstante, en lo que se refiere a una orientación fiscal más acomodaticia y la reducción de los cuantiosos superávits en cuenta corriente, los avances registrados en las principales economías del núcleo de la zona han sido modestos.

Las perspectivas para la zona del euro se mantienen prácticamente sin variación respecto a la edición de octubre de 2014 del informe WEO. Se espera que el crecimiento aumente 1,5% en 2015, desde 0,9% de

Gráfico 2.3. Economías avanzadas de Europa: Efectos derivados del estancamiento en la zona del euro

La recuperación en la zona del euro sigue siendo desigual. Las perspectivas apuntan a un crecimiento modesto. La inflación baja y generalizada ha hecho subir las tasas de interés reales. Aunque ha mejorado, persiste la fragmentación financiera. La deuda y el desempleo se mantienen elevados, y los superávits en cuenta corriente han aumentado. Los mercados financieros, que incorporaron a los precios las medidas de política del BCE, siguieron prestando apoyo



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Banco Central Europeo (BCE); Eurostat; Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Zona del euro (ZE) = Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Portugal, República Eslovaca. CDS = swaps de incumplimiento crediticio; IAPC = Índice armonizado de precios al consumidor; PME = pequeña y mediana empresa.

¹La zona sombreada muestra la variación del IAPC en todos los países de la zona del euro.

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

³Países de la zona del euro (Grecia, España, Irlanda, Italia y Portugal) con elevadas primas aplicadas a los préstamos durante la crisis de la deuda soberana de 2010-11. Los diferenciales de los CDS bancarios y soberanos a cinco años están expresados en puntos básicos y ponderados según los activos totales y la deuda bruta del gobierno general, respectivamente. Los datos abarcan cifras hasta el 30 de marzo de 2015. Los datos sobre los diferenciales soberanos excluyen Grecia.

2014. El mayor crecimiento de 2015 es un reflejo del mayor dinamismo del crecimiento registrado a finales de 2014, los incrementos salariales favorables, un estímulo a corto plazo procedente de los bajos precios del petróleo y las medidas del BCE que han ayudado a mejorar las condiciones financieras. Más allá de 2015, se espera que el crecimiento en la zona del euro se sitúe en torno a 1½%, como consecuencia de las limitaciones tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda. Según las previsiones, la inflación será de aproximadamente 0,1% en 2015 y se espera que se mantenga por debajo del objetivo de estabilidad de precios a mediano plazo del BCE durante el período de referencia, debido a la persistente atonía.

Las perspectivas a mediano plazo de modesto crecimiento y débil inflación para la zona del euro se deben, en gran medida, al legado de la crisis, a pesar de los efectos positivos generados por las medidas del BCE. La elevada carga de la deuda real, los balances riesgosos, el elevado desempleo y el pesimismo de los inversionistas con respecto a la solidez de la recuperación seguirán frenando la demanda. La evaluación integral mejoró la transparencia de los balances bancarios y la confianza, pero es probable que los flujos de crédito sigan siendo débiles hasta que los balances bancarios ganen solidez y la demanda de crédito se recupere. La incertidumbre y el pesimismo en torno a la determinación de la zona del euro para abordar los retos económicos probablemente mermarán la confianza, como también lo hará la evolución política nacional y mundial (como en el caso de los hechos ocurridos recientemente en Grecia, así como en Rusia y Ucrania). A pesar de haber avanzado, los obstáculos a la productividad y la competitividad, profundamente arraigados, seguramente afectarán al potencial de crecimiento a mediano plazo de la región.

Se prevé que el crecimiento del producto sea más sólido en la mayoría de las demás economías avanzadas de Europa (cuadro 2.2). En el Reino Unido se espera un crecimiento sostenido y continuado, impulsado por la disminución de los precios del petróleo y una mejora de las condiciones de los mercados financieros. La fuerte recuperación y las sólidas perspectivas de Suecia se ven respaldadas por el consumo y una inversión en vivienda de dos dígitos. En Suiza, no obstante, la pronunciada apreciación del tipo de cambio probablemente afectará al crecimiento a corto plazo. La inflación se ha moderado en todos los países como consecuencia del descenso del precio del petróleo y —en mayor o menor medida— debido a la disminución de la inflación en la zona del

Cuadro 2.2. 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 ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
Europa	1,5	1,9	2,1	1,1	0,5	1,6	1,8	2,2	1,9	...	...	...
Economías avanzadas	1,3	1,7	1,8	0,6	0,1	1,1	2,2	2,6	2,4	10,2	9,7	9,3
Zona del euro ^{4,5}	0,9	1,5	1,6	0,4	0,1	1,0	2,3	3,3	3,1	11,6	11,1	10,6
Alemania	1,6	1,6	1,7	0,8	0,2	1,3	7,5	8,4	7,9	5,0	4,9	4,8
Francia	0,4	1,2	1,5	0,6	0,1	0,8	-1,1	-0,1	-0,3	10,2	10,1	9,9
Italia	-0,4	0,5	1,1	0,2	0,0	0,8	1,8	2,6	2,5	12,8	12,6	12,3
España	1,4	2,5	2,0	-0,2	-0,7	0,7	0,1	0,3	0,4	24,5	22,6	21,1
Países Bajos	0,9	1,6	1,6	0,3	-0,1	0,9	10,3	10,4	10,1	7,4	7,2	7,0
Bélgica	1,0	1,3	1,5	0,5	0,1	0,9	1,6	2,3	2,4	8,5	8,4	8,2
Austria	0,3	0,9	1,6	1,5	1,1	1,5	1,8	1,9	1,8	5,0	5,1	5,0
Grecia	0,8	2,5	3,7	-1,4	-0,3	0,3	0,9	1,4	1,1	26,5	24,8	22,1
Portugal	0,9	1,6	1,5	-0,2	0,6	1,3	0,6	1,4	1,0	13,9	13,1	12,6
Irlanda	4,8	3,9	3,3	0,3	0,2	1,5	6,2	4,9	4,8	11,3	9,8	8,8
Finlandia	-0,1	0,8	1,4	1,2	0,6	1,6	-0,6	-0,3	-0,3	8,6	8,7	8,5
República Eslovaca	2,4	2,9	3,3	-0,1	0,0	1,4	0,2	0,4	0,4	13,2	12,4	11,7
Lituania	2,9	2,8	3,2	0,2	-0,3	2,0	-0,4	0,2	-0,8	10,7	10,6	10,5
Eslovenia	2,6	2,1	1,9	0,2	-0,4	0,7	5,8	7,1	6,5	9,8	9,0	8,3
Luxemburgo	2,9	2,5	2,3	0,7	0,5	1,6	5,2	4,7	4,6	7,1	6,9	6,7
Letonia	2,4	2,3	3,3	0,7	0,5	1,7	-3,1	-2,2	-3,0	10,8	10,4	10,2
Estonia	2,1	2,5	3,4	0,5	0,4	1,7	-0,1	-0,4	-0,7	7,0	7,0	6,8
Chipre	-2,3	0,2	1,4	-0,3	-1,0	0,9	-1,9	-1,9	-1,4	16,2	15,9	14,9
Malta	3,5	3,2	2,7	0,8	1,1	1,4	2,7	3,1	3,1	5,9	6,1	6,3
Reino Unido ⁵	2,6	2,7	2,3	1,5	0,1	1,7	-5,5	-4,8	-4,6	6,2	5,4	5,4
Suiza	2,0	0,8	1,2	0,0	-1,2	-0,4	7,0	5,8	5,5	3,2	3,4	3,6
Suecia	2,1	2,7	2,8	-0,2	0,2	1,1	6,3	6,3	6,3	7,9	7,7	7,6
Noruega	2,2	1,0	1,5	2,0	2,3	2,2	8,5	7,6	7,0	3,5	3,8	3,9
República Checa	2,0	2,5	2,7	0,4	-0,1	1,3	0,6	1,6	0,9	6,1	6,1	5,7
Dinamarca	1,0	1,6	2,0	0,6	0,8	1,6	6,3	6,1	5,5	6,5	6,2	5,5
Islandia	1,8	3,5	3,2	2,0	0,9	2,1	4,7	6,1	4,7	5,0	4,0	4,0
San Marino	-1,0	1,0	1,1	1,1	0,4	0,9	...	...	...	8,7	8,4	7,9
Economías emergentes y en desarrollo de Europa⁶	2,8	2,9	3,2	3,8	2,7	3,7	-2,9	-2,4	-3,0	...	...	...
Turquía	2,9	3,1	3,6	8,9	6,6	6,5	-5,7	-4,2	-4,8	9,9	11,4	11,6
Polonia	3,3	3,5	3,5	0,0	-0,8	1,2	-1,2	-1,8	-2,4	9,0	8,0	7,7
Rumania	2,9	2,7	2,9	1,1	1,0	2,4	-0,5	-1,1	-1,5	6,8	6,7	6,7
Hungría	3,6	2,7	2,3	-0,3	0,0	2,3	4,2	4,8	4,1	7,8	7,6	7,4
Bulgaria ⁵	1,7	1,2	1,5	-1,6	-1,0	0,6	0,0	0,2	-0,8	11,5	10,9	10,3
Serbia	-1,8	-0,5	1,5	2,1	2,7	4,0	-6,0	-4,7	-4,7	19,7	20,7	22,0
Croacia	-0,4	0,5	1,0	-0,2	-0,9	0,9	0,7	2,2	2,0	17,1	17,3	16,9

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.

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

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

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

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

euro. Estos países han adoptado medidas macroprudenciales para mitigar los problemas de estabilidad financiera derivados de sus mercados inmobiliarios, pero todavía no se ha demostrado que tales medidas sean suficientes para contener los riesgos.

En todas las economías avanzadas de Europa, los riesgos para las perspectivas son más balanceados que en la edición de octubre de 2014 del informe WEO. El principal riesgo a la baja tiene su origen en la probabilidad de estancamiento e inflación persistentemente

baja en la zona del euro, algo que ya ha frenado el crecimiento y la inflación en otras partes de Europa. Los shocks económicos —provocados por la desaceleración del crecimiento mundial, los acontecimientos geopolíticos, las vacilantes reformas en la zona del euro, la incertidumbre política y sobre políticas, y los cambios de políticas— podrían rebajar las expectativas de inflación y desencadenar una dinámica de deuda-deflación. Los riesgos al alza vendrían provocados por un impacto positivo mucho mayor de la reducción de los precios del petróleo y por las medidas adoptadas por el BCE. En el Reino Unido, Suecia y Suiza sigue siendo importante contener los riesgos para la estabilidad financiera derivados de los mercados inmobiliarios e hipotecarios.

Se requiere una estrategia integral para revertir la baja inflación en la zona del euro y evitar el estancamiento. Dicha estrategia implicará actuaciones simultáneas en varios frentes, además de las medidas adoptadas por el BCE para ampliar su balance a través de la compra de activos soberanos hasta que se observe un ajuste sostenido de la senda de la inflación.

- Es fundamental abordar el problema de los préstamos en mora elevados, mediante esfuerzos coordinados para fortalecer los balances bancarios y mejorar la transmisión monetaria y el crecimiento del crédito. De regularse de forma más estricta los préstamos en mora y mejorarse los procedimientos de insolvencia y ejecución hipotecaria, los bancos tendrían más incentivos para acelerar la disposición de estos préstamos.
- Una orientación neutra de la política fiscal general logra el equilibrio entre respaldar el crecimiento y alentar la sostenibilidad de la deuda, pero los países con margen de maniobra fiscal deberían adoptar medidas adicionales para fomentar el crecimiento, también a través de la inversión en infraestructura. Los países con margen de maniobra limitado deberían recurrir a la flexibilidad adicional que proporciona el Pacto de Estabilidad y Crecimiento para realizar inversiones y reformas estructurales y poner en práctica políticas fiscales más favorables al crecimiento.
- Deben aplicarse reformas estructurales para incrementar la productividad y el crecimiento a mediano plazo, reactivar la inversión, fomentar la contratación y promover el reequilibrio. Entre las prioridades destacan una mayor flexibilidad del mercado laboral y de productos, la desregulación para suprimir las barreras a la inversión y el avance hacia un mercado común más integrado.

En otras economías avanzadas de Europa, las políticas deberían centrarse en mantener la recuperación, garan-

tizando a la vez la estabilidad financiera. En el Reino Unido, por ahora, la política monetaria debería seguir siendo acomodaticia, dadas las débiles presiones inflacionarias actuales. Algunos países deberían plantearse aplicar una política más expansiva, que incluya compras de activos en divisas (Suiza) y una mayor expansión cuantitativa (Suecia). Debería fortalecerse el capital bancario para mitigar las vulnerabilidades del sector financiero y, de no contrastarse los riesgos relacionados con la vivienda, deberían endurecerse las medidas macroprudenciales. En caso de que estas medidas resulten insuficientes, podría plantearse un incremento de las tasas de interés, teniendo muy en cuenta la disyuntiva entre el daño a la economía real y los costos finales de las vulnerabilidades financieras. En el Reino Unido y Suecia es prioritario adoptar medidas para aumentar la oferta de vivienda. A escala internacional, debería completarse el calendario más amplio de reformas para el sector financiero, incluidas aquellas reformas dirigidas a los grandes bancos y los bancos de importancia sistémica, así como las que fomentan los mecanismos de resolución transfronteriza. En Suecia, es preciso reformar el mercado laboral para acelerar y mantener la transición de los grupos vulnerables al empleo.

Economías emergentes y en desarrollo de Europa: Menor crecimiento en medio de una débil demanda externa

La actividad económica se moderó en las economías emergentes y en desarrollo de Europa durante el pasado año y un mayor número de países entraron en deflación. La reducción de los precios del petróleo en el presente año impulsará ligeramente el crecimiento, pero también contribuirá a las presiones desinflacionarias. La demanda externa sigue siendo débil y la elevada deuda corporativa continúa frenando la inversión. Si existe margen de maniobra de la política monetaria, este debería emplearse para respaldar la demanda interna. Por su parte, los países con posiciones fiscales débiles deberían reforzar la sostenibilidad para contrarrestar los riesgos de una posible volatilidad del mercado.

El crecimiento económico se desaceleró en Turquía y Europa sudoriental (donde algunos países entraron en recesión) el año pasado, pero se mantuvo fuerte en Hungría y Polonia (gráfico 2.4). En general, el crecimiento se vio impulsado por la demanda interna (excepto en Turquía), reflejo principalmente de la mayor solidez del consumo privado gracias a la mejora

de las condiciones del mercado laboral y el incremento de los salarios reales, así como de una inflación importada menor.

La inflación general y básica siguió disminuyendo debido a la muy baja inflación de la zona del euro, el descenso de los precios de los alimentos y la energía, y la capacidad económica ociosa. Hungría y Polonia pasaron a formar parte del grupo de países en deflación, mientras que la inflación se mantuvo elevada en Turquía, como consecuencia de la depreciación del tipo de cambio, la expansión monetaria y el aumento de los precios internos de los alimentos.

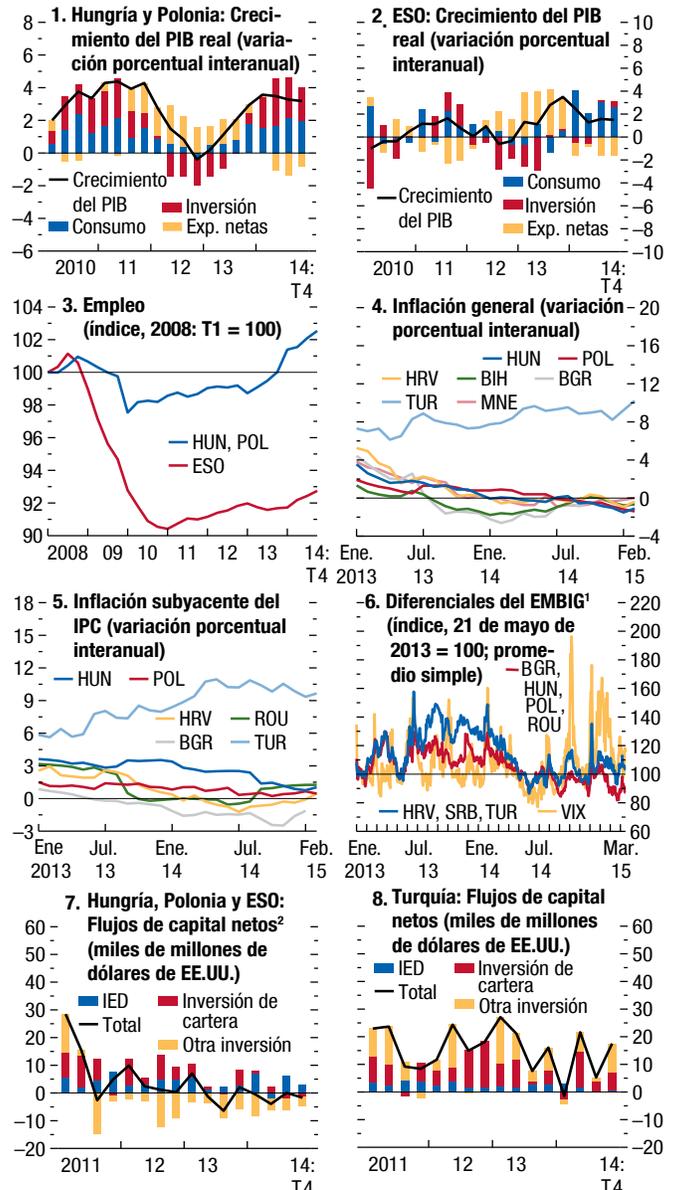
Se espera que la disminución de los precios del petróleo dé un impulso a la región y compense los efectos del débil crecimiento en la zona del euro, la recesión en Rusia y la deuda corporativa, todavía elevada (cuadro 2.2):

- Según las previsiones, el crecimiento se moderará en Hungría durante 2015, hasta 2,7%, debido a la disminución del crecimiento de la inversión, así como a las condiciones fiscales menos favorables. Se proyecta que el crecimiento en Polonia aumentará a 3,5% en 2015, impulsado por la demanda interna y la mejora de las condiciones económicas de sus socios comerciales.
- En Turquía, se espera que el crecimiento alcance un promedio de 3,1% en 2015–16 y supere 2,9% de 2014, a causa del aumento del consumo privado provocado por el descenso de los precios de la energía. El déficit en cuenta corriente seguirá reduciéndose gracias a la considerable caída del valor de las importaciones energéticas.
- En Europa sudoriental, se prevé que el crecimiento mejore en 2015–16, impulsado por la reconstrucción de las zonas afectadas por las inundaciones en Bosnia y Herzegovina y Serbia, y por la creación de empleo en los demás países.

Los riesgos siguen apuntando a la baja. Una recesión más profunda en Rusia o una desaceleración en la zona del euro plantean riesgos externos sobre la demanda, mientras que un incremento repentino de la prima a plazo de Estados Unidos y las fluctuaciones del dólar de EE.UU. podrían desencadenar la volatilidad de los mercados de aquellos países con déficits fiscales y externos todavía cuantiosos. La expansión cuantitativa del BCE podría tener efectos más positivos si las repercusiones sobre el crecimiento y la inflación en la zona del euro son mayores. Los impulsos favorables que genera el descenso de los precios del petróleo plantean riesgos al alza sobre la actividad.

Gráfico 2.4. Economías emergentes y en desarrollo de Europa: Menor crecimiento en medio de una débil demanda externa

La actividad económica experimentó una desaceleración en 2014 pero se mantuvo sólida en Hungría y Polonia. El consumo privado se convirtió en el principal impulsor del crecimiento y las condiciones del mercado laboral mejoraron. La inflación siguió reduciéndose, excepto en Turquía, debido a la baja inflación en la zona del euro, la capacidad económica ociosa restante y los bajos precios de la energía y los alimentos.



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

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

¹Los datos abarcan cifras hasta el 27 de marzo de 2015.

²Los datos de 2014:T4 incluyen Bulgaria, Hungría, Montenegro, Polonia (mensual), la ex República Yugoslava de Macedonia, Rumania y Serbia.

Sigue siendo una prioridad respaldar la demanda interna, en especial en los países con fuertes vínculos con la zona del euro. Muchas economías deben mantener las condiciones monetarias expansivas hasta que haya concluido la reconstitución gradual de las defensas fiscales.

- La política monetaria debería seguir siendo acomodaticia en Polonia y Rumania, dadas las buenas perspectivas de inflación y la expansión monetaria en la zona del euro. Hungría, sujeta a persistentes presiones desinflacionarias y cuyo producto sigue por debajo de su potencial, tiene margen de manobra para aplicar una política monetaria prudente más expansiva. En Turquía, la aplicación de una política monetaria más expansiva debería plantearse únicamente una vez que las expectativas de inflación se encuentren ancladas en la tasa objetivo y la tasa de interés real registre claramente cifras positivas.
- En una serie de países, la elevada deuda pública y los grandes déficits fiscales subrayan la necesidad de consolidación fiscal, por ejemplo a través de la moderación del gasto (Hungría, Serbia) y la reestructuración de las empresas estatales clave (Serbia). Podría adelantarse la inversión pública para compensar el lastre que supone el endurecimiento fiscal previsto para el corto plazo, como en el caso de Polonia y Rumania, con el respaldo de una mayor absorción de fondos de la Unión Europea. La orientación fiscal más restrictiva en Turquía —como prevé el nuevo programa a mediano plazo— contribuirá a reducir gradualmente los desequilibrios externos y atenuará la presión sobre la política monetaria.
- Avanzar en la lucha contra el elevado saldo de préstamos en mora es una prioridad en muchos países. Es de vital importancia mejorar el tratamiento jurídico y fiscal de las cancelaciones de préstamos —como hizo recientemente Albania— y seguir reforzando los marcos de reestructuración de la deuda y resolución bancaria.

Asia y el Pacífico: Desempeño moderado pero aún superior al de otras regiones

Se pronostica que el crecimiento de Asia permanecerá estable en 2015, previéndose que a mediano plazo la región siga teniendo un desempeño mejor que el del resto del mundo. Si bien la economía china está adquiriendo un ritmo más sostenible, para el resto de la región se proyecta un repunte del crecimiento. Esto se debe al retroceso de los precios internacionales del

petróleo, el afianzamiento de la demanda externa y condiciones financieras que aún son acomodaticias pese a una cierta contracción reciente. Hay riesgos en ambos sentidos, pero dominan los que apuntan a la baja. Los elevados niveles de deuda de los hogares y las empresas en un entorno de tasas de interés reales más altas y un dólar de EE.UU. fuerte podrían amplificar los shocks. Los riesgos para el crecimiento originados en la misma región también están en alza, y las realineaciones de las principales monedas de reserva podrían plantear una difícil disyuntiva entre la estabilidad financiera y la competitividad. Las autoridades deberían mantener marcos de política prudentes y recomponer las defensas para reforzar la capacidad de resiliencia, y ejecutar reformas para facilitar el reequilibrio de la demanda y aliviar los cuellos de botella que restringen el crecimiento.

Si bien la región de Asia y el Pacífico sigue siendo la de mayor crecimiento a escala mundial, su actividad se desaceleró ligeramente en 2014, debido a obstáculos provenientes de dentro y fuera de la región. El año pasado el crecimiento se desaceleró a 5,6%, frente al 5,9% registrado en 2013. El crecimiento repuntó en buena parte de la región, pero con un contrapeso proveniente de desaceleraciones en varias economías grandes, entre ellas China, Indonesia y Japón. El crecimiento del volumen de las exportaciones disminuyó a raíz de la floja demanda en China, Japón y la zona del euro, factor que neutralizó con creces el dinamismo de Estados Unidos (gráfico 2.5). La inversión en general sufrió una desaceleración, sobre todo en China, donde la corrección en el sector inmobiliario se hizo más notoria. El consumo, que se mantuvo relativamente vigoroso salvo en Japón, fue el principal factor que propulsó el crecimiento en la mayor parte de la región.

En 2015, el notable descenso de los precios de las materias primas apoyará el crecimiento del PIB en toda la región. Dado que la región es importadora neta de petróleo, el descenso de los precios del crudo impartirá un estímulo excepcional al poder adquisitivo de alrededor de 1,7% del PIB regional en 2015, lo cual estimulará el gasto interno y elevará las cuentas corrientes. Los países exportadores de materias primas (Australia, Indonesia, Malasia y Nueva Zelandia) experimentarán una merma de las ganancias externas y una desaceleración del crecimiento, aunque la depreciación de sus monedas ofrecerá algo de amortiguación. Se prevé que el nivel general de inflación —que ya muestra una tendencia a la baja debido al enfriamiento del crecimiento y a tipos de cambio ponderados en función del

comercio más fuertes— se modere aún más a medida que la reciente baja del precio del petróleo se sienta en los surtidores, pese a que la inflación subyacente ha cedido tan solo moderadamente.

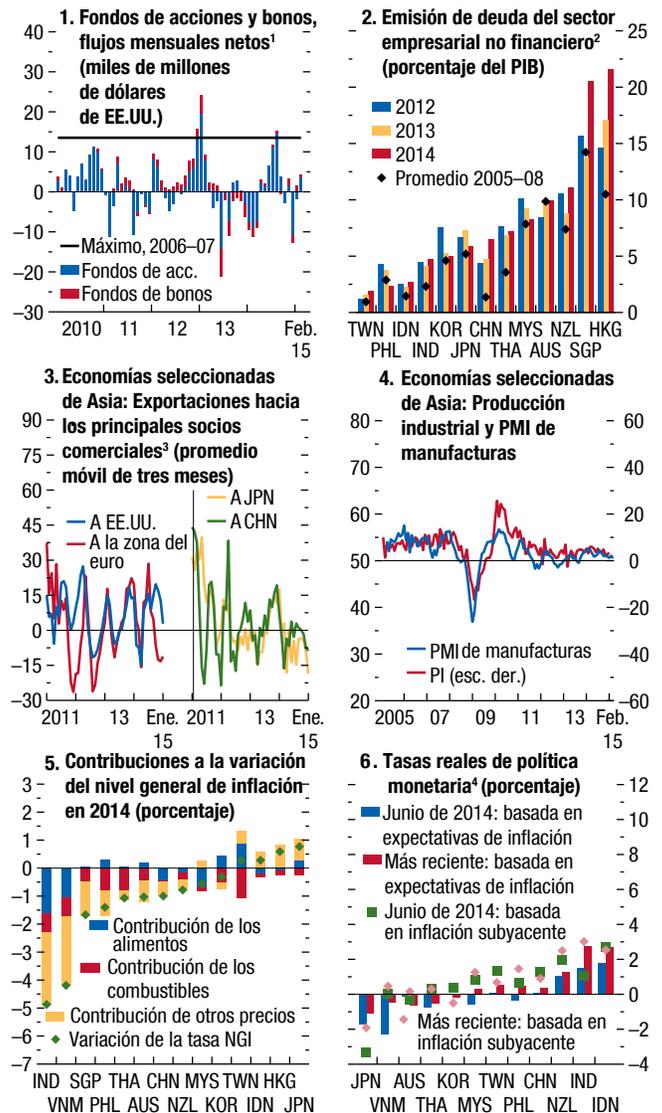
Las condiciones financieras acomodaticias han empezado a tornarse más restrictivas. Las relaciones crédito privado/PIB están bastante por encima de la tendencia en algunos países. Las cuantiosas salidas de inversión de cartera, la emisión más pausada de deuda empresarial (en especial en las economías emergentes de Asia) y el aumento de las tasas de interés de mercado a corto plazo desde el último trimestre de 2014 se condicen con las tendencias mundiales y reflejan las expectativas de subida de las tasas de política monetaria en Estados Unidos. Además, las tasas de interés reales a corto plazo han aumentado marginalmente con la moderación de la inflación subyacente, en tanto que la apreciación del dólar de EE.UU. ha incrementado los costos del servicio de la deuda para las entidades de la región que emiten bonos empresariales denominados en moneda extranjera sin cobertura. En el caso de los hogares, los costos más altos del servicio de la deuda real podrían frenar el gasto de consumo. El crédito bancario está expandiéndose a un ritmo algo más lento (aunque aún dinámico en las principales economías), y el aumento de las relaciones préstamos/depositos quizá sea un presagio de una mayor desaceleración.

Pese al estímulo proporcionado por los precios del petróleo, las perspectivas de crecimiento a corto plazo de Asia han sido revisadas a la baja levemente. Las revisiones a la baja del crecimiento en los principales mercados emergentes fuera de Asia y el continuo endurecimiento de las condiciones financieras internacionales implican una menor contribución externa al crecimiento de Asia. Otro freno será la desaceleración del crecimiento en China a una trayectoria más lenta pero sostenible. En relación con la edición de octubre de 2014 del informe WEO, el pronóstico de crecimiento de Asia se ha recortado muy ligeramente a 5,6% y 5,5% en 2015 y 2016, respectivamente, pero con diversas cifras de desempeño en toda la región (cuadro 2.3):

- En China, el crecimiento cayó a 7,4% en 2014 y se prevé que continúe descendiendo hasta 6,8% en 2015 (0,3 puntos porcentuales por debajo de lo pronosticado en la edición de octubre de 2014 del informe WEO) a medida que se vayan corrigiendo los excesos previos en los sectores de inmobiliario, crediticio y de inversión. Se prevé que las reformas estructurales que se están implementando y el nivel

Gráfico 2.5. Asia y el Pacífico: Crecimiento moderado pero aún destacado

Según los pronósticos, Asia seguirá siendo el líder mundial en crecimiento, aunque el ímpetu del crecimiento de la región está moderándose. Las condiciones financieras apenas recién han empezado a tornarse más restrictivas y han apoyado la demanda interna, pero las exportaciones se han desacelerado. La inflación ha disminuido debido al retroceso de los precios de los combustibles y los alimentos, y los indicadores de alta frecuencia apuntan a una moderación del crecimiento.



Fuentes: CEIC, Dealogic, Haver Analytics y estimaciones del personal técnico del FMI. Nota: PI = producción industrial; PMI = índice de gerentes de compras; NGI = nivel general de inflación. En las leyendas de datos en el gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

¹Los datos incluyen los flujos de fondos negociados en bolsa y los flujos de fondos de inversión correspondientes a Australia, Corea, las economías emergentes de Asia, Nueva Zelanda, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur.

²Los datos abarcan emisión de bonos y emisión de préstamos sindicados. Los datos se compilan en función de la residencia.

³Las economías seleccionadas de Asia incluyen Asia oriental (China, Corea, la provincia china de Taiwan y la RAE de Hong Kong), Filipinas, Japón, Malasia, Singapur y Tailandia. Se excluyen Indonesia y Vietnam debido a rezagos en los datos.

⁴Los datos corresponden a marzo de 2015. La inflación subyacente empleada para la tasa más reciente basada en la inflación subyacente es la de febrero de 2015 o la más reciente que esté disponible.

Cuadro 2.3. 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 ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
Asia	5,6	5,6	5,5	3,2	2,6	2,8	1,6	2,4	2,2	...	...	...
Economías avanzadas de Asia	1,6	2,2	2,4	2,2	1,2	1,6	2,2	3,1	2,8	3,8	3,9	3,9
Japón	-0,1	1,0	1,2	2,7	1,0	0,9	0,5	1,9	2,0	3,6	3,7	3,7
Corea	3,3	3,3	3,5	1,3	1,5	2,5	6,3	7,1	5,2	3,5	3,6	3,5
Australia	2,7	2,8	3,2	2,5	2,0	2,3	-2,8	-4,0	-3,7	6,1	6,4	6,2
Taiwan, provincia china de	3,7	3,8	4,1	1,2	0,7	1,3	12,3	12,4	11,7	4,0	4,0	4,0
Singapur	2,9	3,0	3,0	1,0	0,0	1,7	19,1	20,7	18,8	2,0	2,0	2,0
Hong Kong, RAE de	2,3	2,8	3,1	4,4	3,2	3,4	1,6	2,0	2,2	3,2	3,2	3,1
Nueva Zelanda	3,2	2,9	2,7	1,2	0,8	2,1	-3,5	-4,8	-5,2	5,4	5,3	5,2
Economías emergentes y en desarrollo	6,8	6,6	6,4	3,5	3,0	3,1	1,3	2,1	2,0	...	...	...
China	7,4	6,8	6,3	2,0	1,2	1,5	2,0	3,2	3,2	4,1	4,1	4,1
India	7,2	7,5	7,5	6,0	6,1	5,7	-1,4	-1,3	-1,6	...	...	...
ASEAN-5	4,6	5,2	5,3	4,7	4,1	4,2	1,3	1,1	0,6	...	...	...
Indonesia	5,0	5,2	5,5	6,4	6,8	5,8	-3,0	-3,0	-2,9	6,1	5,8	5,6
Tailandia	0,7	3,7	4,0	1,9	0,3	2,4	3,8	4,4	2,4	0,8	0,8	0,8
Malasia	6,0	4,8	4,9	3,1	2,7	3,0	4,6	2,1	1,4	2,9	3,0	3,0
Filipinas	6,1	6,7	6,3	4,2	2,1	2,8	4,4	5,5	5,0	6,8	6,2	6,0
Vietnam	6,0	6,0	5,8	4,1	2,5	3,2	5,4	4,8	4,9	2,5	2,5	2,5
Otras economías emergentes y en desarrollo de Asia⁴	6,4	6,7	6,7	5,9	5,5	5,7	-2,5	-2,7	-2,7	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
Economías emergentes de Asia ⁵	6,8	6,6	6,4	3,4	2,9	3,0	1,4	2,2	2,1	...	...	...

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.

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

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

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

más bajo de los precios de las materias primas den impulso a las actividades enfocadas en el consumidor, lo cual contrarrestará en parte la desaceleración.

- En Japón, la actividad decepcionó después de que a mediados de 2014 aumentara el impuesto sobre el consumo, lo cual provocó una contracción del consumo mayor de lo previsto. Se proyecta que el crecimiento del PIB repuntará de -0,1% registrado en 2014 a 1% en 2015 (por encima del potencial y sin mayores cambios con respecto a lo pronosticado en la edición de octubre de 2014 del informe WEO). El aumento se debe al estímulo derivado del debilitamiento del yen, salarios reales más altos y el repunte de los precios de las acciones gracias a la expansión cuantitativa y cualitativa adicional adoptada por el Banco de Japón, así como a los precios más bajos de las materias primas. Se prevé que para 2016, con el producto situado por encima del

potencial, el ritmo de crecimiento ayude a impulsar la inflación subyacente de precios y salarios.

- Se prevé que el crecimiento en India se afiance de 7,2% en 2014 a 7,5% en 2015. El crecimiento se verá beneficiado por las recientes reformas en materia de política, el consiguiente repunte de la inversión y los precios más bajos del petróleo. El abaratamiento del petróleo incrementará el ingreso real disponible, sobre todo en los hogares más pobres, y ayudará a moderar la inflación.
- El descenso en el ciclo mundial de las materias primas continúa golpeando a la economía de Australia, y eso exacerba la merma de la inversión relacionada con los recursos naturales, que se preveía desde hace mucho tiempo. Sin embargo, la política monetaria de apoyo y un tipo de cambio algo más débil apuntalarán la actividad no relacionada con los recursos naturales, y el crecimiento aumentará paula-

- tinamente en 2015–16 a aproximadamente 3% (en general de acuerdo con lo proyectado en la edición de octubre de 2014 del informe WEO).
- El ímpetu del crecimiento en Corea ha sufrido un cierto traspié debido a la frágil actitud de los hogares y los inversionistas. El crecimiento proyectado de 3,3% para este año se basa en el supuesto de que las políticas monetarias y macroprudenciales de apoyo y los términos de intercambio más favorables faciliten una reactivación de la demanda agregada.
 - En la Asociación de Naciones de Asia Sudoriental las tendencias siguen siendo divergentes. Según el pronóstico, el crecimiento en Indonesia no registrará mayores cambios en 2015 (aunque esto constituye una revisión a la baja de lo que se había proyectado), pero aumentará en 2016 conforme se implementen las reformas. Se prevé que el crecimiento en Malasia se desacelere este año (a 4,8%) a raíz del debilitamiento de los términos de intercambio mientras que las perspectivas para Tailandia mejorarán gracias a una mayor claridad de las políticas a corto plazo. El crecimiento en Filipinas ha sido revisado al alza, a 6,7% en 2015, en vista de un consumo más fuerte relacionado con los ingresos extraordinarios del petróleo.
 - Se proyecta que, como grupo, las otras economías emergentes y en desarrollo de Asia experimentarán un repunte del crecimiento, pero con variaciones de un país a otro. En Papua Nueva Guinea, la entrada en funcionamiento de un importante proyecto de gas natural dará un impulso excepcional al crecimiento. Se prevé asimismo una actividad robusta en los países insulares y otros Estados pequeños del Pacífico. Por otro lado, los bajos precios de las materias primas afectarán negativamente al crecimiento en Mongolia. Los riesgos a la baja continúan dominando las perspectivas de crecimiento, y cabe mencionar los siguientes:
 - *Crecimiento más lento en China y Japón:* Un crecimiento mucho más lento de lo actualmente proyectado en China o Japón también afectaría al resto de la región y a la economía mundial en vista de la magnitud de estas economías y sus profundos vínculos comerciales y financieros con otras naciones. En el caso de China, el principal riesgo es que no se ejecute el programa de reformas para abordar los riesgos financieros, reequilibrar la economía y aprovechar nuevas fuentes de crecimiento. En Japón, el desafío está en llevar a cabo reformas estructurales para mejorar las perspectivas de crecimiento a mediano plazo y al mismo tiempo equilibrar el estímulo fiscal a corto plazo teniendo presente un plan de consolidación creíble a mediano plazo. Las perspectivas de crecimiento a mediano plazo de Asia también dependen en gran medida del éxito de estas estrategias de reforma.
 - *Continúa fortaleza del dólar de EE.UU. frente al euro y el yen:* Las persistentes realineaciones de las principales monedas de reserva provocadas por las políticas monetarias asíncronas podrían entrañar un riesgo para el crecimiento de Asia que se transmitiría por los canales del comercio y los balances. Los mercados emergentes de Asia cuyas empresas se endeudaron masivamente en dólares de EE.UU. posiblemente necesiten encontrar un equilibrio adecuado entre preservar la estabilidad financiera (haciendo fluctuar sus monedas al unísono con el dólar de EE.UU.) y mantener la competitividad externa (estabilizando sus tipos de cambio con respecto a sus principales socios comerciales y competidores). Este proceso también podría desencadenar una serie de ajustes con efectos perturbadores.
 - *Efectos colaterales de las condiciones financieras mundiales:* El mayor apalancamiento de los hogares y las empresas dentro de Asia, propiciado por las condiciones financieras mundiales favorables, agudiza la sensibilidad a las variaciones de la política monetaria en el extranjero. Los costos más altos de servicio de la deuda y los índices de refinanciamiento más bajos afectarían la rentabilidad y la inversión de las empresas y podrían imponer un lastre significativo al consumo de los hogares, sobre todo si al mismo tiempo se produce una caída de los precios de la vivienda. Las políticas deben permanecer centradas en mantener marcos de política prudentes y afianzar la capacidad de resiliencia y el crecimiento potencial:
 - La política monetaria no debe responder a la reducción del nivel general de inflación relacionada con la caída de los precios del petróleo. Sin embargo, un relajamiento de la política sería aconsejable si el efecto de los precios más bajos del petróleo se transmitiera a la inflación subyacente y a las expectativas inflacionarias. Hasta la fecha, la moderación de los precios se observa solamente en categorías reducidas de la cesta de consumo. No obstante, en economías que actualmente presentan brechas del producto negativas (Australia, Corea, Japón, Tailandia) quizá sea necesario que las autoridades actúen para evitar un descenso persistente de las expectativas de inflación.
 - En cuanto a la política fiscal, y siguiendo el ejemplo de India, Indonesia y Malasia, los países deberían aprovechar la oportunidad que presenta el actual nivel bajo de los precios de los combustibles y los

alimentos para avanzar más en la reforma o la eliminación gradual de los subsidios, que tienden a estar mal focalizados. Esto mejoraría la eficiencia del gasto y protegería al gasto público de futuras fluctuaciones de los precios del petróleo. Los países con niveles elevados de deuda pública (Japón, Malasia) deben seguir adelante con la consolidación, gestionando la política fiscal de manera acorde con las condiciones y perspectivas económicas. Los mercados emergentes de Asia con grandes deficiencias en materia de infraestructura deben considerar dar más prioridad al gasto en inversión pública y menos a la aplicación de una política monetaria más laxa.

- Se debe permitir que los tipos de cambio respondan a las reorientaciones de los flujos de balanza de pagos que obedecen a variaciones en los precios de las materias primas y los flujos de capitales, incluidas las provocadas por el asincronismo de las políticas monetarias en las economías avanzadas. La intervención cambiaria debe seguir siendo una de las herramientas disponibles para subsanar trastornos en los mercados, sobre todo en los casos en que los reajustes excesivos amenacen la estabilidad financiera.
- Además de la regulación y supervisión estrictas, para proteger la estabilidad financiera quizá también sea necesario recurrir activamente a políticas macroprudenciales para moderar los efectos del ciclo financiero en los precios de los activos, el crédito y la demanda agregada.
- Se necesitan reformas estructurales para reimpulsar los aumentos de la productividad en toda la región. En China se precisan reformas financieras y de las empresas estatales para lograr que la asignación de los recursos sea más eficiente. Las reformas en el sistema de pensiones y otros aspectos de la red de protección social ayudarán a que el consumo interno, que tiende a ser más sostenible a largo plazo, aporte más a la composición del crecimiento. En Japón se debe avanzar más en la implementación de iniciativas de políticas para elevar la productividad de los servicios y ampliar la participación en la fuerza laboral. En otros países —entre ellos India, los integrantes de la Asociación de Naciones de Asia Sudoriental y la mayoría de las otras economías de mercados emergentes y en desarrollo— la corrección de los estrangulamientos de la oferta mediante la expansión de la infraestructura esencial y el aumento de la productividad incrementaría la demanda a corto plazo y reforzaría la capacidad de resiliencia frente a las realineaciones de las monedas de reserva.

América Latina y el Caribe: Otro año más de crecimiento subóptimo

El crecimiento en América Latina y el Caribe se desaceleró a 1,3% en 2014, y se proyecta que descenderá a una tasa incluso menor en 2015. La contracción en los mercados mundiales de materias primas sigue siendo el principal lastre de la actividad en América del Sur, pese a que los precios más bajos del petróleo y la sólida recuperación de Estados Unidos han proporcionado un impulso en otras partes de la región. La escasa confianza de las empresas y los consumidores en Brasil y la crisis económica cada vez más intensa en Venezuela ensombrecen aún más las perspectivas a corto plazo. Los tipos de cambio flexibles pueden ser cruciales para adaptarse a las condiciones externas difíciles, pero las autoridades también habrán de cerciorarse de que los saldos fiscales estén en niveles prudentes y de poner al día las reformas estructurales para elevar la inversión y la productividad.

El crecimiento en América Latina y el Caribe disminuyó por cuarto año consecutivo, a 1,3% en 2014, aproximándose a la proyección formulada en la edición de octubre de 2014 del informe WEO (gráfico 2.6). La inversión siguió siendo el factor más importante de la desaceleración, ya que la moderación de la demanda externa y el deterioro de los términos de intercambio obligaron a las empresas a recortar sus presupuestos de capital, sobre todo en América del Sur. En algunos países, la incertidumbre en torno a las políticas socavó aún más la actitud del sector privado. La caída de los precios de las materias primas también provocó nuevos aumentos de los déficits en cuenta corriente externa en la mayoría de los países exportadores de esos productos, aunque los importadores netos se beneficiaron del fuerte descenso de los precios del petróleo.

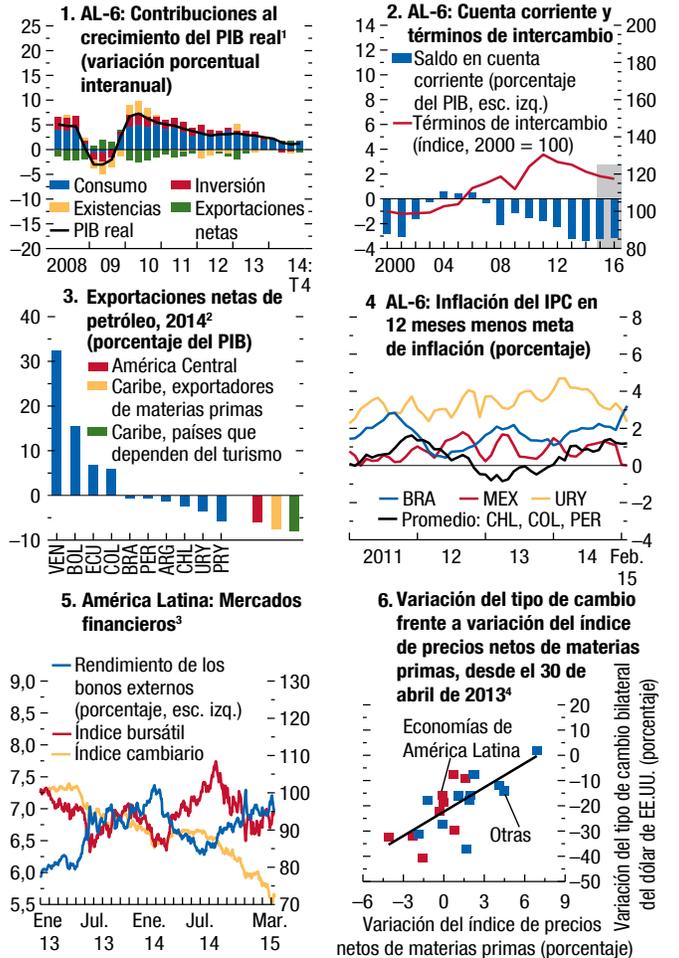
Las monedas en los países con tipos de cambio flexibles reaccionaron rápidamente a los cambios en las perspectivas externas y el debilitamiento de las condiciones internas, depreciándose en promedio alrededor de 10% en cifras ponderadas en función del comercio desde el final de agosto de 2014, y en algunos casos se depreciaron hasta 15%–20%. Los mercados de acciones retrocedieron y los diferenciales de crédito externo se ampliaron. La emisión de bonos empresariales en general se mantuvo firme, pero las empresas expuestas al mercado de materias primas han empezado a enfrentarse a condiciones de financiamiento más restrictivas. El crédito también ha seguido experimentando una desaceleración.

Sin ningún impulso a favor de un repunte de la actividad a corto plazo y con perspectivas de precios persistentemente más bajos de las materias primas y un menor margen de maniobra para la aplicación de políticas en muchas economías, se proyecta ahora que el crecimiento regional descenderá a menos de 1% en 2015 (aproximadamente 1¼ puntos porcentuales por debajo de lo proyectado en la edición de octubre de 2014 del informe WEO), bastante por debajo del crecimiento medio de 4,1% observado en 2004–13 (cuadro 2.4). Las revisiones a la baja están concentradas en los países exportadores de materias primas de América del Sur. Mientras tanto, el producto permanece cercano a su nivel potencial, como lo demuestran los niveles aún bajos de desempleo en muchas economías.

- Se proyecta que la economía de Brasil se contraerá un 1% en 2015, es decir, casi 2½ puntos porcentuales por debajo del pronóstico de la edición de octubre de 2014 del informe WEO. La actitud del sector privado se mantiene persistentemente débil, incluso después de que se disipara la incertidumbre relacionada con las elecciones, y las causas son el riesgo a corto plazo de racionamiento de electricidad y agua, problemas de competitividad que no han sido abordados y el desenlace de la investigación de Petrobras. El renovado compromiso de las autoridades brasileñas para contener el déficit fiscal y reducir la inflación ayudará a restablecer la confianza en el marco de política macroeconómica de Brasil, aunque reprimirá aún más la demanda a corto plazo.
- Las proyecciones para las economías andinas son comparativamente favorables pero también se han revisado a la baja desde octubre. El crecimiento proyectado este año para Chile, Colombia y Perú es entre ½ punto porcentual y 1,3 puntos porcentuales más bajo que en octubre. En Chile, la incertidumbre en torno al impacto de las reformas de política parece estar trabando la inversión, aunque hay señales de que el crecimiento ha empezado repuntar. En el caso de Perú, la debilidad de las exportaciones y la inversión provocó una marcada desaceleración en 2014, pero las medidas concertadas de política económica y las nuevas operaciones en el sector minero deberían propiciar una reactivación este año. En Colombia, los precios más bajos del petróleo harán que el crecimiento descienda a menos de 4%.
- Se proyecta que en Argentina el crecimiento será ligeramente negativo en 2015, y que la caída de la inversión y las exportaciones se verá compensada en parte por un gasto público más fuerte y un mayor

Gráfico 2.6. América Latina y el Caribe: Debilidad persistente

El crecimiento en América Latina y el Caribe continuó desacelerándose debido a que los países exportadores de materias primas de la región se han visto afectados por la caída de precios de esos productos. Los déficits en cuenta corriente externa han seguido aumentando en la mayoría de los países de la región, aunque el reciente desplome de los precios del petróleo ha brindado alivio a los importadores netos, particularmente en América Central y el Caribe. El abaratamiento del petróleo también debería contribuir a la desinflación, pero los efectos se verán contrarrestados en parte por el debilitamiento de los tipos de cambio, que han sido cruciales para facilitar el ajuste externo.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; autoridades nacionales, y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: IPC = índice de precios al consumidor; AL-6 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay. Los agregados de los grupos de países se ponderan en función del PIB valorado según la paridad del poder adquisitivo, como proporción del PIB del grupo, salvo indicación en contrario. En las leyendas de datos en el gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).
¹Promedio desestacionalizado y ponderado en función de la paridad del poder adquisitivo. Las existencias incluyen las discrepancias estadísticas.
²Los datos de Bolivia incluyen las exportaciones de gas natural. Promedio simple de América Central (Belice, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá); exportadores de materias primas del Caribe (Guyana, Suriname, Trinidad y Tabago), y países del Caribe que dependen del turismo (Bahamas, Barbados, Jamaica y países de la Unión Monetaria del Caribe Oriental).
³El rendimiento de los bonos externos corresponde al rendimiento del Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan para América Latina. El índice bursátil corresponde al índice de rendimientos totales netos locales del Índice de mercados emergentes de MSCI para América Latina. El índice cambiario corresponde al índice de mercados cambiarios de América Latina de Bloomberg J.P. Morgan. La base de los índices bursátiles y del mercado cambiario se cambió a 2 de enero de 2013 = 100. Los datos abarcan cifras hasta el 26 de marzo de 2015.
⁴El índice de precios netos de materias primas está basado en Gruss (2014). Los datos abarcan cifras hasta el final de febrero de 2015.

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

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
América del Norte	2,4	3,0	3,0	1,9	0,5	1,7	-2,3	-2,3	-2,4	...	...	...
Estados Unidos	2,4	3,1	3,1	1,6	0,1	1,5	-2,4	-2,3	-2,4	6,2	5,5	5,1
Canadá	2,5	2,2	2,0	1,9	0,9	2,0	-2,2	-2,6	-2,3	6,9	7,0	6,9
México	2,1	3,0	3,3	4,0	3,2	3,0	-2,1	-2,2	-2,2	4,8	4,3	4,0
América del Sur⁴	0,7	-0,2	1,3	...	...	...	-2,9	-3,5	-3,2	...	...	...
Brasil	0,1	-1,0	1,0	6,3	7,8	5,9	-3,9	-3,7	-3,4	4,8	5,9	6,3
Argentina ^{5,6}	0,5	-0,3	0,1	...	18,6	23,2	-0,9	-1,7	-1,8	7,3	7,0	8,1
Colombia	4,6	3,4	3,7	2,9	3,4	3,0	-5,0	-5,8	-4,9	9,1	9,0	8,9
Venezuela	-4,0	-7,0	-4,0	62,2	96,8	83,7	4,3	-4,7	-0,8	8,0	12,8	16,1
Chile	1,8	2,7	3,3	4,4	3,0	3,0	-1,2	-1,2	-2,0	6,4	7,2	7,0
Perú	2,4	3,8	5,0	3,2	2,5	2,0	-4,1	-4,6	-4,3	6,0	6,0	6,0
Ecuador	3,6	1,9	3,6	3,6	3,2	3,0	-0,8	-3,3	-3,0	5,0	5,0	5,0
Bolivia	5,4	4,3	4,3	5,8	5,1	5,0	0,7	-2,8	-4,2	4,0	4,0	4,0
Uruguay	3,3	2,8	2,9	8,9	7,9	7,5	-4,7	-3,8	-4,1	6,5	6,8	7,0
Paraguay	4,4	4,0	4,0	5,0	3,6	4,5	0,1	-1,7	-2,2	5,5	5,5	5,5
América Central⁷	4,0	4,2	4,3	3,4	2,6	3,3	-5,9	-5,0	-5,2	...	...	...
El Caribe⁸	4,7	3,7	3,5	4,0	3,3	4,2	-3,1	-2,4	-2,7	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>												
América Latina y el Caribe ⁹	1,3	0,9	2,0	...	...	...	-2,8	-3,2	-3,0	...	...	...
Excluido Argentina	1,4	1,0	2,2	7,9	9,0	7,6	-3,0	-3,4	-3,1	...	...	...
Unión Monetaria del Caribe Oriental ¹⁰	1,7	2,0	2,1	0,8	0,7	1,6	-15,8	-13,9	-14,5	...	...	...

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.

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

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

⁵Las cifras de Argentina son los datos oficiales declarados, revisados en mayo de 2014. El 1 de febrero de 2013 el FMI emitió una declaración de censura, y en diciembre de 2013 instó a Argentina a adoptar medidas especificadas para mejorar la calidad de los datos oficiales del PBI dentro de un calendario especificado. El 15 de diciembre de 2014, el Directorio Ejecutivo reconoció la implementación de las medidas especificadas que había solicitado para fines de septiembre de 2014 y los pasos iniciales que habían tomado las autoridades argentinas para remediar las deficiencias en el suministro de datos. El Directorio Ejecutivo volverá a examinar esta cuestión según el calendario especificado en diciembre de 2013 y conforme a los procedimientos establecidos en el marco jurídico del FMI.

⁶A partir de 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 abril 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 15 de diciembre de 2014, el Directorio Ejecutivo reconoció la implementación de las medidas especificadas que había solicitado para fines de septiembre de 2014 y los pasos iniciales que habían tomado las autoridades argentinas para remediar las deficiencias en el suministro de datos. El Directorio Ejecutivo volverá a examinar este tema conforme al calendario especificado en diciembre de 2013 y en consonancia con los procedimientos establecidos en el marco jurídico del FMI.

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

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

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

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

consumo privado. En Venezuela, el desplome del precio del petróleo ha complicado una situación que ya era difícil. Los numerosos controles administrativos y otras distorsiones de política han agravado la escasez de productos de primera necesidad, han elevado la inflación a más de 60% en 2014 y han causado una profunda recesión.

- Para México se proyecta un crecimiento de la economía de 3% este año, pronóstico sólido pero un poco inferior a lo previsto anteriormente, dado que la persistente debilidad de la demanda interna y una orientación fiscal más restrictiva contrarrestan los efectos positivos del crecimiento más vigoroso en Estados Unidos.

- Por el lado positivo, los precios más bajos del petróleo y la sólida recuperación de Estados Unidos han mejorado las perspectivas para América Central. Las remesas crecieron 9% en 2014 y, junto con el mayor dinamismo de las exportaciones, seguirán respaldando la actividad interna y facilitando la importante tarea de afianzar la situación fiscal de varios países.
- Análogamente, las economías del Caribe que dependen del turismo han comenzado a observar un repunte del arribo de turistas. Sin embargo, las deficiencias de competitividad de larga data, la elevada deuda pública y las fragilidades del sector financiero siguen siendo preocupaciones apremiantes.

Los riesgos que rodean a estas perspectivas menos favorables son considerables y se inclinan en cierta medida a la baja. La actividad en los países exportadores de materias primas de la región podría debilitarse aún más si se produjeran shocks adversos, en particular una desaceleración de la inversión más pronunciada de lo previsto en China. No obstante, nuevos descensos de los precios de las materias primas brindarían un estímulo a los importadores netos, sobre todo en América Central y el Caribe. Pero hay que tener en cuenta que muchas de estas economías obtienen financiamiento concesionario de Venezuela para una parte de sus importaciones de petróleo. Un posible recorte de esta ayuda de Petrocaribe podría generar presión sobre las finanzas públicas en algunos de estos países.

Las deslucidas perspectivas económicas, sumadas al inminente aumento de las tasas de interés en Estados Unidos, también podrían restringir la disponibilidad de financiamiento externo y dar lugar a correcciones en los mercados financieros. Este escenario podría someter a tensiones a algunas empresas prestatarias, especialmente en los sectores que enfrentan fuertes caídas de las utilidades y niveles elevados de apalancamiento. Por el lado positivo, el crecimiento sólido de Estados Unidos podría dar un impulso mayor de lo previsto a los socios comerciales en la región.

Un riesgo clave a mediano plazo es un debilitamiento prolongado de la inversión que perjudicaría aún más el crecimiento potencial de la región. Si para abordar la actual desaceleración se aplican medidas erradas como ser un estímulo de políticas excesivo, en lugar de resolver los estrangulamientos de la oferta y los problemas de competitividad, podría socavarse la estabilidad macroeconómica, lograda en base a mucho esfuerzo.

Por lo tanto, el principal desafío para la región consiste en gestionar el ajuste ante la nueva coyuntura

externa y al mismo tiempo preservar los sólidos fundamentos económicos y elevar el crecimiento potencial.

La flexibilidad del tipo de cambio puede ser crucial para amortiguar los shocks adversos de los términos de intercambio y reequilibrar la demanda. El margen de maniobra para aplicar una política monetaria más laxa es limitado: la inflación en general se sitúa por encima de los puntos medios de las metas, y la depreciación de las monedas como mínimo contrarrestará parcialmente el efecto positivo de los precios más bajos de las materias primas. No obstante, los países con expectativas de inflación bien ancladas aún disponen de cierta flexibilidad para adaptar la orientación de sus políticas en respuesta a la debilidad que muestran los datos económicos recientes.

El deterioro de las finanzas públicas desde la crisis financiera mundial limita las opciones de política fiscal en muchos de los países de la región. Los exportadores de materias primas con reservas sólidas aún están en condiciones de suavizar la desaceleración que está en curso, pero también deberán evitar un aumento duradero de los déficits. En cambio, muchos países importadores de materias primas han obtenido alivio gracias a que ha disminuido la carga que suponen los subsidios a los combustibles, y deberían aprovechar la oportunidad para consolidar estos avances adoptando un sistema de determinación de precios basado en el mercado.

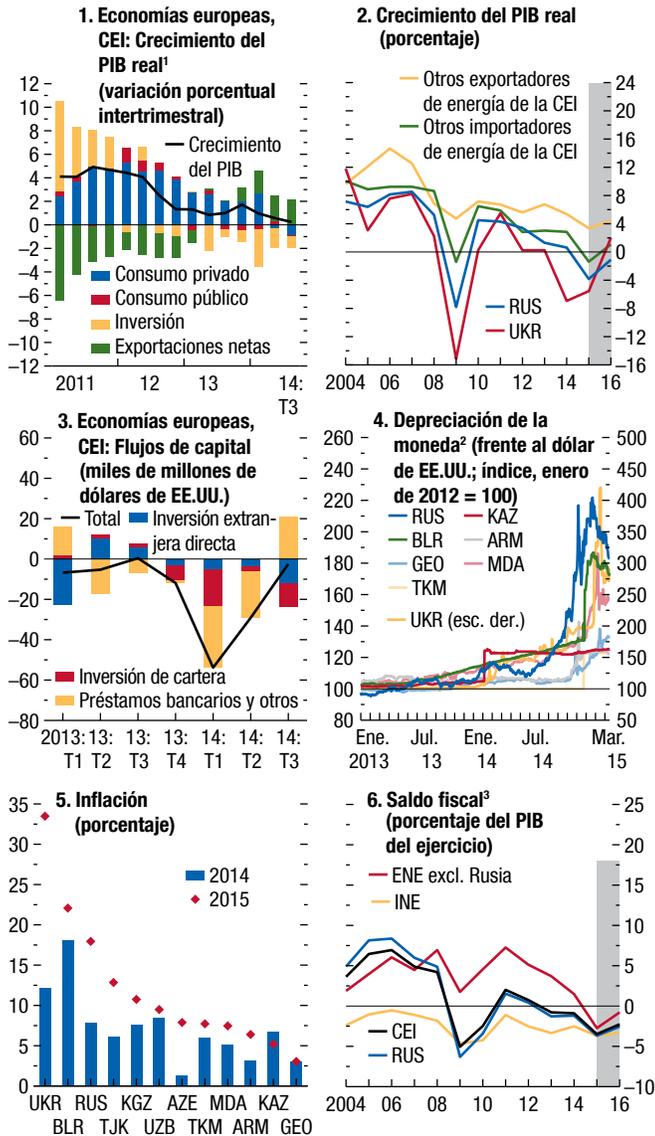
Más allá de estos ajustes, las difíciles perspectivas actuales subrayan la necesidad urgente de aplicar reformas en el lado de la oferta. Para reforzar las perspectivas de crecimiento y seguir avanzando en la reducción de la pobreza en medio de condiciones externas más difíciles será necesario redoblar los esfuerzos para mejorar el clima empresarial, elevar la productividad y aumentar el ahorro y la inversión.

Comunidad de Estados Independientes: La caída del precio del petróleo empeora las perspectivas

Se prevé que la región de la Comunidad de Estados Independientes entre en recesión en 2015. En los países exportadores de petróleo, el drástico descenso del precio del petróleo y la contracción significativa en Rusia implican perspectivas mucho menos alentadoras. En los países importadores de petróleo, los beneficios de la disminución del precio del petróleo probablemente serán más que suficientes para compensar las deficiencias económicas internas y los efectos

Gráfico 2.7. Comunidad de Estados Independientes: Haciendo frente a los riesgos geopolíticos y a la caída de los precios del petróleo

En un contexto de elevada inflación, Rusia y Ucrania están entrando en recesión conforme se están viendo afectados por las tensiones geopolíticas y la caída de los precios del petróleo. Otras economías de la Comunidad de Estados Independientes (CEI) también registran una disminución del crecimiento y un deterioro del saldo fiscal debido a los efectos negativos de contagio, particularmente los procedentes de Rusia.



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

Nota: Economías europeas de la CEI = Belarús, Moldova, Rusia y Ucrania; Economías no europeas de la CEI = Armenia, Azerbaiyán, Georgia, Kazajstán, la República Kirguisa, Tayikistán, Turkmenistán y Uzbekistán; Exportadores netos de energía (ENE) excl. Rusia = Azerbaiyán, Kazajstán, Turkmenistán, Uzbekistán; Importadores netos de energía (INE) = Armenia, Belarús, Georgia, Moldova, la República Kirguisa, Tayikistán, Ucrania. En las leyendas de datos en el gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

¹Se excluye Moldova debido a la falta de datos.

²Los datos abarcan hasta el 27 de marzo de 2015.

³Déficit primario no petrolero en el caso de Rusia; saldo global, en el de los importadores netos de energía, y préstamo/endeudamiento neto del gobierno general, en el de la CEI y los exportadores netos de energía, excluido Rusia.

derivados de la contracción en Rusia a través de las remesas, el comercio y la inversión extranjera directa.

Las economías europeas de la Comunidad de Estados Independientes se desaceleraron aún más en el segundo semestre de 2014, y la contribución del consumo privado se tornó negativa (gráfico 2.7). La caída de los precios del petróleo, sumada a las sanciones internacionales, agravó las deficiencias estructurales subyacentes de Rusia, socavando la confianza y provocando una depreciación significativa del rublo, lo que exacerbó las presiones inflacionarias. En respuesta a esta situación, el Banco Central de Rusia subió su tasa de política monetaria en 750 puntos básicos a 17% en diciembre, y las autoridades rusas anunciaron varias medidas para normalizar las condiciones del mercado. El contagio derivado de la depreciación del rublo también se propagó a otros países de la Comunidad de Estados Independientes. La recesión en Ucrania se intensificó en 2014, en gran medida debido al impacto económico del conflicto en el este. Desde el pasado octubre, la presión sobre el hryvnia ha aumentado considerablemente, contribuyendo a una caída de las reservas de divisas y acelerando la inflación.

Las perspectivas para la Comunidad de Estados Independientes se han deteriorado sensiblemente, y se prevé ahora una contracción de 2,6% en 2015 (unos 4 puntos porcentuales por debajo de las proyecciones presentadas en la edición de octubre de 2014 del informe WEO) y un nivel de inflación de dos dígitos en muchos países (cuadro 2.5). También se prevé una caída del crecimiento en el Cáucaso y Asia Central: de 5,3% en 2014 a 3,2% en 2015, lo que equivale a una revisión a la baja de 2,4 puntos porcentuales respecto a la edición de octubre de 2014 del informe WEO. Esta caída se prevé como consecuencia de los efectos de contagio procedentes de Rusia (a través de las remesas, el comercio y la inversión extranjera directa) y la disminución de los precios de exportación del petróleo, los metales y los minerales.

- Según las proyecciones, la caída del precio del petróleo, las condiciones financieras más restrictivas, las sanciones internacionales y el debilitamiento de la confianza provocarán una recesión en Rusia en 2015. Se prevé una contracción del producto de 3,8%, lo que equivale a una revisión a la baja de alrededor de 4¼ puntos porcentuales en comparación con el pronóstico presentado en la edición de octubre de 2014 del informe WEO. En 2016, se

Cuadro 2.5. 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 ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
Comunidad de Estados Independientes⁴	1,0	-2,6	0,3	8,1	16,8	9,4	2,2	2,5	3,7	...	...	...
Exportadores netos de energía	1,5	-2,4	0,1	7,5	15,6	9,1	3,1	3,4	4,6	...	...	...
Rusia	0,6	-3,8	-1,1	7,8	17,9	9,8	3,1	5,4	6,3	5,1	6,5	6,5
Kazajstán	4,3	2,0	3,1	6,7	5,2	5,5	1,6	-4,1	-3,1	5,2	5,2	5,2
Uzbekistán	8,1	6,2	6,5	8,4	9,5	9,8	0,1	0,2	0,2	...	...	...
Azerbaiyán	2,8	0,6	2,5	1,4	7,9	6,2	15,3	5,3	8,2	6,0	6,0	6,0
Turkmenistán	10,3	9,0	9,2	6,0	7,7	6,6	-5,9	-11,1	-6,7	...	...	...
Importadores netos de energía	-2,6	-3,7	1,6	12,3	25,2	11,4	-5,7	-5,2	-4,2	...	...	...
Ucrania ⁵	-6,8	-5,5	2,0	12,1	33,5	10,6	-4,0	-1,4	-1,3	10,5	11,5	11,0
Belarús	1,6	-2,3	-0,1	18,1	22,1	17,4	-6,1	-7,0	-4,2	0,5	0,5	0,5
Georgia	4,7	2,0	3,0	3,1	3,0	5,0	-9,6	-11,5	-12,0	...	...	...
Armenia	3,4	-1,0	...	3,1	6,4	4,0	-9,2	-8,6	-8,6	18,0	17,9	17,7
Tayikistán	6,7	3,0	4,1	6,1	12,8	6,3	-9,1	-7,1	-5,8	...	...	...
República Kirguisa	3,6	1,7	3,4	7,5	10,7	8,6	-13,7	-17,0	-15,2	7,6	7,5	7,4
Moldova	4,6	-1,0	3,0	5,1	7,5	6,3	-5,5	-4,5	-5,4	4,0	4,5	4,3
<i>Partidas informativas</i>												
Cáucaso y Asia central ⁶	5,3	3,2	4,2	5,8	6,9	6,6	1,7	-3,4	-2,0	...	...	...
Países de bajo ingreso de la CEI ⁷	6,7	4,2	5,0	6,9	8,7	8,2	-4,2	-3,8	-3,6	...	...	...
Exportadores netos de energía, excluido Rusia	5,4	3,4	4,4	5,9	6,9	6,7	3,0	-2,6	-1,2	...	...	...

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

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales del desempleo pueden variar.

⁴Georgia, 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.

⁵A partir de 2014 excluye Crimea y Sevastopol.

⁶Cáucaso y Asia central comprenden Armenia, Azerbaiyán, Georgia, Kazajstán, la República Kirguisa, Tayikistán, Turkmenistán y Uzbekistán.

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

prevé una contracción menor, de 1,1%, conforme la inflación disminuya y cierta sustitución de importaciones contribuya a una leve recuperación de la demanda.

- A pesar del estímulo anunciado recientemente por el gobierno de Kazajstán, se prevé que la disminución de los precios del petróleo y los retrasos en la producción en el yacimiento de petróleo Kashagan, así como la debilidad en la economía mundial, mantengan el crecimiento en 2,0% en 2015 (una revisión a la baja de prácticamente 3 puntos porcentuales) y en 3,1% en 2016.
- Se espera que la economía de Ucrania toque fondo en 2015 conforme se estabiliza la actividad al recuperarse la confianza de los consumidores y los inversores, y al iniciarse los trabajos de reconstrucción. Aún se prevé que el producto disminuya 5,5% en 2015, lo cual supone cierta mejora con respecto a la contracción de 6,8% registrada en 2014.

- Según las proyecciones, Armenia y Belarús entrarán en recesión en 2015, y en Georgia el crecimiento se desacelerará. En estas tres economías, este giro a la baja refleja los efectos de contagio procedentes de Rusia. En Moldova, la merma del crecimiento del crédito, junto con la disminución de las exportaciones y las remesas, se traducirá en una pequeña contracción del PIB este año.

Los riesgos para la región son, en gran medida, a la baja. El prolongado período de incertidumbre y la imposición de sanciones adicionales a Rusia podrían debilitar aún más la inversión. El deterioro de los balances de los bancos y las empresas debido a la reciente y pronunciada depreciación de las monedas nacionales en toda la región podría plantear riesgos para la estabilidad financiera. Un repunte de los precios del petróleo antes de lo esperado implica algunos riesgos al alza para los países exportadores de petróleo y también, a través del impacto positivo en la economía

rusa, para los importadores de petróleo de la Comunidad de Estados Independientes.

Dado el deterioro de las condiciones económicas y los considerables riesgos a la baja, una prioridad fundamental es preservar la estabilidad macroeconómica. En Rusia, el ajuste de la política monetaria y la decisión del banco central de adoptar un régimen de tipo de cambio flotante antes de lo programado fueron adecuados. Ante una política monetaria restringida por un nivel de inflación por encima de la meta y problemas de estabilidad financiera, y en vista de los amplios márgenes de maniobra fiscal de Rusia, se justificaría una relajación limitada del saldo estructural no petrolero en 2015. En Ucrania, sigue siendo apropiado reforzar las reservas y aplicar una orientación fiscal más restrictiva. En Belarús, se requiere una mayor flexibilidad del tipo de cambio, conjuntamente con la aplicación de políticas macroeconómicas restrictivas y profundas reformas estructurales, para contener de manera duradera la inflación y reducir los desequilibrios externos.

Para hacer frente a los efectos de contagio provenientes de Rusia, los países del Cáucaso y Asia Central deberían implementar una política fiscal anticíclica si el espacio fiscal, el financiamiento disponible y la posición externa lo permiten. En general, estos países deberían permitir una mayor flexibilidad del tipo de cambio, respaldada por políticas macroeconómicas y estructurales adecuadas y, si es necesario, una mayor depreciación para minimizar la pérdida de reservas y la erosión de la competitividad. Esa mayor flexibilidad del tipo de cambio a lo largo del tiempo también ayudaría a estas economías a adaptarse a los shocks adversos. Es posible que se necesite aplicar una política monetaria más restrictiva para hacer frente a las presiones inflacionarias provocadas por la depreciación de la moneda.

A mediano plazo, la mayoría de los países exportadores de petróleo deberán recalibrar sus planes de consolidación fiscal, dado que se prevé que persista el shock petrolero. Es prioritario contener los gastos corrientes que resultan difíciles de revertir, ampliar las bases imponibles y fortalecer la administración tributaria. El gasto destinado a propiciar el crecimiento en infraestructura, salud y educación, así como la asistencia social focalizada, deberán preservarse en la medida de lo posible. Los países importadores de petróleo deberán reanudar la consolidación fiscal para recomponer sus márgenes de maniobra tan pronto como las condiciones cíclicas lo permitan. Es preciso acelerar las reformas estructurales en el ámbito de la gestión de gobierno, la corrupción, la educación y el sector financiero para diversificar las

economías, mejorar el clima de negocios y reforzar la intermediación financiera.

Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán: Petróleo, conflictos y transiciones

El crecimiento continuó siendo débil en Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán (OMNAP) en 2014 en un contexto caracterizado por la caída de los precios del petróleo, los persistentes conflictos en la región y la continua incertidumbre política. Se prevé tan solo un modesto fortalecimiento de la actividad económica en el presente año, y las sustanciales revisiones a la baja de las proyecciones de crecimiento de la región pueden atribuirse a los países exportadores de petróleo de la región. Los riesgos continúan inclinándose a la baja. Ante las importantes pérdidas originadas por la disminución del precio del petróleo, la mayoría de los países exportadores de petróleo deben recalibrar sus planes de consolidación fiscal a mediano plazo. En toda la región, la disminución del precio del petróleo genera las condiciones necesarias para seguir implementando reformas a los subsidios a fin de crear espacio fiscal para el gasto destinado a promover el crecimiento. También es necesario implementar reformas estructurales para elevar las perspectivas de crecimiento de manera sostenible e inclusiva.

Economías exportadoras de petróleo

Como consecuencia del fuerte descenso de los precios del petróleo, los países exportadores de petróleo de OMNAP están experimentando importantes pérdidas de ingresos fiscales y de exportación (gráfico 2.8). Se prevé que la mayoría de los países exportadores de petróleo de la región eviten drásticos recortes del gasto recurriendo a sus importantes reservas y utilizando el financiamiento disponible.

Se proyecta ahora que el crecimiento se mantendrá prácticamente sin variación, en 2,4%, en 2015, lo que representa una revisión a la baja de 1½ puntos porcentuales respecto a la edición de octubre de 2014 del informe WEO, y repunte luego a 3,5% en 2016 (cuadro 2.6). Concretamente:

- Las previsiones de crecimiento de Arabia Saudita se han revisado a la baja, a 3,0% en 2015, 1½ puntos porcentuales menos respecto a la edición de octubre de 2014 del informe WEO, y 2,7% en 2016. Aproximadamente la mitad de las revisiones se deben a un cambio de base de los datos sobre el PIB

real¹. Con el descenso de los precios del petróleo, el saldo fiscal de Arabia Saudita registrará un sustancial déficit en 2015 y 2016.

- En la República Islámica del Irán, se proyecta un crecimiento de 0,6% en 2015 y 1,3% en 2016, una revisión a la baja respecto de la edición de octubre de 2014 del informe WEO de alrededor de 1½ puntos porcentuales y 1 punto porcentual, respectivamente. Las revisiones reflejan el impacto de la disminución del precio del petróleo y la persistente incertidumbre en torno a los avances hacia un acuerdo global con el grupo P5+1².
- En Iraq, se proyecta un crecimiento de 1,3% en 2015, respaldado por un aumento de la producción de petróleo, pero se prevé que la actividad no petrolera se mantenga sin variaciones debido a las difíciles condiciones de seguridad y recortes del gasto fiscal en respuesta a la disminución del precio del petróleo.
- En Argelia, se prevé una desaceleración del crecimiento de 4,1% en 2014 a 2,6% en 2015, dado que la disminución del precio del petróleo exacerbará las vulnerabilidades fiscales y externas existentes.

La producción y los precios del petróleo, así como los persistentes conflictos en la región, constituyen importantes riesgos para las perspectivas. Continúa la creciente incertidumbre sobre el mercado petrolero, observándose una volatilidad del precio del petróleo en niveles históricamente altos y riesgos para la producción de petróleo inclinados a la baja. Los riesgos a la baja para el crecimiento no petrolero también se deben a la posibilidad de que el ajuste fiscal sea mayor de lo previsto actualmente o de que la inversión privada se vea afectada por una pérdida de confianza. El recrudecimiento de los conflictos y las perturbaciones de la seguridad en una serie de países exportadores de petróleo podrían socavar aún más la actividad económica, postergar las reformas y mermar la confianza.

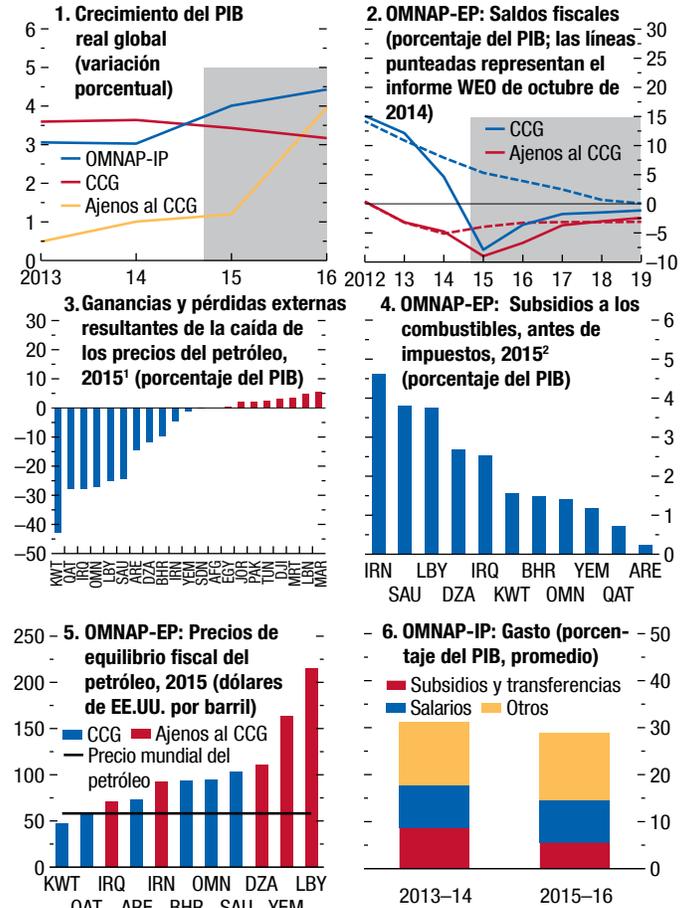
Las autoridades económicas deben estar preparadas para hacer frente a un período sostenido de precios del petróleo más bajos y reevaluar sus planes a mediano plazo según corresponda. Los países deben abordar las vulnerabilidades fiscales generadas por la rápida erosión de los márgenes de maniobra existentes y los elevados precios de equilibrio del petróleo, y ahorrar montos

¹El cambio de base a 2010 se ha traducido en una mayor proporción del PIB petrolero (43% frente a un 21% hasta entonces) y, por consiguiente, en menores tasas de crecimiento del PIB real en 2013–14, cuando el crecimiento del PIB petrolero fue moderado.

²El grupo P5+1 está integrado por los cinco miembros permanentes del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas y Alemania.

Gráfico 2.8. Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán: Petróleo, conflictos y transiciones

El crecimiento continuó siendo débil en Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán (OMNAP) en 2014 en un contexto caracterizado por la disminución de los precios del petróleo, la intensificación de los conflictos y la persistente incertidumbre política. El fuerte descenso de los precios del petróleo ha debilitado los saldos fiscales y externos de los países exportadores de petróleo de la región, proporcionando al mismo tiempo un muy necesario margen de maniobra a los países importadores de petróleo. En toda la región, la disminución de los precios del petróleo brinda la oportunidad de implementar reformas estructurales y de los subsidios, las cuales crearán espacio fiscal para realizar inversiones que promuevan el crecimiento, mejorar la competitividad y respaldar la creación de empleo y el crecimiento inclusivo.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, Sistema de notificaciones; Agencia Internacional de Energía; autoridades nacionales, y estimaciones del personal técnico del FMI. Nota: Consejo de Cooperación del Golfo (CCG) = Arabia Saudita, Bahrein, Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Omán, Qatar; países exportadores de petróleo de OMNAP (OMNAP-EP) = Arabia Saudita, Argelia, Bahrein, Emiratos Árabes Unidos, Iraq, Kuwait, Libia, Omán, República Islámica del Irán, Qatar, Yemen; países importadores de petróleo de OMNAP (OMNAP-IP) = Afganistán, Djibouti, Egipto, Jordania, Líbano, Marruecos, Mauritania, Pakistán, Siria, Sudán, Túnez. En las leyendas de datos en el gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO). Los datos a partir de 2011 excluyen Siria.

¹Las pérdidas (ganancias) externas resultantes de la disminución de los precios del petróleo se calculan como la diferencia proyectada en el valor en dólares de EE.UU. de las exportaciones netas de petróleo en 2015, utilizando los supuestos sobre el precio del petróleo en 2015 presentados en las ediciones de abril de 2015 y de octubre de 2014 del informe WEO, y sobre el volumen de las exportaciones netas de petróleo en este último, con ajustes en función de los factores idiosincrásicos específicos de cada país.

²El tamaño del costo de los subsidios se estima utilizando los datos de 2013. Los cálculos se basan en un análisis de las diferencias de precios según Clements *et al.* (2013) y Sdravovich *et al.* (2014).

Cuadro 2.6. 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 ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
Oriente Medio, Norte de África,												
Afganistán y Pakistán	2,6	2,9	3,8	6,7	6,1	6,2	6,4	-1,9	-0,1	...	...	...
Exportadores de petróleo⁴	2,4	2,4	3,5	5,6	5,6	6,0	10,0	-1,0	1,7	...	...	...
Arabia Saudita	3,6	3,0	2,7	2,7	2,0	2,5	14,1	-1,0	3,7	5,5	...	...
Irán	3,0	0,6	1,3	15,5	16,5	17,0	3,8	0,8	1,2	11,2	12,3	13,2
Emiratos Árabes Unidos	3,6	3,2	3,2	2,3	2,1	2,3	12,1	5,3	7,2	...	...	...
Argelia	4,1	2,6	3,9	2,9	4,0	4,0	-4,3	-15,7	-13,2	10,6	11,8	11,9
Iraq	-2,4	1,3	7,6	2,2	3,0	3,0	-3,5	-9,6	-3,6	...	...	...
Qatar	6,1	7,1	6,5	3,0	1,8	2,7	25,1	8,4	5,0	...	...	...
Kuwait	1,3	1,7	1,8	2,9	3,3	3,6	35,3	15,7	19,3	2,1	2,1	2,1
Importadores de petróleo⁵	3,0	4,0	4,4	9,2	7,0	6,6	-4,0	-4,2	-4,5	...	...	...
Egipto	2,2	4,0	4,3	10,1	10,3	10,5	-0,8	-3,3	-4,3	13,4	13,1	12,5
Pakistán	4,1	4,3	4,7	8,6	4,7	4,5	-1,2	-1,3	-1,4	6,7	6,5	6,1
Marruecos	2,9	4,4	5,0	0,4	1,5	2,0	-5,8	-3,4	-3,3	9,1	9,0	8,9
Sudán	3,4	3,3	3,9	36,9	19,0	10,5	-5,2	-4,2	-3,9	13,6	13,3	13,0
Túnez	2,3	3,0	3,8	4,9	5,0	4,1	-8,9	-6,4	-5,2	15,3	15,0	14,0
Líbano	2,0	2,5	2,5	1,9	1,1	2,8	-24,9	-22,2	-21,7	...	...	...
Jordania	3,1	3,8	4,5	2,9	1,2	2,5	-7,0	-7,6	-6,6	11,9	...	...
<i>Partidas informativas</i>												
Oriente Medio y Norte de África	2,4	2,7	3,7	6,5	6,2	6,4	7,0	-2,0	0,0	...	...	...
Israel ⁶	2,8	3,5	3,3	0,5	-0,2	2,1	3,0	4,5	4,4	6,0	5,5	5,3
Magreb ⁷	1,0	3,3	5,6	2,5	3,3	3,6	-8,1	-14,6	-11,6	...	...	...
Mashreq ⁸	2,2	3,9	4,2	8,9	8,9	9,3	-4,7	-6,2	-6,8	...	...	...

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

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴Incluye Bahrein, Libia, Omán y Yemen.

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

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

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

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

equitativos de su riqueza petrolera no renovable para las generaciones futuras. A fin de evitar en lo posible perjudicar el crecimiento, los planes de consolidación fiscal deberían centrarse en controlar los gastos corrientes, entre otras formas, limitando el crecimiento de los costos salariales del sector público y reduciendo los subsidios generalizados a la energía, que siguen siendo elevados en muchos países a pesar de la caída de los precios del petróleo. Es preciso priorizar los gastos de capital y aumentar los ingresos no petroleros a fin de respaldar los esfuerzos orientados a frenar el gasto.

Paralelamente a la consolidación fiscal, es necesario aplicar importantes reformas estructurales para abandonar los anteriores modelos de crecimiento impulsados por un gasto público que estaba respaldado por

el petróleo y para elevar la productividad en el sector privado no petrolero. El desafío consistirá en fomentar la diversificación hacia actividades en el sector de bienes transables y permitir al sector privado convertirse en un motor del crecimiento más independiente, alentando al mismo tiempo la creación de empleo en este sector.

Economías importadoras de petróleo

En los países importadores de petróleo de la región, la recuperación siguió siendo débil en 2014. El impulso generado por la mayor estabilidad política y las reformas iniciales se vio mermado por la intensificación de los conflictos regionales y las persistentes tensiones sociopolíticas y de seguridad. El débil crecimiento de la zona

del euro y el deterioro de la competitividad provocado por el fortalecimiento del dólar de EE.UU. (en algunos países cuya moneda está vinculada a la moneda estadounidense) también afectaron negativamente a la actividad económica. Sin embargo, se observan señales de una incipiente mejora de la confianza, entre otras cosas, en el ascenso de la calificación de los primeros bonos internacionales emitidos por Egipto y Pakistán en siete años.

Se prevé que el crecimiento aumente de 3,0% registrado el pasado año a 4,0% en 2015 y a 4,4% en 2016 (cuadro 2.6). Se espera que la demanda interna mejore gracias al fortalecimiento de la confianza, la aplicación de una política monetaria más expansiva y el menor freno fiscal. La recuperación en Europa respaldará el crecimiento de las exportaciones, lo cual compensará el impacto negativo provocado por la desaceleración del crecimiento en los países exportadores de petróleo de la región. La disminución de los precios del petróleo está reduciendo las vulnerabilidades, pero su impacto en el crecimiento es limitado dado que los gobiernos ahorrarán gran parte de los ingresos petroleros extraordinarios. Además, las crecientes dificultades en materia de seguridad y los efectos de contagio regionales afectarán negativamente a las perspectivas de reforma. También hay en juego factores específicos de cada país, por ejemplo:

- En Egipto, se espera que los planes de estabilización macroeconómica y las reformas estructurales de gran alcance fortalezcan la confianza, y se prevé que el crecimiento aumente a 4% este año. Sin embargo, es necesario seguir avanzando en la consolidación fiscal, implementar reformas de manera sostenida y lograr financiamiento externo para mantener la estabilidad macroeconómica y generar un crecimiento sostenible y empleos.
- En Marruecos, la implementación firme de políticas (entre ellas, la eliminación de los subsidios energéticos) ha ayudado a estabilizar la economía. Se prevé que el fortalecimiento de la demanda externa, el aumento de la confianza y la recuperación de la producción agrícola impulsen el crecimiento a 4,4% en 2015 y 5% en 2016, pero es necesario seguir implementando reformas estructurales, incluidas aquellas reformas dirigidas a mejorar el clima empresarial, a fin de mejorar la competitividad y empleo.
- En Pakistán, la economía se ha estabilizado, y se prevé un crecimiento de 4,3% en 2015 y una mejora gradual de las posiciones fiscal y externa. Es de vital importancia aplicar reformas contundentes

para afianzar estos avances y contrarrestar los efectos adversos de la caída de los precios del algodón y las tensiones políticas y de seguridad en la actividad económica.

- En Túnez, se prevé un retorno de la confianza y del crecimiento cuando concluya la transición política, pero el aumento de los desequilibrios externos, las persistentes vulnerabilidades bancarias y las tensiones en materia de seguridad afectarán negativamente a la actividad económica. En Jordania, se prevé que la disminución de los precios del petróleo y la aplicación de reformas adicionales contribuyan a aumentar el crecimiento en el presente año. En Líbano, el estancamiento político y los efectos de contagio derivados del conflicto en Siria seguirán frenando la actividad económica. Y Sudán continúa adaptándose a la caída de los ingresos petroleros debido a la secesión de Sudán del Sur, en el contexto de un entorno regional volátil, sanciones y una elevada carga de la deuda.

Los riesgos para el crecimiento en la región se inclinan a la baja. La intensificación de las tensiones y los problemas en las transiciones políticas podrían socavar aún más el comercio, la confianza, los esfuerzos de reforma y la estabilidad macroeconómica. Un crecimiento menor de lo previsto en Europa, los países miembros del Consejo de Cooperación para los Estados Árabes del Golfo o los mercados emergentes podría desacelerar el turismo y las exportaciones, y con algún rezago, las remesas y el apoyo financiero. Por el lado positivo, los gastos menores de lo previsto derivados de la caída de los precios del petróleo podrían impulsar aún más el crecimiento.

Para mejorar las perspectivas económicas y la creación de empleos se requerirá implementar reformas estructurales en muchos ámbitos. Es de vital importancia fortalecer el clima de negocios e implementar reformas de la gestión de gobierno, mejorar el acceso al financiamiento y promover la eficiencia del mercado de trabajo y la infraestructura a fin de reducir los costos operativos de las empresas y crear nuevos empleos. Para promover la productividad y la innovación es esencial fortalecer las capacidades de los trabajadores a través de la educación para adaptarlas a las necesidades del sector privado, adoptar las últimas tecnologías y técnicas de gestión, intensificar la integración comercial y recalibrar el papel del gobierno en apoyo del sector privado. El respaldo internacional a través de financiamiento, el acceso a los principales mercados de exportación, la asistencia técnica y el

asesoramiento en materia de políticas impulsarían estos esfuerzos de reforma.

Las políticas macroeconómicas pueden respaldar estas reformas a favor del crecimiento y la equidad, asegurando al mismo tiempo la estabilidad macroeconómica. La caída de precios del petróleo crea condiciones favorables para acelerar la reforma de los subsidios y aumentar los impuestos sobre la energía. Si la sostenibilidad fiscal y externa constituye un motivo de preocupación, es preciso ahorrar las ganancias extraordinarias. Si existe espacio, los recursos liberados podrían gastarse en infraestructura que promueva el crecimiento, la atención de la salud y la educación. Dada la incertidumbre que rodea la persistencia de la caída de los precios del petróleo, los países deben evitar compromisos de gasto irreversibles, tales como un aumento del gasto salarial del sector público. El incremento de las reservas y los bajos niveles de inflación brindan una oportunidad para reforzar la flexibilidad del tipo de cambio a fin de mejorar la competitividad —en especial después de la apreciación del dólar de EE.UU.— y la capacidad de ajustarse a los shocks.

África subsahariana: Resiliencia frente a los vientos en contra

El crecimiento en África subsahariana sigue siendo sólido, pero, según las previsiones, se desacelerará en 2015 debido a los vientos en contra derivados de la caída de los precios de las materias primas y la epidemia que azota a los países afectados por el ébola. Los principales riesgos a la baja son una mayor desaceleración del crecimiento de sus principales socios comerciales, un endurecimiento de las condiciones financieras mundiales más drástico del esperado y un aumento de las amenazas en materia de seguridad nacional y de la incertidumbre política de cara a las elecciones. Los países exportadores de petróleo deberían efectuar ajustes fiscales rápidamente, mientras que la orientación de las políticas de los países importadores de petróleo debería permitir encontrar un equilibrio adecuado entre promover el crecimiento y preservar la estabilidad.

En 2014, el crecimiento de África subsahariana en su conjunto se mantuvo sólido en 5%, aunque se trata de una cifra inferior al 5,2% registrado en 2013. En Sudáfrica, el crecimiento cayó de 2,2% en 2013 a 1,5% en 2014, como consecuencia de las huelgas en el sector de la minería y las limitaciones de la oferta energética. En el resto de la región, especialmente en

los países de bajo ingreso, el crecimiento se mantuvo estable gracias a las fuertes inversiones realizadas en el sector de la minería y en infraestructura y al consumo privado. Guinea, Liberia y Sierra Leona fueron la excepción, puesto que su crecimiento cayó brusca-mente como consecuencia de la epidemia de ébola, que ocasionó graves perturbaciones en los sectores agrícola y de servicios y el aplazamiento de proyectos de desarrollo en el sector de la minería.

Los países exportadores de petróleo de la región, en particular los que cuentan con reservas limitadas (Chad, Nigeria), comenzaron a adaptarse a la disminución de los precios del petróleo. Este ajuste conllevó un crecimiento menor del esperado. En cambio, el crecimiento en los países importadores de petróleo de la región fue por lo general conforme a las proyecciones anteriores, aunque con considerables variaciones entre los países.

Los saldos fiscales y en cuenta corriente se deterioraron significativamente en los países exportadores de petróleo de la región, debido al financiamiento de ambiciosos proyectos de inversión en infraestructura con ingresos del petróleo cada vez más reducidos (gráfico 2.9). Los saldos fiscales también se deterioraron en otros países de la región, como resultado de las persistentes dificultades fiscales que atraviesan los países afectados por el ébola y del fuerte aumento excepcional del gasto en Mozambique. En cambio, los saldos fiscales de Ghana y Zambia mejoraron gracias a los esfuerzos de consolidación realizados. Los bajos precios del petróleo y de los alimentos han contribuido a reforzar el contexto de baja inflación en la región, lo que les puede permitir a los países con niveles más bajos de crecimiento adoptar una orientación de la política monetaria más acomodaticia. El dólar se ha apreciado recientemente, y esto podría afectar la competitividad de algunos países cuya moneda está vinculada en general al dólar de EE.UU.

Las condiciones financieras externas favorables que se registraron durante gran parte del año alentaron un aumento de la emisión de bonos soberanos de US\$6.500 millones en 2013 a US\$8.700 millones en 2014, realizándose emisiones inaugurales en Côte d'Ivoire, Etiopía y Kenya. Sin embargo, estas condiciones se han endurecido considerablemente desde diciembre, y los rendimientos de los bonos de la región han presentado una tendencia al alza, sobre todo en Ghana (debido al elevado déficit fiscal) y Gabón y Nigeria (debido al abaratamiento del precio del petróleo).

Según las proyecciones, África subsahariana experimentará un crecimiento sólido en 2015–16. Sin embargo, dado el panorama mundial menos favorable,

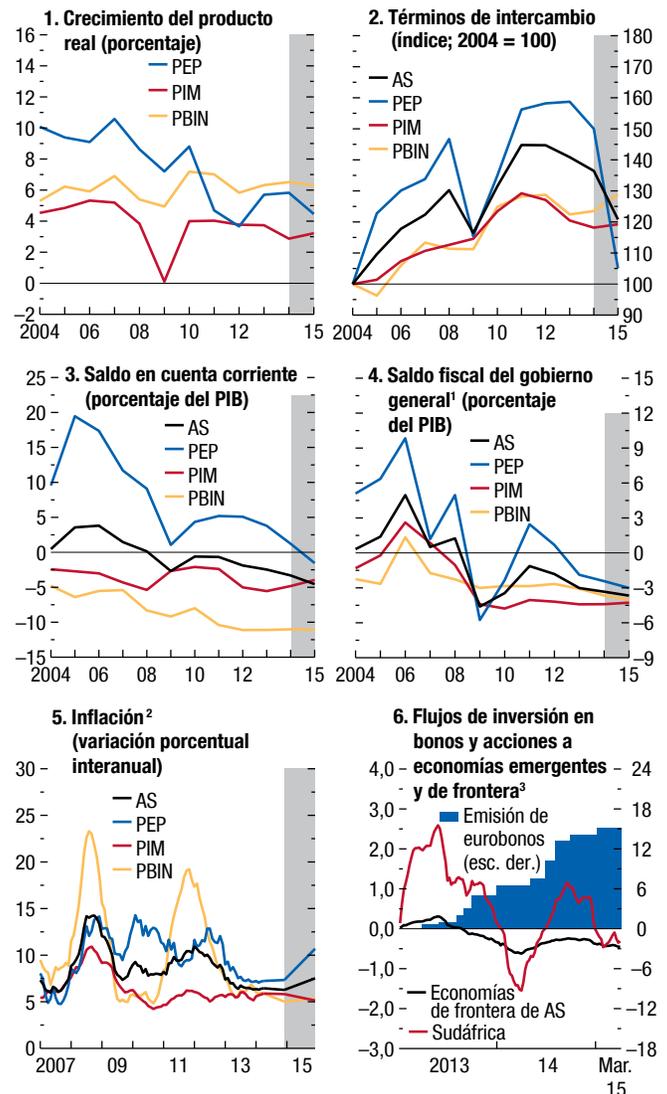
sus perspectivas económicas se han revisado a la baja respecto de las expectativas anteriores (cuadro 2.7). Se espera que el crecimiento de África subsahariana se reduzca a 4,5% en 2015 —una revisión a la baja sustancial de 1¼ puntos porcentuales con respecto a la edición de octubre de 2014 del informe WEO— y que repunte a 5,1% en 2016. Los países exportadores de petróleo de la región se verán muy afectados, por lo que el crecimiento para 2015 se ha revisado a la baja en casi 2½ puntos porcentuales. En cambio, se espera que el crecimiento de los países importadores de petróleo de la región alcance, en promedio, 4¾% en 2015–16, lo que supone una revisión a la baja de 0,3 puntos porcentuales respecto de las proyecciones presentadas en la edición de octubre de 2014 del informe WEO, puesto que los efectos positivos del abaratamiento del precio del petróleo se verán contrarrestados en gran medida por la disminución de los precios de exportación de las materias primas.

Las perspectivas para la región están sujetas a significativos riesgos a la baja. Los recientes episodios de volatilidad sugieren que las economías de mercado de frontera y los países exportadores de petróleo que tienen previsto cubrir sus necesidades financieras por medio de los mercados internacionales podrían ser vulnerables a un cambio en la actitud de los inversores, especialmente en el contexto de una política monetaria más restrictiva en Estados Unidos. Un mayor debilitamiento del crecimiento en Europa o en los mercados emergentes, en especial China, podría reducir la demanda de exportaciones, provocar una disminución aún más pronunciada de los precios de las materias primas y limitar la inversión extranjera directa en el sector de la minería y en la infraestructura. De no ejecutarse políticas adecuadas, sobre todo en los países que deben realizar importantes ajustes fiscales, también podría debilitarse la estabilidad macroeconómica. Algunos de los riesgos intrínsecos de la región son la mayor persistencia e impacto regional de la epidemia de ébola, el aumento de los problemas de seguridad y la incertidumbre política de cara a elecciones clave (por ejemplo, en Nigeria y Tanzania).

En vista de sus márgenes de maniobra limitados, la mayoría de los países exportadores de petróleo de la región deberán realizar un ajuste fiscal a la brevedad para abordar los persistentes shocks de los términos de intercambio a los que se enfrentan actualmente. Cuando sea posible, estos ajustes deben combinarse con un aumento de la flexibilidad del tipo de cambio. En los demás países, para mantener un crecimiento

Gráfico 2.9. África subsahariana: Resiliencia ante los vientos en contra

El crecimiento se mantendrá sólido en la mayoría de las economías de África subsahariana, a pesar del fuerte shock adverso derivado del descenso de los precios del petróleo. Los exportadores de petróleo se enfrentarán al enorme desafío de lidiar con este shock. En el resto de la región, el abaratamiento del petróleo representa un hecho favorable, que en algunos casos, sin embargo, se verá neutralizado por el descenso de los precios de otras exportaciones de materias primas.



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

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

¹El gobierno general comprende el gobierno central, los gobiernos estatales, los gobiernos locales y los fondos de seguridad social.

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

³Los datos sobre bonos y acciones se refieren a los flujos acumulados desde enero de 2013 en miles de millones de dólares de EE.UU. Economías de fronteras = Botswana, Côte d'Ivoire, Gabón, Ghana, Kenya, Malawi, Mauricio, Namibia, Nigeria, República Democrática del Congo, Zambia y Zimbabwe.

Cuadro 2.7. 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 ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
África subsahariana	5,0	4,5	5,1	6,3	6,6	7,0	-3,3	-4,6	-4,1	...	...	...
Exportadores de petróleo⁴	5,8	4,5	5,2	7,3	9,2	9,6	1,2	-1,5	-0,3	...	...	...
Nigeria	6,3	4,8	5,0	8,1	9,6	10,7	2,2	0,7	1,3	...	...	...
Angola	4,2	4,5	3,9	7,3	8,4	8,5	-0,8	-6,3	-4,2	...	...	...
Gabón	5,1	4,4	5,5	4,5	2,5	2,5	11,2	-2,3	0,9	...	...	...
Chad	6,9	7,6	4,9	1,7	3,2	2,9	-8,7	-10,5	-8,3	...	...	...
República del Congo	6,0	5,2	7,5	0,9	3,0	2,9	-6,2	-11,3	-3,1	...	...	...
Economías de ingreso mediano⁵	2,9	3,2	3,6	6,0	4,8	5,3	-4,8	-4,0	-4,1	...	...	...
Sudáfrica	1,5	2,0	2,1	6,1	4,5	5,6	-5,4	-4,6	-4,7	25,1	25,1	24,9
Ghana	4,2	3,5	6,4	15,5	12,2	10,2	-9,2	-7,0	-6,2	...	...	...
Côte d'Ivoire	7,5	7,7	7,8	0,4	1,2	1,5	-3,3	-2,3	-1,7	...	...	...
Camerún	5,1	5,0	5,0	1,9	2,0	2,1	-4,2	-4,8	-4,8	...	...	...
Zambia	5,4	6,7	6,9	7,9	7,7	6,5	-0,2	0,3	0,9	...	...	...
Senegal	4,5	4,6	5,1	-0,5	1,5	1,4	-10,3	-7,6	-7,3	...	...	...
Economías de bajo ingreso⁶	6,5	6,3	6,9	5,1	4,8	5,2	-11,0	-11,1	-11,0	...	...	...
Etiopía	10,3	8,6	8,5	7,4	6,8	8,2	-9,0	-6,6	-6,3	...	...	...
Kenya	5,3	6,9	7,2	6,9	5,1	5,0	-9,2	-7,7	-7,4	...	...	...
Tanzania	7,2	7,2	7,1	6,1	4,2	4,5	-10,2	-10,0	-9,5	...	...	...
Uganda	4,9	5,4	5,6	4,7	4,9	4,8	-7,5	-8,8	-9,0	...	...	...
Madagascar	3,0	5,0	5,0	6,1	7,6	6,9	-2,3	-3,2	-3,4	...	...	...
República Democrática del Congo	9,1	9,2	8,4	1,0	2,4	3,5	-9,6	-10,7	-9,5	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
África subsahariana excluido												
Sudán del Sur	5,0	4,5	5,0	6,4	6,4	7,0	-3,3	-4,5	-4,1	...	...	...

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.

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴Incluye Guinea Ecuatorial y Sudán del Sur.

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

⁶Incluye 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 Zimbabue.

elevado e inclusivo, es necesario que las políticas permitan alcanzar un equilibrio adecuado entre aumentar la inversión pública y preservar la sostenibilidad de la deuda, y recomponer los márgenes de maniobra fiscal. El contexto actual de bajos precios del petróleo brinda una oportunidad única para emprender reformas, difíciles desde el punto de vista político, destinadas a

eliminar los subsidios al petróleo aún vigentes. Adelantándose a un posible aumento de la volatilidad de los tipos de cambio y los flujos de capitales, los países también deberán realizar un seguimiento exhaustivo de su sector financiero, y es posible que los que proyectan emitir eurobonos tengan que preparar planes de contingencia.

Referencias

- Clements, Benedict, David Coady, Stefania Fabrizio, Sanjeev Gupta, Trevor Alleyne y Carlo Sdravovich, 2013, *Energy Subsidy Reform: Lessons and Implications* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Gruss, Bertrand, 2014, “After the Boom—Commodity Prices and Economic Growth in Latin America and the Caribbean”, IMF Working Paper 14/154 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Sdravovich, Carlo, Randa Sab, Younes Zouhar y Giorgia Albertin, 2014, “Subsidy Reform in the Middle East and North Africa: Recent Progress and Challenges Ahead”, Middle East and Central Asia Departmental Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).