

Estudios económicos y financieros

# Perspectivas de la economía mundial

## **Crecimiento dispar** **Factores a corto y largo plazo**



ABR **15**

Estudios económicos y financieros

Perspectivas de la economía mundial  
Abril de 2015

**Crecimiento dispar**  
**Factores a corto y largo plazo**

.....



©2015 International Monetary Fund  
Edición en español ©2015 Fondo Monetario Internacional

*Edición en inglés*

Cubierta y diseño: Luisa Menjivar y Jorge Salazar  
Composición: AGS

*Edición en español*

Sección de Español y Portugués  
Servicios Lingüísticos  
Departamento de Tecnología  
y Servicios Generales del FMI

### Cataloging-in-Publication Data

#### Joint Bank-Fund Library

#### World economic outlook (International Monetary Fund)

World economic outlook : a survey by the staff of the International Monetary Fund. —  
Washington, DC : International Monetary Fund, 1980—  
v. ; 28 cm. — (1981–1984: Occasional paper / International Monetary Fund, 0251-6365).  
— (1986– : World economic and financial surveys, 0256-6877)

Semiannual. Some issues also have thematic titles.

Has occasional updates, 1984–

ISSN (print) 0256-6877

ISSN (online) 1564-5215

1. Economic development — Periodicals. 2. Economic forecasting — Periodicals.
3. Economic policy — Periodicals. 4. International economic relations — Periodicals.
- I. International Monetary Fund. II. Series: Occasional paper (International Monetary Fund).
- III. Series: World economic and financial surveys.

HC10.80

ISBN 978-1-48435-869-6 (edición impresa)

978-1-47551-750-7 (ePub)

978-1-47557-813-3 (Mobi)

978-1-47555-186-0 (edición digital)

El informe *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés) es un estudio elaborado por el personal técnico del FMI que se publica dos veces al año, en el segundo y cuarto trimestres. El informe WEO se ha enriquecido con sugerencias y comentarios de los directores ejecutivos, que debatieron este informe el día 3 de abril de 2015. Las opiniones expresadas en esta publicación son las del personal técnico del FMI y no representan necesariamente las opiniones de los directores ejecutivos del FMI o las autoridades nacionales.

**Cita recomendada:** Fondo Monetario Internacional. 2015. *Perspectivas de la economía mundial: Crecimiento dispar; factores a corto y largo plazo* (Washington, abril).

Solicítese por correo, fax o Internet a:  
International Monetary Fund, Publication Services  
P. O. Box 92780, Washington, D.C. 20090, EE.UU.  
Tel.: (202) 623-7430 Fax: (202) 623-7201  
Correo electrónico: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)  
[www.imfbookstore.org](http://www.imfbookstore.org)  
[www.elibrary.imf.org](http://www.elibrary.imf.org)

<b>Supuestos y convenciones</b>	<b>ix</b>
<b>Información y datos adicionales</b>	<b>xi</b>
<b>Prefacio</b>	<b>xii</b>
<b>Introducción</b>	<b>xiii</b>
<b>Resumen ejecutivo</b>	<b>xv</b>
<b>Capítulo 1. Evolución reciente y perspectivas</b>	<b>1</b>
Últimas novedades y perspectivas	1
Riesgos	20
Políticas	25
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	32
Recuadro de escenario 1. Impacto internacional de la caída de los precios del petróleo	7
Recuadro de escenario 2. Implicaciones mundiales de los movimientos de los tipos de cambio	9
Recuadro 1.1. Colapso de los precios del petróleo: ¿Oferta o demanda?	41
Recuadro 1.2. El papel de los factores cíclicos y estructurales en la desaceleración del comercio mundial	44
Referencias	48
<b>Capítulo 2. Perspectivas nacionales y regionales</b>	<b>49</b>
Estados Unidos y Canadá: Una recuperación sólida	49
Europa	53
Asia y el Pacífico: Desempeño moderado pero aún superior al de otras regiones	58
América Latina y el Caribe: Otro año más de crecimiento subóptimo	62
Comunidad de Estados Independientes: La caída del precio del petróleo empeora las perspectivas	65
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán: Petróleo, conflictos y transiciones	68
África subsahariana: Resiliencia frente a los vientos en contra	72
Referencias	75
<b>Capítulo 3. ¿Hacia dónde nos encaminamos? Perspectivas en torno al producto potencial</b>	<b>77</b>
Introducción	77
El producto potencial: Conceptos básicos	79
Una mirada al pasado: ¿Cómo evolucionó el crecimiento potencial antes de la crisis?	81
¿Cómo evolucionó el crecimiento potencial durante la crisis?	86
¿Hacia dónde nos encaminamos?	90
Resumen de las conclusiones e implicaciones para la formulación de políticas	94
Anexo 3.1. Fuentes de datos y grupos de países	95
Anexo 3.2. Metodología del filtro multivariado	95
Anexo 3.3. Estimación de las tasas tendenciales de participación en la fuerza laboral	97
Anexo 3.4. Producto potencial tras la crisis financiera internacional	100
Anexo 3.5. Proyecciones del crecimiento del capital humano	102
Recuadro 3.1. Mantener el rumbo en aguas turbulentas: Estimación del producto sostenible	103

Recuadro 3.2. Efectos de contagio de la productividad total de los factores de Estados Unidos	106
Recuadro 3.3. Aumento de la productividad total de los factores en las economías avanzadas: Análisis de los patrones sectoriales	109
Recuadro 3.4. Efectos de las crisis financieras en la productividad de la mano de obra: El papel de la reasignación sectorial	112
Recuadro 3.5. Efectos de las reformas estructurales en la productividad total de los factores	114
Referencias	118
<b>Capítulo 4. ¿Por qué está estancada la inversión privada?</b>	<b>121</b>
¿Hay un desplome mundial de la inversión privada?	123
El desplome de la inversión privada, ¿se debe al sector inmobiliario o se debe a factores más amplios?	124
¿Qué proporción del desplome de la inversión empresarial refleja la debilidad de la actividad económica?	126
¿Qué empresas recortaron más la inversión? El rol de las restricciones financieras y la incertidumbre política	134
Las decisiones de inversión de las empresas, ¿se desconectaron de la rentabilidad y las valoraciones de los mercados financieros?	138
Implicaciones en materia de políticas	140
Anexo 4.1. Datos agregados	141
Anexo 4.2. Datos de empresas	143
Anexo 4.3. Estimación de variables instrumentales	144
Anexo 4.4. Métodos de proyección local	146
Anexo 4.5. Resultados de la estimación del modelo de acelerador	146
Recuadro 4.1. Después del boom: La inversión privada en las economías de mercados emergentes y en desarrollo	150
Referencias	154
<b>Apéndice estadístico</b>	<b>157</b>
Supuestos	157
Novedades	158
Datos y convenciones	158
Clasificación de los países	159
Características generales y composición de los grupos que conforman la clasificación del informe WEO	160
Cuadro A. Clasificación según los grupos utilizados en <i>Perspectivas de la economía mundial</i> y la participación de cada grupo en el PIB agregado, la exportación de bienes y servicios y la población, 2014	161
Cuadro B. Economías avanzadas por subgrupos	162
Cuadro C. Unión Europea	162
Cuadro D. Economías de mercados emergentes y en desarrollo por regiones y fuentes principales de ingresos de exportación	163
Cuadro E. Economías de mercados emergentes y en desarrollo por regiones, posición externa neta y clasificación de países pobres muy endeudados y países en desarrollo de bajo ingreso	164
Cuadro F. Economías con períodos excepcionales de declaración de datos	166
Cuadro G. Documentación sobre los datos fundamentales	167
Recuadro A1. Supuestos de política económica en que se basan las proyecciones para algunas economías	177
Lista de cuadros	182
Producto (cuadros A1–A4)	183
Inflación (cuadros A5–A7)	191
Políticas financieras (cuadro A8)	197
Comercio exterior (cuadro A9)	198

Transacciones en cuenta corriente (cuadros A10–A12)	200
Balanza de pagos y financiamiento externo (cuadro A13)	208
Flujo de fondos (cuadro A14)	212
Escenario de referencia a mediano plazo (cuadro A15)	215
<b>Perspectivas de la economía mundial, temas seleccionados</b>	<b>217</b>
<b>Deliberaciones del Directorio Ejecutivo del FMI sobre las Perspectivas, abril de 2015</b>	<b>227</b>
<b>Cuadros</b>	
Cuadro 1.1. Panorama de las proyecciones de <i>Perspectivas de la economía mundial</i>	2
Cuadro 2.1. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en las economías avanzadas	52
Cuadro 2.2. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en las economías de Europa	55
Cuadro 2.3. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en las economías de Asia y el Pacífico	60
Cuadro 2.4. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en las economías de las Américas	64
Cuadro 2.5. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en las economías de la Comunidad de Estados Independientes	67
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	70
Cuadro 2.7. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en las economías de África subsahariana	74
Cuadro del anexo 3.1.1. Países incluidos en el análisis	95
Cuadro del anexo 3.1.2. Fuentes de datos	96
Cuadro 3.2.1. Propiedades de la productividad total de los factores ajustada, comparada con el residuo de Solow en las economías avanzadas; 1970–2007	106
Cuadro 3.2.2. Canales de transmisión	108
Cuadro 3.5.1. Impacto de las fricciones de los mercados de los productos y del trabajo en el crecimiento de la productividad total de los factores	115
Cuadro 3.5.2. Impacto de la tecnología de la información y las comunicaciones, del capital humano y de la investigación y desarrollo	116
Cuadro 4.1. Datos a nivel de empresas: Canal de limitaciones financieras	135
Cuadro 4.2. Datos a nivel de empresas: Canal de incertidumbre política	138
Cuadro 4.3. Inversión, Q de Tobin, rentabilidad y caja	140
Cuadro del anexo 4.1.1. Fuentes de datos	142
Cuadro del anexo 4.2.1. Inversión empresarial agregada comparada con la inversión nacional	143
Cuadro del anexo 4.3.1. Relación inversión/producto: Estimación de variables instrumentales	145
Cuadro del anexo 4.5.1. Modelo de acelerador de referencia	148
Cuadro del anexo 4.5.2. Modelo de acelerador: Estimaciones dentro y fuera de la muestra	148
Cuadro del anexo 4.5.3. Economías seleccionadas de la zona del euro: Modelo de referencia y modelo de acelerador aumentado; muestra ecualizada	149
Cuadro A1. Resumen del producto mundial	183
Cuadro A2. Economías avanzadas: PIB real y demanda interna total	184
Cuadro A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real	185
Cuadro A4. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: PIB real	187
Cuadro A5. Resumen de la inflación	191
Cuadro A6. Economías avanzadas: Precios al consumidor	192

Cuadro A7. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor	193
Cuadro A8. Principales economías avanzadas: Saldos fiscales y deuda del gobierno general	197
Cuadro A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial	198
Cuadro A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente	200
Cuadro A11. Economías avanzadas: Balanza de pagos en cuenta corriente	203
Cuadro A12. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente	204
Cuadro A13. Resumen de los saldos en cuentas financieras	208
Cuadro A14. Resumen de préstamo y endeudamiento neto	212
Cuadro A15. Resumen del escenario mundial de referencia a mediano plazo	215

## Gráficos

Gráfico 1.1. Indicadores de la actividad mundial	3
Gráfico 1.2. Inflación mundial	4
Gráfico 1.3. Economías avanzadas: Condiciones monetarias	4
Gráfico 1.4. Mercados de las materias primas y del petróleo	5
Gráfico 1.5. Condiciones de los mercados financieros de las economías avanzadas	11
Gráfico 1.6. Condiciones de los mercados financieros y flujos de capitales en las economías de mercados emergentes	12
Gráfico 1.7. Políticas fiscales	13
Gráfico 1.8. Políticas monetarias y crédito en las economías de mercados emergentes	13
Gráfico 1.9. Proyecciones de crecimiento del PIB	14
Gráfico 1.10. Sector externo	19
Gráfico 1.11. Tipos de cambio y reservas	20
Gráfico 1.12. Riesgos para las perspectivas mundiales	21
Gráfico 1.13. Recesión y riesgos de deflación	22
Gráfico 1.14. Capacidad, desempleo y tendencias del producto	26
Gráfico 1.SE.1. Índices de precios de las materias primas	32
Gráfico 1.SE.2. Crecimiento de la oferta de petróleo	33
Gráfico 1.SE.3. Curvas de futuros de la variedad Brent	33
Gráfico 1.SE.4. Perspectivas de precios de la variedad Brent, 17 de marzo de 2015	34
Gráfico 1.SE.5. Estados Unidos: Recuento semanal de equipos de perforación	36
Gráfico 1.SE.6. Inversión petrolera y precio del petróleo a nivel mundial	36
Gráfico 1.SE.7. Respuesta de la inversión petrolera a los precios del petróleo	37
Gráfico 1.SE.8. Respuesta de la producción petrolera a la inversión petrolera	38
Gráfico 1.SE.9. Producción e inversión petrolera dentro y fuera de la OPEP	39
Gráfico 1.SE.10. Producción e inversión de petróleo convencional y no convencional	39
Gráfico 1.SE.11. Evolución de los precios de equilibrio	40
Gráfico 1.SE.12. Producción petrolera y costos operativos por país	40
Gráfico de escenario 1. Impacto potencial de la caída de los precios del petróleo desde agosto de 2014	7
Gráfico de escenario 2. Impacto de los desplazamientos de los tipos de cambio desde agosto de 2014	9
Gráfico 1.1.1. Factores que impulsan los precios del petróleo: Modelo de dos variables diarias, julio de 2014–enero de 2015	41
Gráfico 1.1.2. Factores que impulsan los precios del petróleo: Modelo de dos variables diarias, 1986 y 2008	42
Gráfico 1.1.3. Factores que impulsan los precios del petróleo: Modelo de cuatro variables trimestrales	43
Gráfico 1.2.1. Aumento del PIB real y del volumen de importación	44
Gráfico 1.2.2. Volúmenes acumulados de importación: Datos, modelo y tendencia lineal	45
Gráfico 1.2.3. Elasticidad a largo plazo	46
Gráfico 1.2.4. Elasticidades a largo plazo	46

Gráfico 2.1. Proyecciones de crecimiento del PIB en 2015 y los efectos de un shock de la oferta de petróleo	50
Gráfico 2.2. Estados Unidos y Canadá: Una recuperación sólida	51
Gráfico 2.3. Economías avanzadas de Europa: Efectos derivados del estancamiento en la zona del euro	54
Gráfico 2.4. Economías emergentes y en desarrollo de Europa: Menor crecimiento en medio de una débil demanda externa	57
Gráfico 2.5. Asia y el Pacífico: Crecimiento moderado pero aún destacado	59
Gráfico 2.6. América Latina y el Caribe: Debilidad persistente	63
Gráfico 2.7. Comunidad de Estados Independientes: Haciendo frente a los riesgos geopolíticos y a la caída de los precios del petróleo	66
Gráfico 2.8. Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán: Petróleo, conflictos y transiciones	69
Gráfico 2.9. África subsahariana: Resiliencia ante los vientos en contra	73
Gráfico 3.1. Producto comparado con las expectativas antes de la crisis	77
Gráfico 3.2. Proyecciones de crecimiento a mediano plazo del informe WEO	78
Gráfico 3.3. Evolución del crecimiento del producto potencial antes de la crisis	82
Gráfico 3.4. Variación del crecimiento del producto potencial según el grupo de países	82
Gráfico 3.5. Factores determinantes del crecimiento del producto potencial en las economías avanzadas	83
Gráfico 3.6. Factores determinantes del crecimiento del producto potencial en las economías de mercados emergentes	85
Gráfico 3.7. Componentes del crecimiento del producto potencial durante la crisis financiera internacional en las economías avanzadas	88
Gráfico 3.8. Componentes del crecimiento del producto potencial durante la crisis financiera internacional en las economías de mercados emergentes	89
Gráfico 3.9. Efecto de los factores demográficos en el crecimiento del empleo	90
Gráfico 3.10. Relación inversión/capital	91
Gráfico 3.11. Evolución del crecimiento del producto potencial y sus componentes	93
Gráfico del anexo 3.2.1. Crecimiento del producto potencial	97
Gráfico del anexo 3.3.1. Distribuciones de las cuotas de población por edad	99
Gráfico del anexo 3.4.1. Secuelas de la crisis financiera internacional en las economías avanzadas	101
Gráfico del anexo 3.4.2. Secuelas de la crisis financiera internacional en las economías de mercados emergentes	101
Gráfico del anexo 3.5.1. Proyecciones de crecimiento del capital humano	102
Gráfico 3.1.1. Brecha del producto de algunas economías de la zona del euro: Filtro multivariado ampliado con variables financieras frente a filtro con inflación solamente	104
Gráfico 3.1.2. Crédito y brechas del producto implícitas en el modelo de equilibrio general dinámico estocástico	104
Gráfico 3.2.1. Efectos de contagio de la productividad total de los factores de Estados Unidos en otras economías avanzadas	107
Gráfico 3.3.1. Empleo y valor agregado; 1980–2007	109
Gráfico 3.3.2. Crecimiento de la productividad total de los factores en los sectores de bienes y servicios de algunos grupos de países	110
Gráfico 3.3.3. Tecnología de la información y las comunicaciones: Aumento de la productividad y efectos de contagio	110
Gráfico 3.4.1. Respuesta de la productividad de la mano de obra a las crisis	112
Gráfico 3.5.1. Impacto a corto y a mediano plazo de las reformas estructurales en el crecimiento de la productividad total de los factores	117
Gráfico 4.1. Inversión privada real	123
Gráfico 4.2. Inversión privada real; 2008–14	124
Gráfico 4.3. Categorías de inversión fija real	124
Gráfico 4.4. Descomposición de la caída de la inversión; 2008–14	125

Gráfico 4.5. Participaciones y precios relativos de las categorías de inversión	127
Gráfico 4.6. Inversión empresarial real y producto real con respecto a los pronósticos: Recesión histórica y crisis financiera mundial	127
Gráfico 4.7. Inversión empresarial real: Efectiva y proyectada sobre la base de la actividad económica	129
Gráfico 4.8. Modelo de acelerador: Inversión empresarial real	131
Gráfico 4.9. Inversión empresarial real: Residuos del modelo de acelerador y pérdidas de inversión con respecto a los pronósticos previos a la crisis; 2008–14	131
Gráfico 4.10. Economías seleccionadas de la zona del euro: Modelo de acelerador; rol de las restricciones financieras e incertidumbre en torno a las políticas	132
Gráfico 4.11. Respuestas a encuestas de empresas: Factores que limitan la producción	133
Gráfico 4.12. Inversión de empresas desde la crisis, por tipo de empresa	136
Gráfico 4.13. La Q de Tobin y los coeficientes de inversión empresarial sobre capital reales	139
Gráfico 4.14. Inversión: Efectiva y proyectada sobre la base de la Q de Tobin	139
Gráfico del anexo 4.3.1. Inversión empresarial real efectiva y proyectada: Solidez	144
Gráfico del anexo 4.5.1. Modelo de acelerador: En la muestra y fuera de la muestra	147
Gráfico del anexo 4.5.2. Modelo de acelerador: Costo del capital para el usuario	147
Gráfico 4.1.1. Inversión privada fija real	150
Gráfico 4.1.2. Errores de pronóstico sobre inversión privada y producto: Desaceleraciones pasadas y post-2011	151
Gráfico 4.1.3. Factores que han contribuido a la desaceleración de la inversión privada desde 2011	152

## SUPUESTOS Y CONVENCIONES

En la preparación de las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés) se han adoptado los siguientes supuestos: los tipos de cambio efectivos reales permanecieron constantes en su nivel promedio del período comprendido entre el 6 de febrero y el 6 de marzo de 2015, con excepción de las monedas que participan en el mecanismo de tipos de cambio 2 (MTC 2) de Europa, que se ha supuesto permanecieron constantes en términos nominales en relación con el euro; las autoridades nacionales mantendrán la política económica establecida (los supuestos concretos sobre la política fiscal y monetaria de determinadas economías se indican en el recuadro A1 del apéndice estadístico); el precio promedio del petróleo será de US\$58,14 el barril en 2015 y US\$65,65 el barril en 2016, y en el mediano plazo se mantendrá constante en términos reales; el promedio de la tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) para depósitos a seis meses en dólares de EE.UU. será de 0,7% en 2015 y 1,9% en 2016; la tasa de depósito a tres meses en euros será, en promedio, 0,0% en 2015 y 2016; y el promedio de la tasa de depósitos a seis meses en yenes japoneses será 0,1% en 2015 y 0,2% en 2016. Naturalmente, estas son hipótesis de trabajo, no pronósticos, y la incertidumbre que conllevan se suma al margen de error que de todas maneras existiría en las proyecciones. Las estimaciones y proyecciones se basan en la información estadística disponible hasta el 3 de abril de 2015.

En esta publicación se utilizan los siguientes símbolos:

- . . . Indica que no se dispone de datos o que los datos no son pertinentes.
  - Se usa entre años o meses (por ejemplo, 2014–15 o enero–junio) para indicar los años o meses comprendidos, incluidos los años o meses mencionados.
  - / Se emplea entre años o meses (por ejemplo, 2014/15) para indicar un ejercicio fiscal o financiero.
- Los “puntos básicos” son centésimos de punto porcentual (por ejemplo, 25 puntos básicos equivalen a  $\frac{1}{4}$  de punto porcentual).

Los datos se basan en años calendario, con la excepción de unos pocos países cuyos datos se basan en el ejercicio fiscal. El cuadro F del apéndice estadístico indica las economías con períodos de declaración excepcionales para las cuentas nacionales y los datos de las finanzas públicas de cada país.

En el caso de algunos países, las cifras de 2014 y períodos anteriores se basan en estimaciones y no en resultados efectivos. En el cuadro G del apéndice estadístico constan los resultados efectivos más recientes correspondientes a indicadores en las cuentas nacionales, precios, finanzas públicas, e indicadores de balanza de pagos de cada país.

- El 1 de enero de 2015, Lituania pasó a ser el decimonoveno miembro de la zona del euro. Sus datos no se incluyen en los agregados de la zona del euro porque Eurostat no ha publicado la totalidad de los datos consolidados del grupo, pero los datos se incluyen en economías avanzadas y los subgrupos agregados por el informe WEO.
- Al igual que en la edición de octubre de 2014 del informe WEO, no se incluyen los datos de Siria correspondientes a 2011 y años posteriores debido a la incertidumbre de la situación política.
- Al igual que en la edición de octubre de 2014 del informe WEO, no se incluyen proyecciones sobre los precios al consumidor de Argentina debido a un quiebre estructural de los datos. Véanse más detalles en la nota 6 del cuadro A7.
- En vista del programa que el FMI está llevando a cabo con Pakistán, las series a partir de las cuales se pueden calcular los supuestos sobre el tipo de cambio nominal no se divulgan, ya que el tipo de cambio nominal es una cuestión sensible para el mercado en Pakistán.
- En el caso de Egipto, las series a partir de las cuales se pueden calcular los supuestos sobre el tipo de cambio nominal no se divulgan, ya que el tipo de cambio nominal es una cuestión sensible para el mercado en Egipto.
- A partir de la edición de abril de 2015 del informe WEO, se ha eliminado la categoría de financiamiento oficial externo entre las economías de mercados emergentes y en desarrollo clasificadas como deudoras netas debido a falta de datos.

Cuando no se menciona la fuente en los cuadros y gráficos, los datos provienen de la base de datos del informe WEO.

En los casos en que los países no se enumeran en orden alfabético, el orden se basa en el tamaño de su economía.

En algunos casos el total no coincide con la suma de los componentes, debido al redondeo de las cifras.

En esta publicación, los términos “país” y “economía” no se refieren en todos los casos a una entidad territorial que constituya un Estado conforme al derecho y a la práctica internacionales; los términos pueden designar también algunas entidades que no son Estados, pero para las cuales se mantienen datos estadísticos en forma separada e independiente.

Se presentan datos compuestos para varios grupos de países organizados según las características económicas o por región. A menos que se indique lo contrario, los datos compuestos de los grupos de países se calculan cuando los datos ponderados están representados en un 90% o más.

En ningún caso debe entenderse que las fronteras, los colores, las denominaciones o cualquier otra información contenida en los mapas de esta publicación reflejan la posición del Fondo Monetario Internacional con respecto a la situación jurídica de ningún territorio ni la conformidad o disconformidad de la institución con dichas fronteras.

## INFORMACIÓN Y DATOS ADICIONALES

La versión completa en inglés de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés) se publica en la biblioteca electrónica del FMI ([www.elibrary.imf.org](http://www.elibrary.imf.org)) y en el sitio del FMI en Internet ([www.imf.org](http://www.imf.org)), donde también se publica una compilación más completa de información extraída de la base de datos utilizada para este estudio. Los archivos, que contienen las series de datos que con mayor frecuencia solicitan los lectores, pueden copiarse en una computadora personal utilizando diferentes programas informáticos.

El personal técnico del FMI compila los datos del informe WEO en el momento de elaboración del informe. Las proyecciones y los datos históricos se basan en información recopilada por los economistas encargados de cada país durante las misiones a los países miembros del FMI y a través de un análisis constante de la evolución de la situación nacional. Los datos históricos se actualizan de manera continua, a medida que llega información nueva, y a menudo se ajustan los quiebres estructurales de los datos para producir series ininterrumpidas mediante el uso de empalmes y otras técnicas. Las estimaciones del personal técnico del FMI continúan ocupando el lugar de series históricas cuando no se dispone de información completa. Por ese motivo, los datos del informe WEO pueden diferir de otras fuentes con datos oficiales, como el informe *International Financial Statistics* del FMI.

Los datos y los metadatos del informe WEO se publican “tal como se reciben” y “según estén disponibles”; asimismo, se hace todo lo posible por dejar aseguradas, la puntualidad, exactitud y exhaustividad de estos datos y metadatos, aunque no se las garantiza. Cuando se detectan errores, se hace un esfuerzo concertado por corregirlos en la medida en que corresponda y sea factible hacerlo. Las correcciones y revisiones realizadas posteriormente a la publicación impresa de este estudio, se incorporan en la edición electrónica, disponible a través de la biblioteca electrónica del FMI ([www.elibrary.imf.org](http://www.elibrary.imf.org)) y en el sitio del FMI en Internet ([www.imf.org](http://www.imf.org)). Todos los cambios importantes figuran en forma detallada en los índices de materias publicados en Internet.

Las condiciones de uso de la base de datos del informe WEO pueden consultarse en el sitio web del FMI sobre derechos de autor y uso (<http://www.imf.org/external/esl/terms.htm>).

Las consultas sobre el contenido del informe WEO y la base de datos de este estudio pueden dirigirse por carta, Internet, fax o foro digital (no se aceptan llamadas telefónicas) a la siguiente dirección:

World Economic Studies Division  
Research Department  
International Monetary Fund  
700 19th Street, N.W.  
Washington, DC 20431, EE.UU.  
Fax: (202) 623-6343  
Foro en línea: [www.imf.org/weoforum](http://www.imf.org/weoforum)

## PREFACIO

El análisis y las proyecciones que se presentan en *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés) forman parte integral de la supervisión que ejerce el FMI con respecto a la evolución y las políticas económicas de los países miembros, los acontecimientos en los mercados financieros internacionales y el sistema económico mundial. El análisis de las perspectivas y políticas es producto de un minucioso examen de la evolución económica mundial que llevan a cabo varios departamentos del FMI, tomando principalmente como base la información que recogen los funcionarios de la institución en sus consultas con los países miembros. Dichas consultas están a cargo sobre todo de los departamentos regionales —el Departamento de África, el Departamento de Asia y el Pacífico, el Departamento de Europa, el Departamento del Oriente Medio y Asia Central, y el Departamento del Hemisferio Occidental— conjuntamente con el Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación, el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital, y el Departamento de Finanzas Públicas.

El análisis que se presenta en este informe ha sido coordinado por el Departamento de Estudios bajo la dirección general de Olivier Blanchard, Consejero Económico y Director de Estudios. El proyecto estuvo dirigido por Gian Maria Milesi-Ferretti, Subdirector del Departamento de Estudios, y Thomas Helbling, Jefe de División en el Departamento de Estudios.

Los principales colaboradores fueron Abdul Abiad, Aseel Almansour, Aqib Aslam, Samya Beidas-Strom, Patrick Blagrave, Oya Celasun, Mai Dao, Davide Furceri, Roberto García-Saltos, Sinem Kilic Celik, Daniel Leigh, Seok Gil Park, Marco Terrones, Hui Tong, Juan Yépez Alborno y Fan Zhang.

Colaboraron también Ali Alich, Rabah Arezki, Angana Banerji, Sami Ben Naceur, Helge Berger, Emine Boz, Ernesto Crivelli, Era Dabla-Norris, Harald Finger, Roberto Guimarães-Filho, Amr Hosny, Benjamin Hunt, Minsuk Kim, Nicolás Magud, Akito Matsumoto, André Meier, Pritha Mitra, Mico Mrkaic, Bhaswar Mukhopadhyay, Carolina Osorio Buitrón, Marco Pani, Pau Rabanal, Jesmin Rahman, Michele Ruta, Annika Schnücker, Sebastián Sosa, Ara Stepanyan, Shane Streifel, Marzie Taheri Sanjani, Natalia Tamirisa, Bruno Versailles, Kevin Wiseman y Aleksandra Zdzienicka.

Gavin Asdorian, Joshua Bosshardt, Angela Espiritu, Rachel Fan, Mitko Grigorov, Hao Jiang, Yun Liu, Olivia Ma, Vanessa Díaz Montelongo, Rachel Szymanski y Hong Yang colaboraron en las tareas de investigación. Mahnaz Hemmati, Toh Kuan, Emory Oakes y Richard Watson brindaron apoyo técnico. Alimata Kini Kaboré y Anduriña Espinoza-Wasil se encargaron de la preparación del texto en inglés. Michael Harrup, del Departamento de Comunicaciones dirigió el equipo de redacción y la producción del informe en inglés, con la asistencia de Linda Kean y Joe Procopio y la ayuda editorial de Cathy Gagnet, Lucy Scott Morales, Sherrie Brown, Gregg Forte, Linda Long y EEI Communications. La versión en español estuvo a cargo de la Sección de Español y Portugués de los Servicios Lingüísticos del FMI.

El equipo de Gestión de Datos Básicos del Departamento de Tecnología y Servicios Generales del FMI y Pavel Pimenov, consultor externo, proporcionaron respaldo técnico adicional.

El análisis se ha enriquecido con sugerencias y comentarios de funcionarios de otros departamentos del FMI, y de los directores ejecutivos, que debatieron este informe el día 3 de abril de 2015. No obstante, cabe aclarar que las proyecciones y consideraciones de política económica corresponden al personal técnico del FMI y no deben atribuirse a los directores ejecutivos ni a las autoridades nacionales que representan.

## 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 sorpresivo. 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*

*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 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 <sup>1</sup>		2014	Proyecciones	
			2015	2016	2015	2016		2015	2016
<b>Producto mundial<sup>2</sup></b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>
Estados Unidos	2,2	2,4	3,1	3,1	-0,5	-0,2	2,4	3,1	2,8
Zona del euro <sup>3</sup>	-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 <sup>4</sup>	2,2	2,8	2,8	3,1	-0,2	-0,1	2,6	3,0	3,1
<b>Economías de mercados emergentes y en desarrollo<sup>5</sup></b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	<b>5,0</b>
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 <sup>6</sup>	6,9	7,2	7,5	7,5	1,2	1,0	6,8	7,9	7,5
ASEAN-5 <sup>7</sup>	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 <sup>8</sup>	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
<b>Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>4,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,6</b>	...	...	...
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	...	...	...
<b>Precios de las materias primas (dólares de EE.UU.)</b>									
Petróleo <sup>9</sup>	-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
<b>Precios al consumidor</b>									
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 <sup>5</sup>	5,9	5,1	5,4	4,8	-0,3	-0,6	5,1	5,7	4,5
<b>Tasa interbancaria de oferta de Londres (porcentaje)</b>									
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.

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

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

<sup>3</sup>Excluido 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.

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

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

<sup>6</sup>Los 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.

<sup>7</sup>Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

<sup>8</sup>Las 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.

<sup>9</sup>Promedio simple de los precios de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai Fateh y West Texas Intermediate. El precio promedio del petróleo fue US\$96,25 en 2014; el precio supuesto en base a los mercados de futuros es US\$58,14 en 2015 y US\$65,65 en 2016.

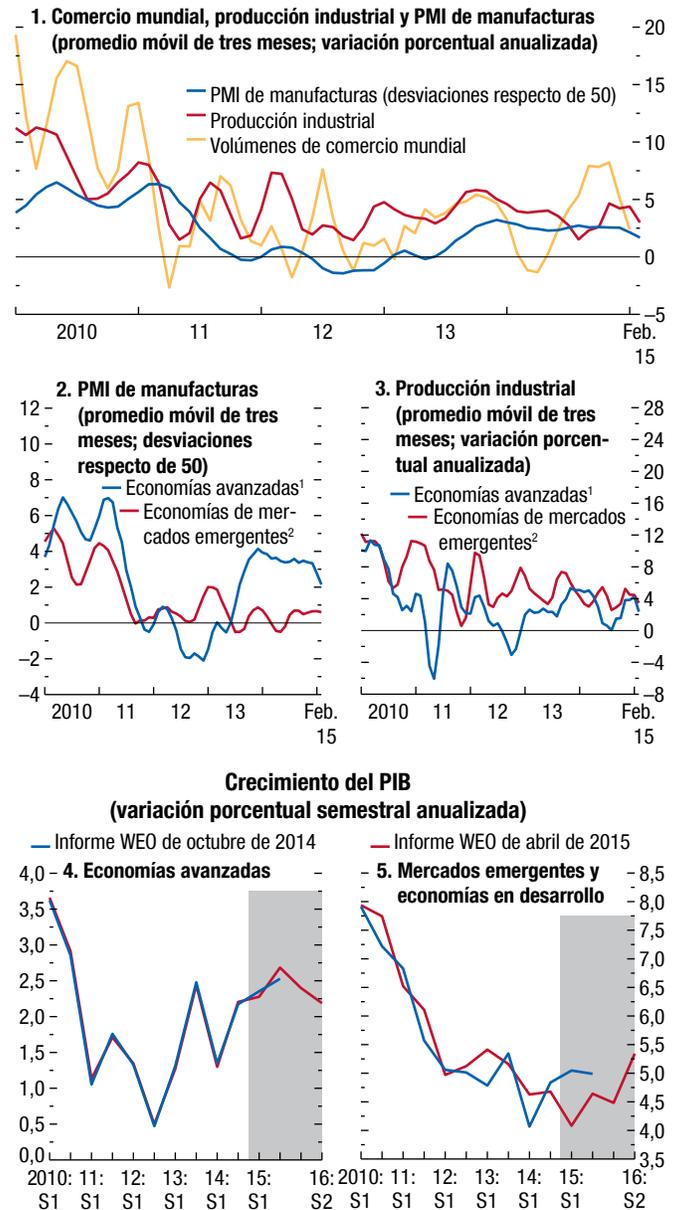
creación de empleos y el aumento del ingreso, que han crecido en forma sostenida; la caída de los precios del petróleo, y el afianzamiento de la confianza de los consumidores. La tasa de desempleo bajó a 5,5% en febrero, más de un punto porcentual por debajo del nivel registrado hace un año.

- 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 sorprendidos, 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.

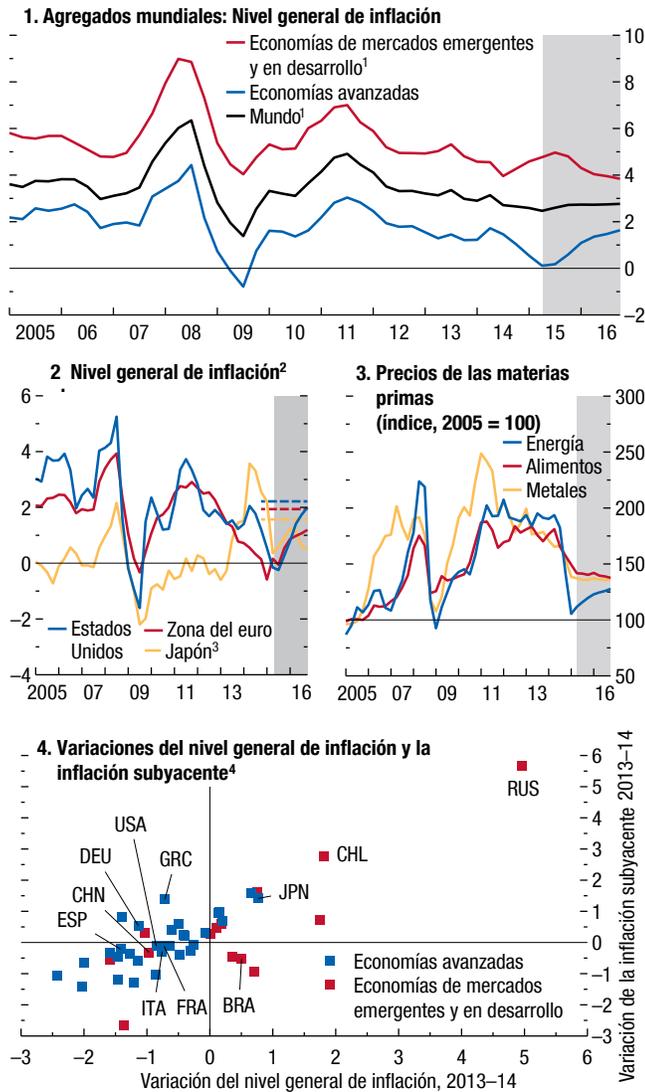


Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Haver Analytics, Markit Economics y estimaciones del personal técnico del FMI.  
 Nota: PI= producción industrial; PMI = índice de gerentes de compras.  
<sup>1</sup>Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos, Israel, Japón, Noruega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

### 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).

<sup>1</sup>Excluye Venezuela.

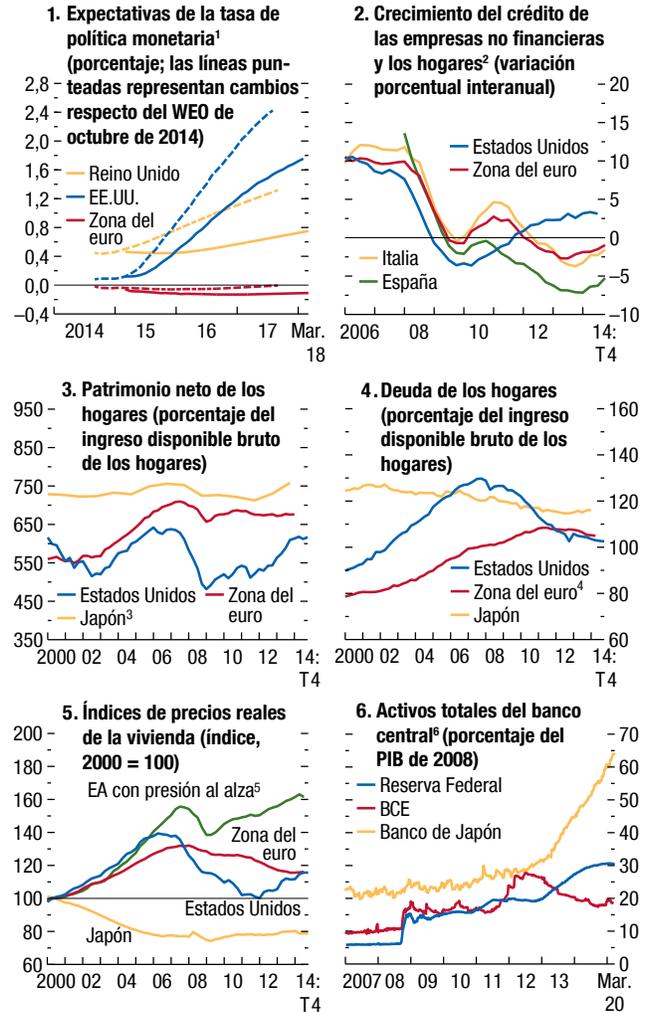
<sup>2</sup>Las líneas punteadas representan las expectativas inflacionarias de 6 a 10 años.

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

<sup>4</sup>Las 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.

<sup>1</sup>Las 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.

<sup>2</sup>Se 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 titulaciones.

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

<sup>4</sup>Incluye empleadores de subsectores (incluidos los trabajadores por cuenta propia).  
<sup>5</sup>Los países sometidos a presiones 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.

<sup>6</sup>Los 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.

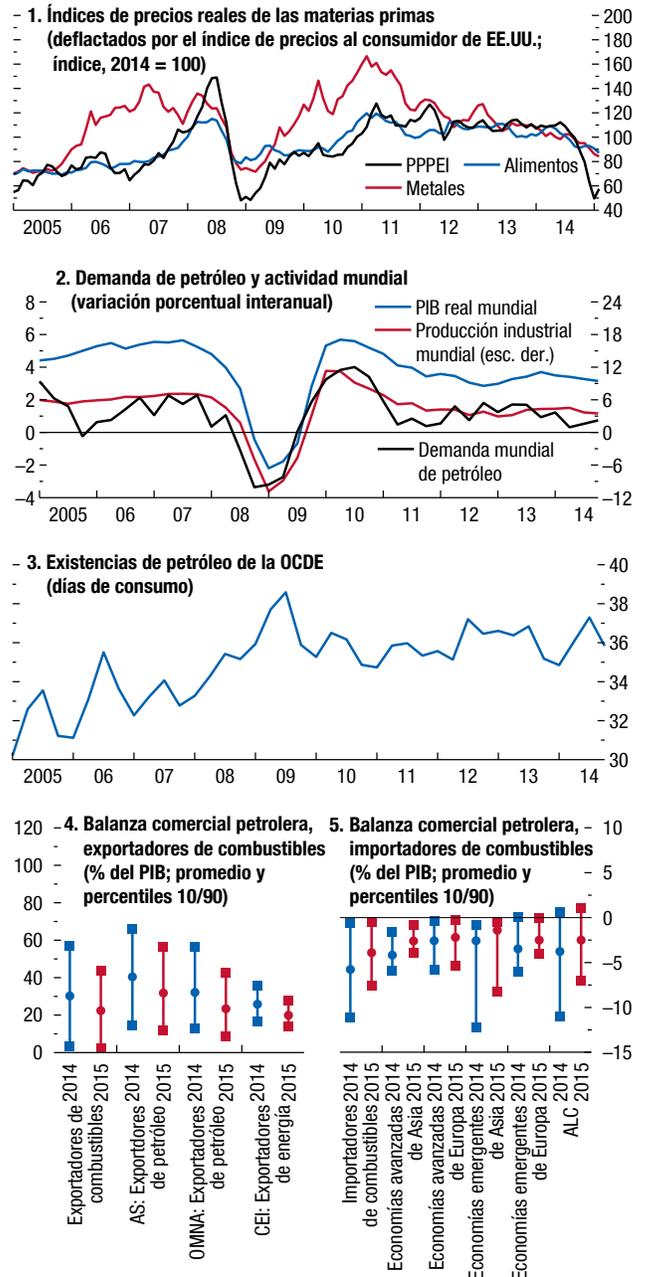
Estos cambios en los mercados emergentes se suman a las inquietudes en torno al enfriamiento del producto potencial en las economías avanzadas, como consecuencia de factores a largo plazo —como la demografía— y un período dilatado de inversión débil después de la crisis. El capítulo 3 y el 4 ahondan 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 precios<sup>1</sup>.

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

<sup>1</sup>La 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.

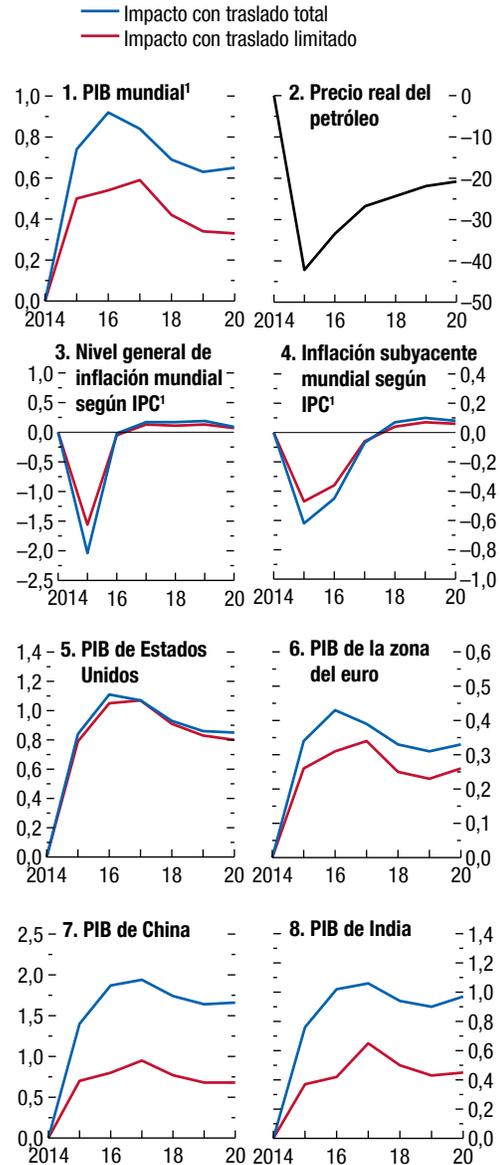
La primera simulación (líneas azules del gráfico 1) supone que el abaratamiento del petróleo se traslada completamente a los hogares y las empresas de todos los países. La segunda simulación (líneas rojas) tiene en cuenta que en algunos países que se incluyen en las simulaciones (como Brasil, China,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

<sup>1</sup>Excluidos otros países exportadores de petróleo: Angola, Argelia, Azerbaiyán, Bahrein, Brunei Darussalam, Chad, Ecuador, Emiratos Árabes Unidos, Gabón, Guinea Ecuatorial, Iraq, Kazajistán, 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 avanzadas<sup>2</sup>. 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,

<sup>2</sup>Las 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**

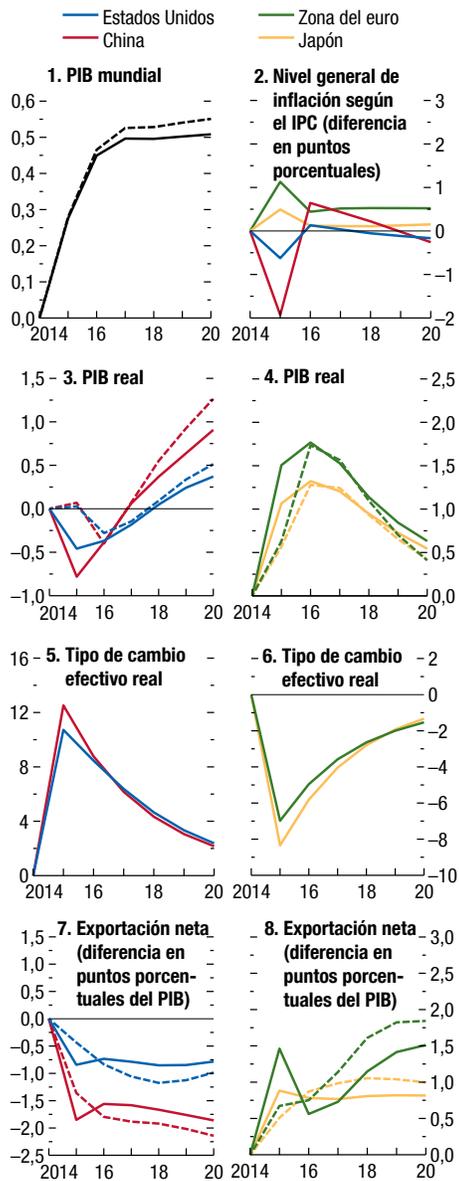
Este escenario emplea dos simulaciones del Modelo G20 del FMI para analizar el impacto macroeconómico que pueden haber tenido los desplazamientos de los tipos de cambio reales desde agosto de 2014, tal como lo representa el gráfico 2 de este recuadro. Ambas simulaciones reproducen todas las variaciones 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 viceversa<sup>3</sup>. 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.

<sup>3</sup>Las 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*

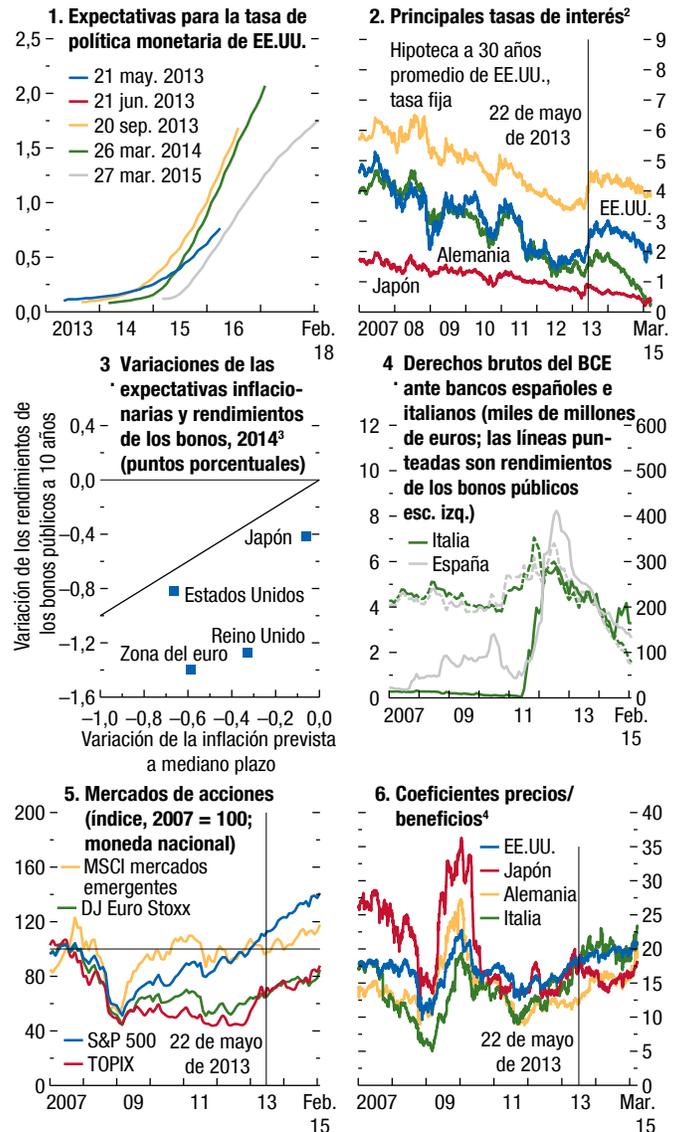
Los rendimientos de los bonos públicos a largo plazo han seguido bajando en las grandes economías avanzadas (gráfico 1.5). Este retroceso refleja en parte las menores expectativas inflacionarias, que son consecuencia de la continua debilidad de los datos de inflación, el marcado descenso de los precios 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.

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

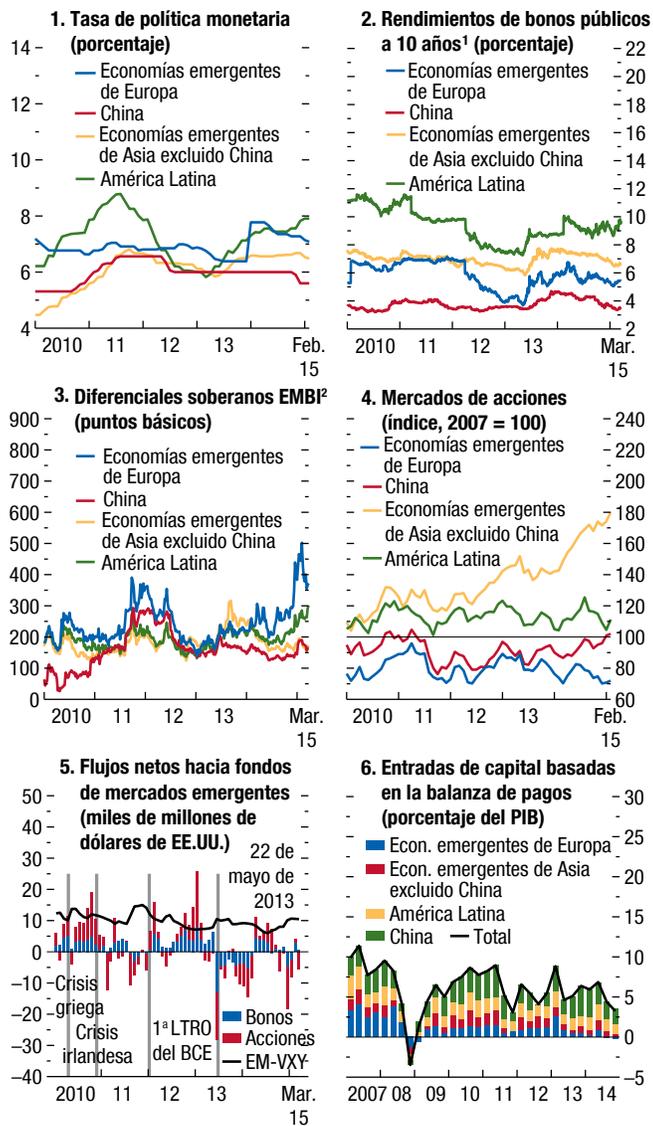
<sup>2</sup>Las tasas de interés son rendimientos de los bonos públicos a 10 años, salvo indicación en contrario. Los datos abarcan hasta el 20 de marzo de 2015.

<sup>3</sup>Las 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.

<sup>4</sup>Los 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.

<sup>1</sup>Los datos abarcan hasta el 18 de marzo de 2015.

<sup>2</sup>Los 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

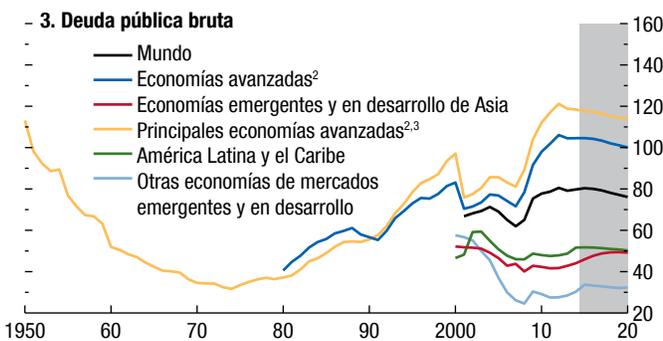
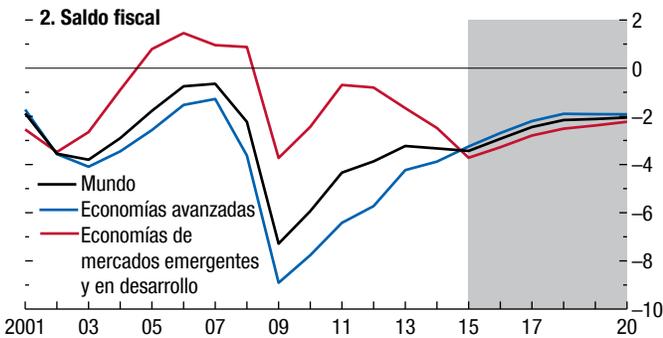
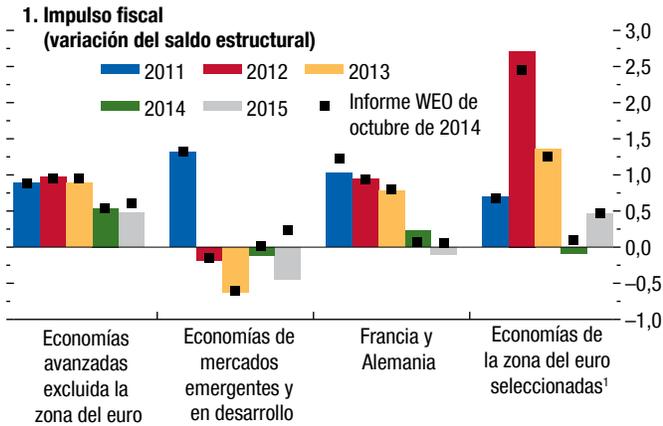
Según las previsiones, la consolidación fiscal se moderará en las economías avanzadas a lo largo del horizonte que abarcan (gráfico 1.7). En los mercados emergentes, la orientación de la política fiscal se mantendría sin grandes cambios, pero con marcadas diferencias entre países y regiones, tal como 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)

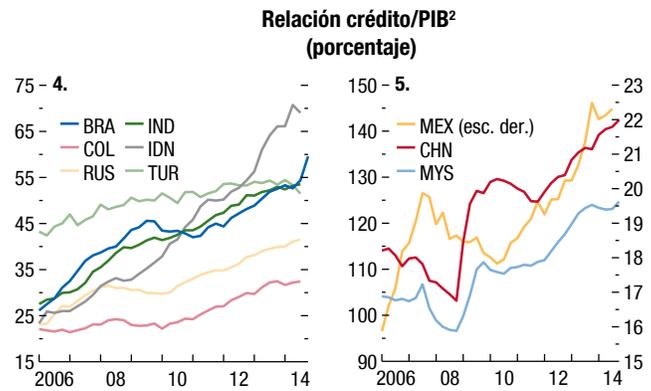
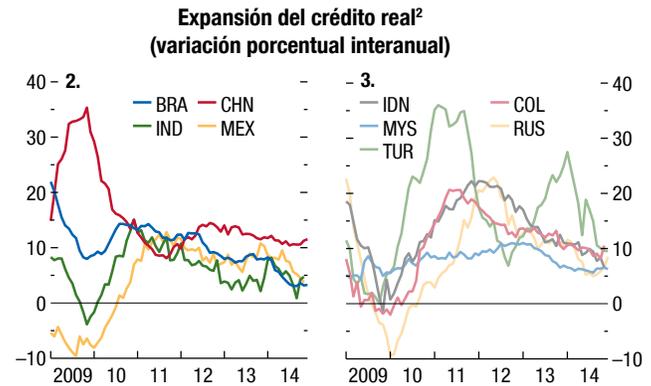
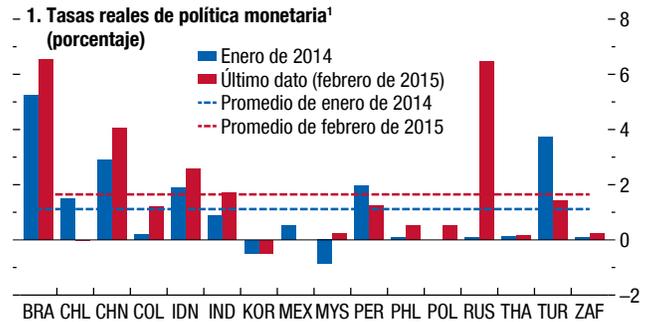
La consolidación fiscal se moderará, según las proyecciones, en las economías avanzadas dentro del horizonte de previsión. En los mercados emergentes, la orientación de la política fiscal se mantendría sin grandes cambios, aunque con marcadas diferencias entre países y regiones.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>Países 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.  
<sup>2</sup>Los datos hasta 2000 excluyen Estados Unidos.  
<sup>3</sup>Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido.

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

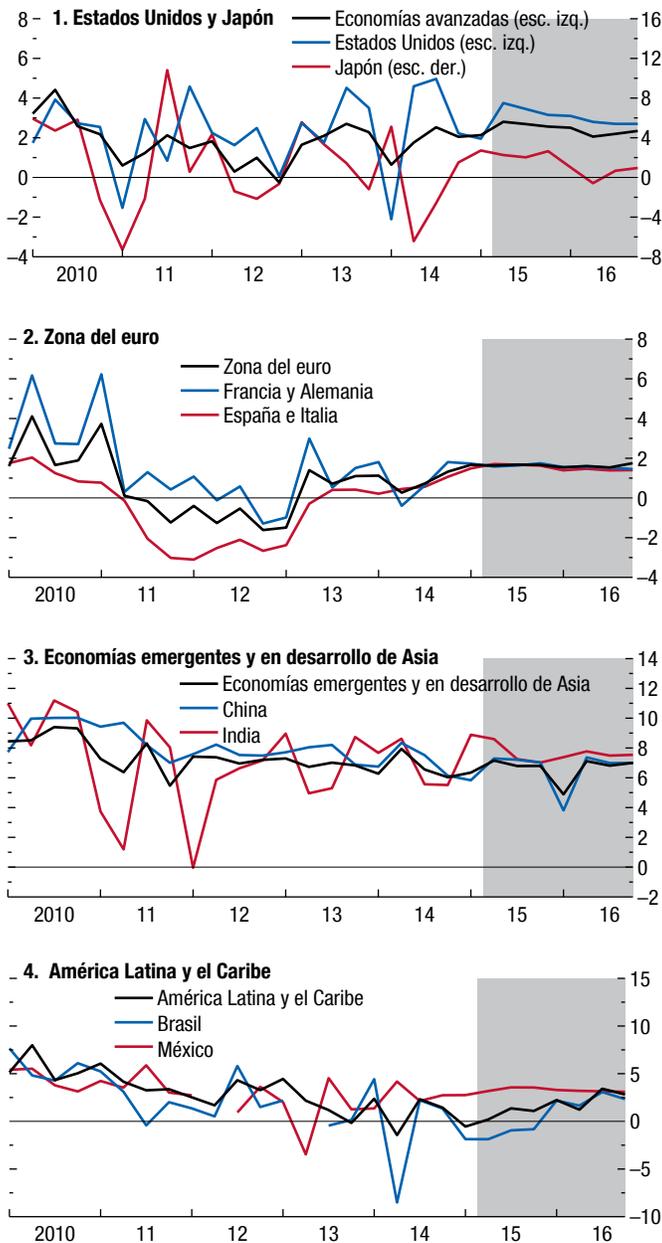
En promedio, las tasas reales de política monetaria se han mantenido cerca de los niveles de enero de 2014, y por debajo de los niveles previos a la crisis en muchas economías de mercados emergentes. La expansión del crédito bancario continúa enfriándose, aunque sigue siendo rápida en algunas economías. 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).  
<sup>1</sup>Deflactadas por las proyecciones de inflación a dos años del informe WEO.  
<sup>2</sup>Crédito 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 próximo<sup>4</sup>. 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 (1,3 puntos porcentuales menos que la última previsión y muy por debajo del 4,2% 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%).

<sup>4</sup>Tras 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, 3,6 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 *Kazajstán*, 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 1½ 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 1¼ 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 2½ 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, entrañarían 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

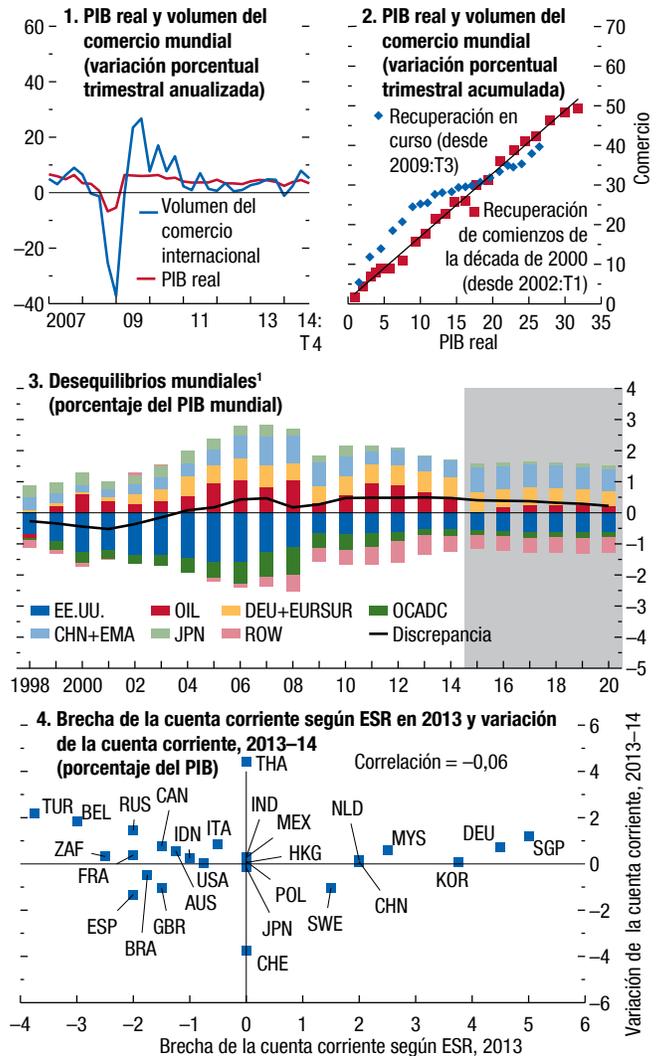
más tenue de la expansión del comercio internacional. Los datos indican que tanto los factores cíclicos como los estructurales son importantes; la debilidad cíclica de la inversión (con un elevado componente comercial) sin duda influye, pero la relación a largo plazo entre el comercio mundial y el PIB 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)<sup>5</sup>.

<sup>5</sup>Sin 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**

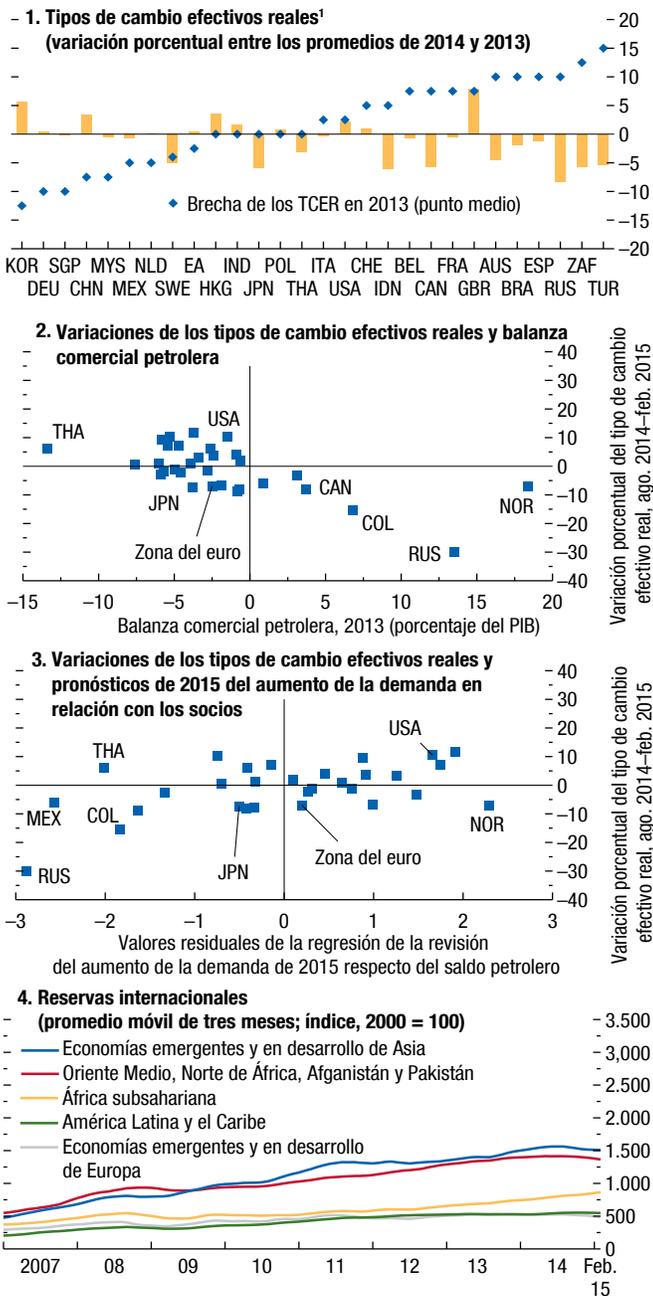
El crecimiento del comercio mundial volvió a desacelerarse en 2014, reflejo en gran medida del debilitamiento de la dinámica del comercio internacional en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Parte de esa desaceleración se relaciona con un crecimiento imprevistamente anémico del PIB, 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).  
<sup>1</sup>CHN+EMA = China y economías emergentes de Asia (Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, provincia china de Taiwan, RAE de Hong Kong, Singapur, Tailandia); DEU+EURSUR = Alemania y otras economías avanzadas europeas con superávit (Austria, Dinamarca, Luxemburgo, Países Bajos, Suecia, Suiza); OCADC = otros países europeos con déficit en cuenta corriente antes de la crisis (España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal, Reino Unido, grupo de economías emergentes y en desarrollo de Europa del informe WEO); OIL = Noruega y grupo de economías de mercados emergentes y en desarrollo exportadoras de combustibles del informe WEO; ROW = resto del mundo.

**Gráfico 1.11. 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).  
<sup>1</sup>Las 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.

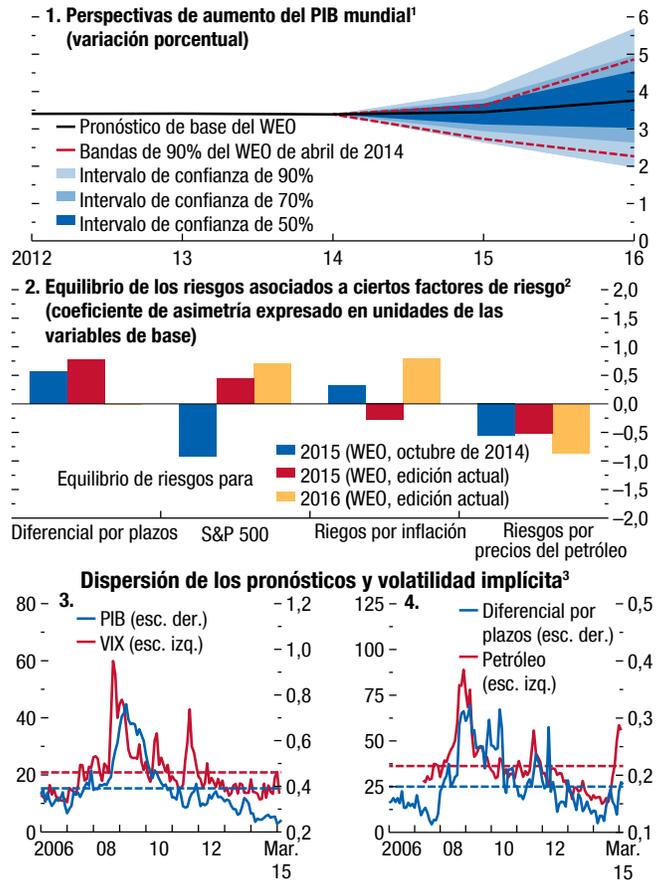
Dos factores explican esta mayor incertidumbre implícita en torno al pronóstico, tanto al alza como a la baja:

- 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 siguiente<sup>6</sup>.
- 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 divergencia

<sup>6</sup>Los 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.

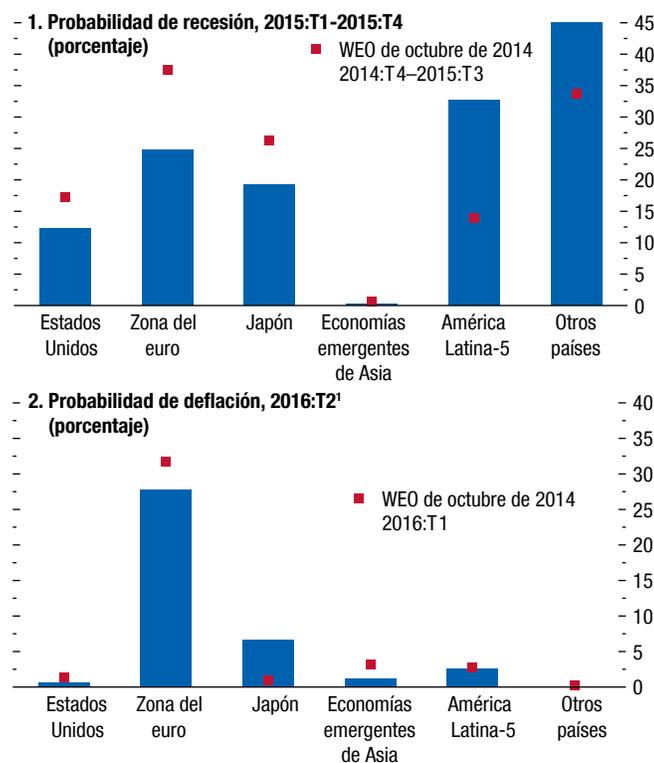
<sup>1</sup>El gráfico de abanico muestra la incertidumbre en torno al pronóstico central del informe WEO con intervalos de confianza de 50%, 70% y 90%. Tal como se indica, el intervalo de confianza de 70% incluye el intervalo de 50%, y el intervalo de confianza de 90% incluye los intervalos de 50% y 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.

<sup>2</sup>Las 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.

<sup>3</sup>El 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.

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

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 nominales<sup>7</sup>. Si esa diferencia

<sup>7</sup>Algunos 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

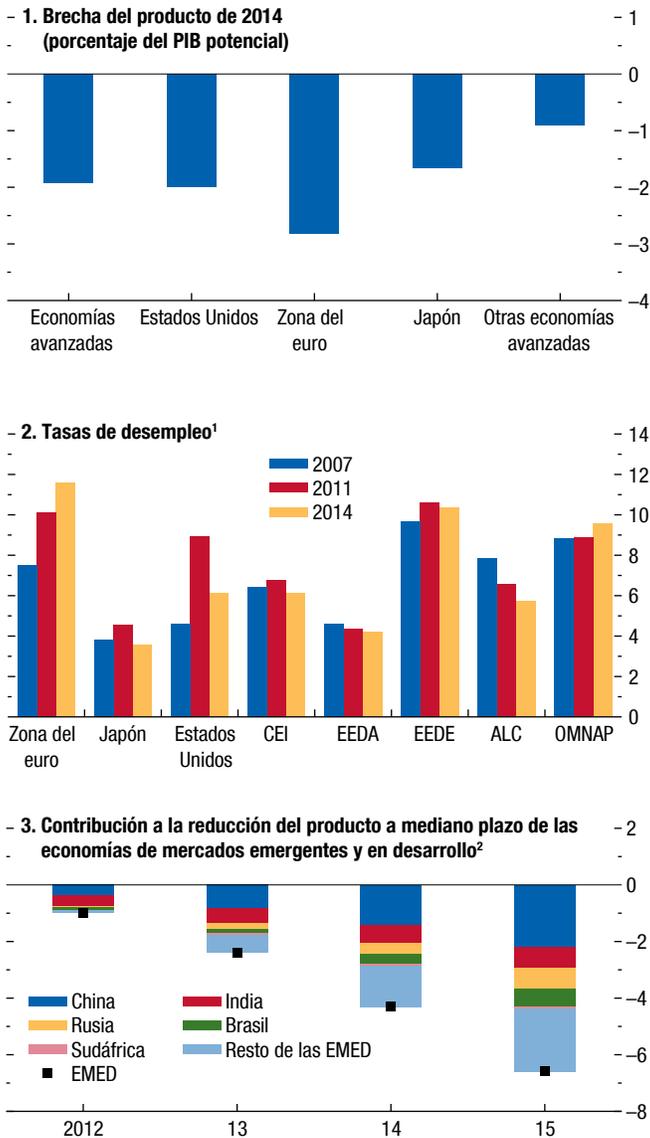
Se prevé un fortalecimiento moderado del crecimiento mundial en 2015–16, gracias en parte al estímulo que infundirán en la demanda mundial la caída de los precios del petróleo y los cambios de las políticas. Aun así, la recuperación será frágil en una serie de economías avanzadas, marcadas por la debilidad 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.  
<sup>1</sup>Se omite África subsahariana debido a las limitaciones de los datos.  
<sup>2</sup>En 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 juego<sup>8</sup>. 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

<sup>8</sup>Véase 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.

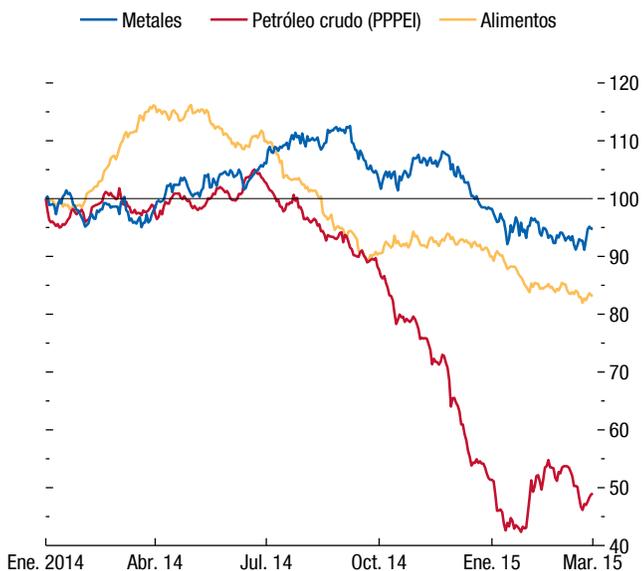
Las medidas destinadas a superar retos y vulnerabilidades propios del crecimiento serán cruciales para avanzar hacia las metas de desarrollo. Además, las políticas deberán centrarse en la movilización sostenible de los recursos para estimular el crecimiento. Las prioridades varían según el país, pero 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)



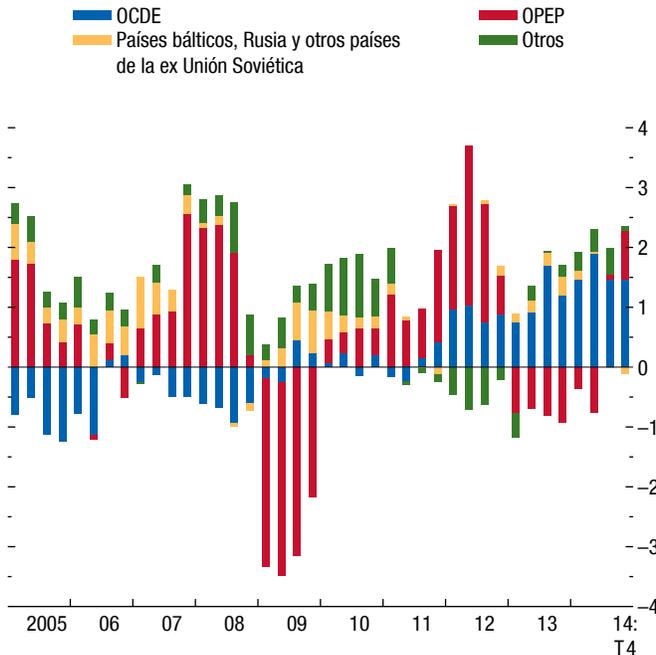
Fuentes: Bloomberg, L.P., y FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios.  
Nota: El índice de metales es un índice ponderado de aluminio, cobre, plomo, níquel, estaño y zinc. El índice de alimentos es un índice ponderado de cebada, maíz, trigo, arroz, harina de soja, soja, aceite de soja, porcinos, 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)

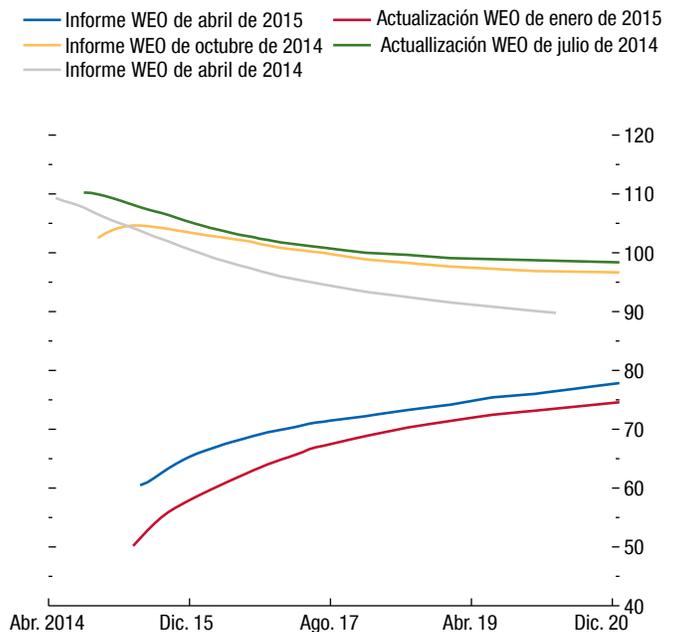


Fuentes: Agencia Internacional de Energía y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: OCDE = Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos; OPEP = Organización de Países Exportadores de Petróleo.

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)



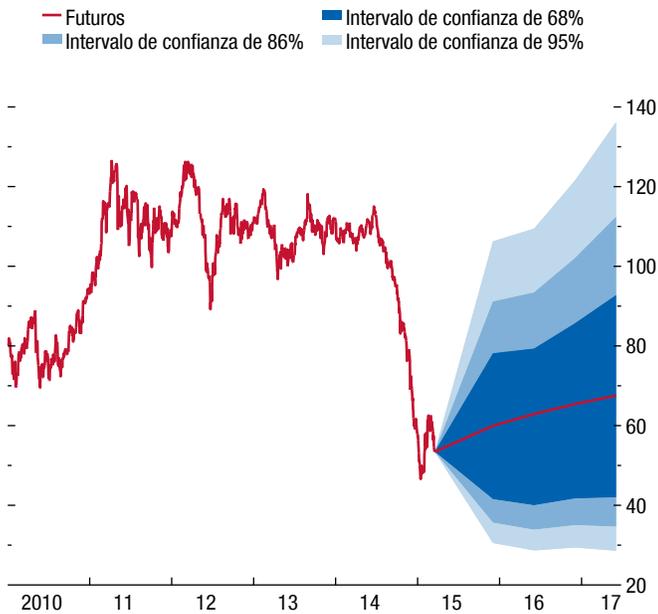
Fuentes: Bloomberg, L.P., y estimaciones del personal técnico del FMI.

internacionales<sup>1</sup>. 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

<sup>1</sup>Casualmente, 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 esquisto<sup>2</sup>. 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?

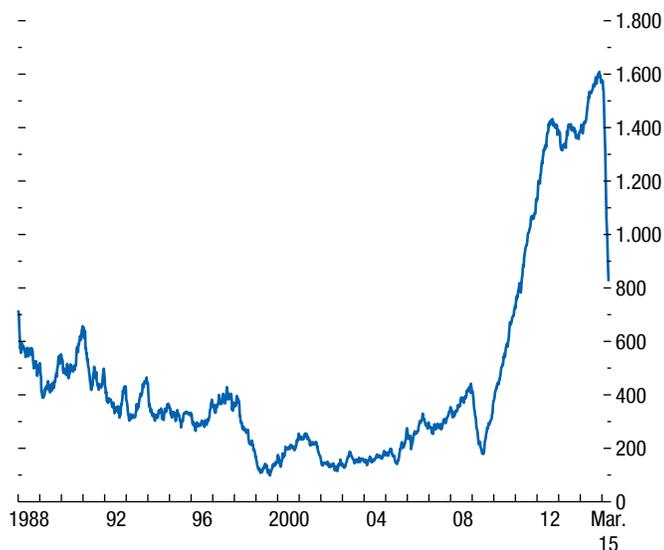
## Inversión en el sector petrolero

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

<sup>2</sup>El 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.

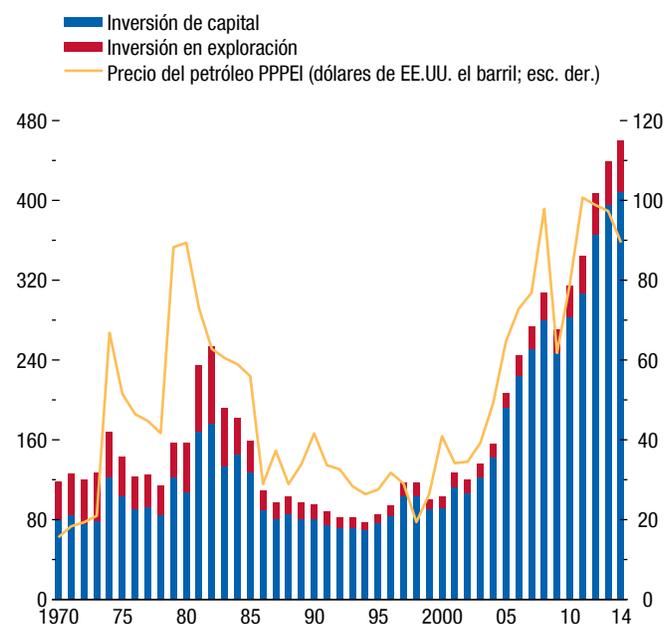
Históricamente, la inversión mundial en el sector petrolero ha seguido de cerca la evolución de los precios (gráfico 1.SE.6)<sup>3</sup>. El aumento del gasto de capital mundial observado en el sector petrolero en la década de 2000 no tuvo precedentes y refleja una era prolongada de precios a niveles 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 bajos<sup>4</sup>.

<sup>3</sup>Las 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.

<sup>4</sup>Véanse, 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 barril<sup>5</sup>. 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.

<sup>5</sup>Un 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 año<sup>6</sup>, lo cual confirma que el reciente retroceso de los precios del petróleo ya está ejerciendo un efecto marcado en la inversión en el sector petrolero<sup>7</sup>.

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 petróleo<sup>8</sup>. 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 petróleo<sup>9</sup>. El efecto de la incertidumbre se ve agravado

<sup>6</sup>Estas 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.

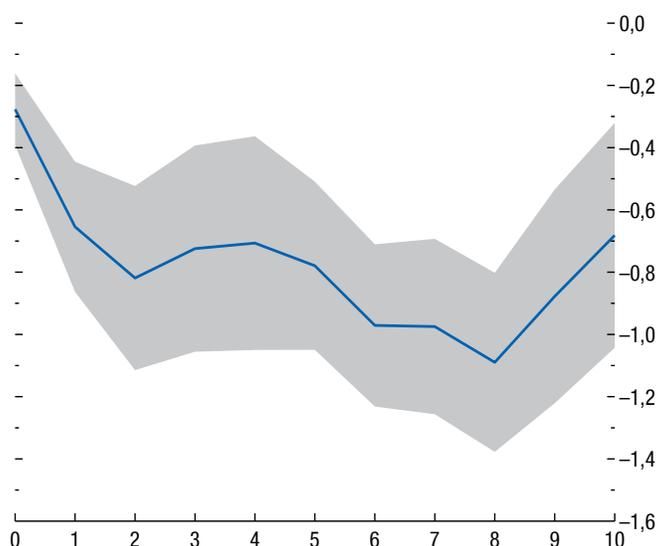
<sup>7</sup>Esta especificación neutraliza los efectos fijos puntuales de cada país, lo cual a su vez neutraliza características que no varían con el tiempo como las diferencias de las instituciones y la riqueza petrolera entre un país y otro. Por ejemplo, Deacon y Bohn (2000) demuestran empíricamente 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.

<sup>8</sup>Otros 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.

<sup>9</sup>Soojin (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%.

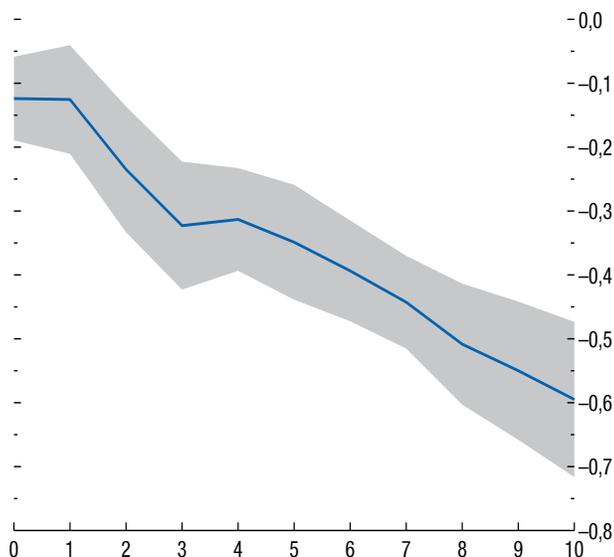
por la naturaleza mayormente irreversible de la inversión en el sector petrolero convencional<sup>10</sup>. Los estudios sobre la inversión agregada han documentado, tanto teórica como empíricamente, de qué manera la incertidumbre incrementa el valor de la opción de esperar antes de invertir, sobre todo 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 petrolero<sup>11</sup>.

<sup>10</sup>La 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.

<sup>11</sup>Por 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 campos<sup>12</sup>.

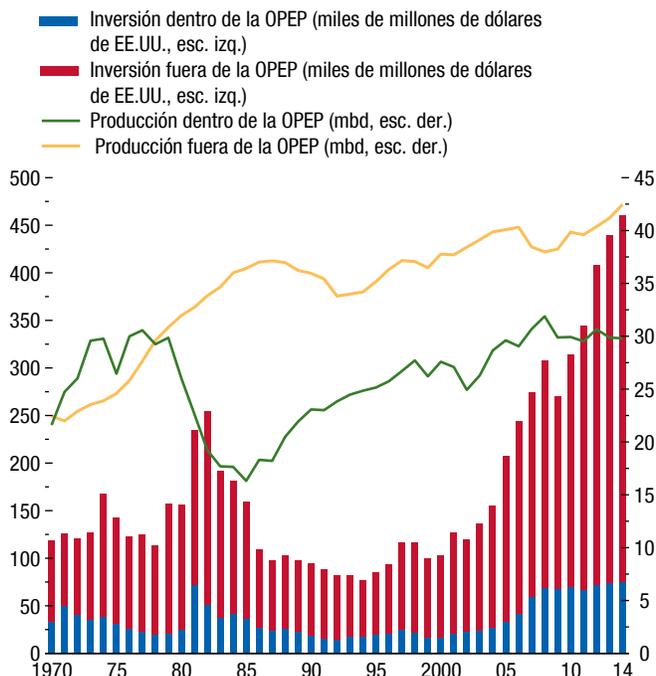
La experiencia —partiendo de la misma muestra de 41 países en el período 1970–2014— confirma la lentitud de la respuesta de la producción a la disminución de la inversión en el sector petrolero. Los resultados de una regresión simple de panel con rezagos distribuidos, que incluye la producción de petróleo 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)<sup>13</sup>. 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

<sup>12</sup>Anderson, 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.

<sup>13</sup>Estas 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**

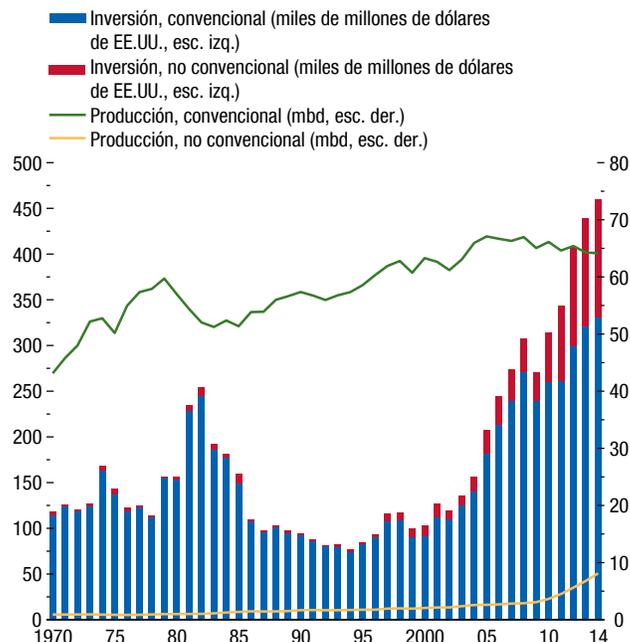


Fuentes: Estudios y análisis de Rystad Energy y cálculos del personal técnico del FMI.

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**

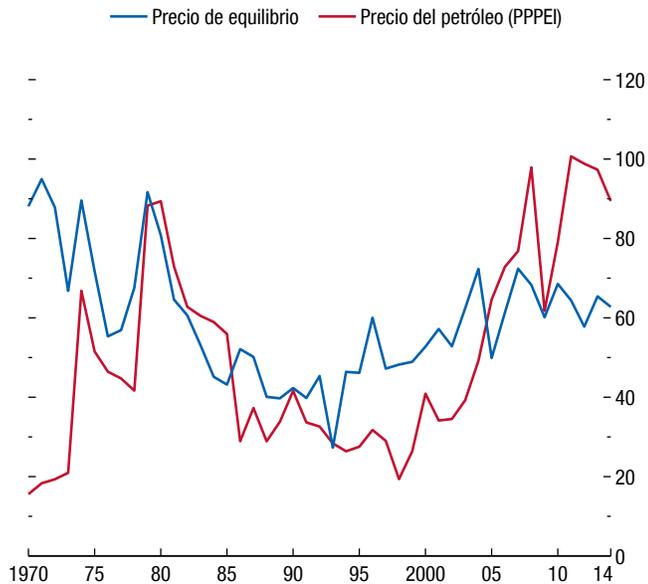


Fuentes: Estudios y análisis de Rystad Energy y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: mbd = millones de barriles diarios.

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)



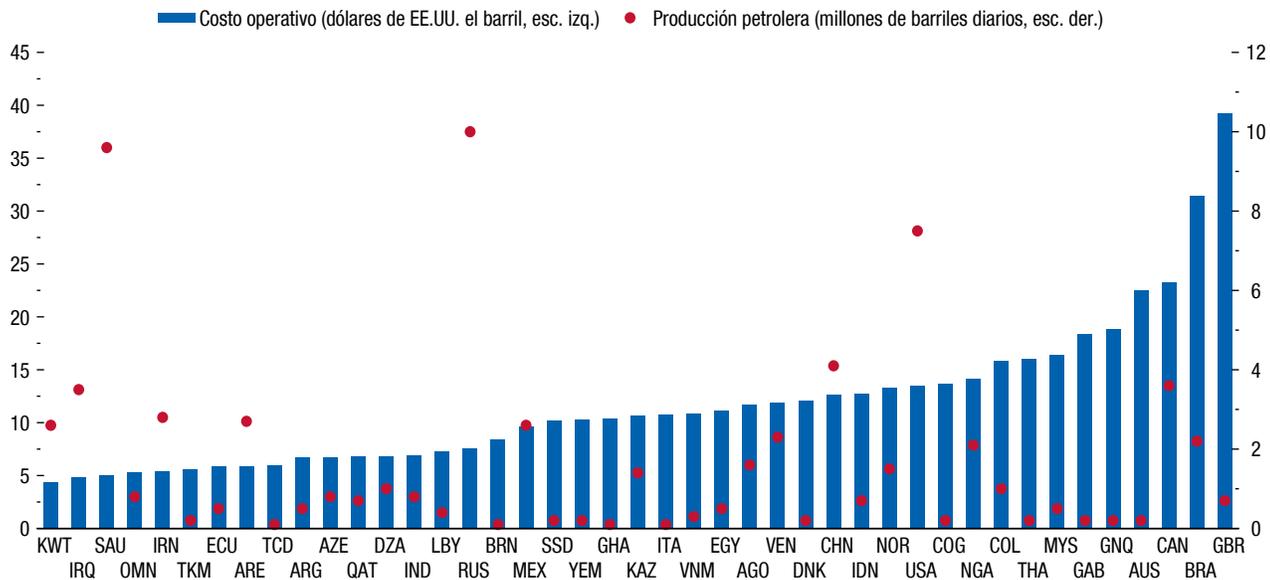
Fuentes: FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios; estudios y análisis de Rystad Energy, y cálculos del personal técnico del FMI.

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— limitarían 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)<sup>14</sup>. 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

<sup>14</sup>La 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?**

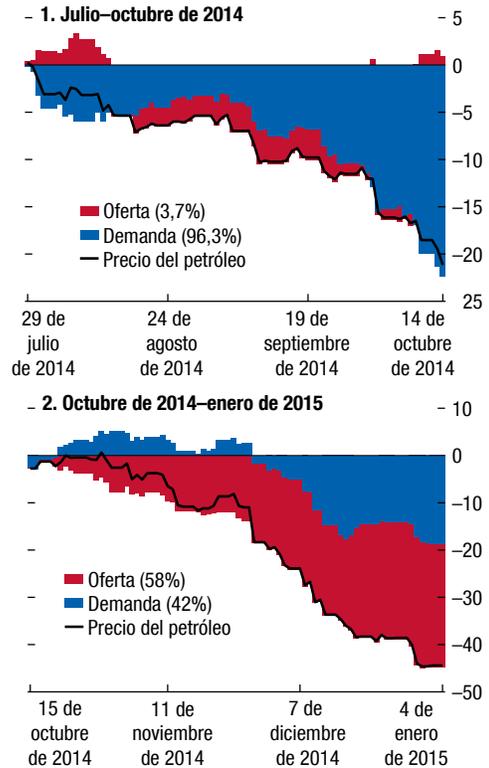
Los precios del petróleo se redujeron a la mitad entre junio y diciembre de 2014. Las implicaciones de esta disminución para la economía mundial dependen fundamentalmente de los factores de base. Si ese retroceso se debe a un aumento de la oferta de petróleo, estimulará el crecimiento mundial a través 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 acciones<sup>1</sup>.

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

<sup>1</sup>La 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)<sup>2</sup>.

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)<sup>3</sup>. 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 petróleo<sup>4</sup>. El método de identificación es parecido al del método anterior, con más restricciones<sup>5</sup>. Los precios y la demanda mundial se mueven juntos cuando los shocks afectan a la demanda, y en sentido opuesto cuando se

<sup>2</sup>Las 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.

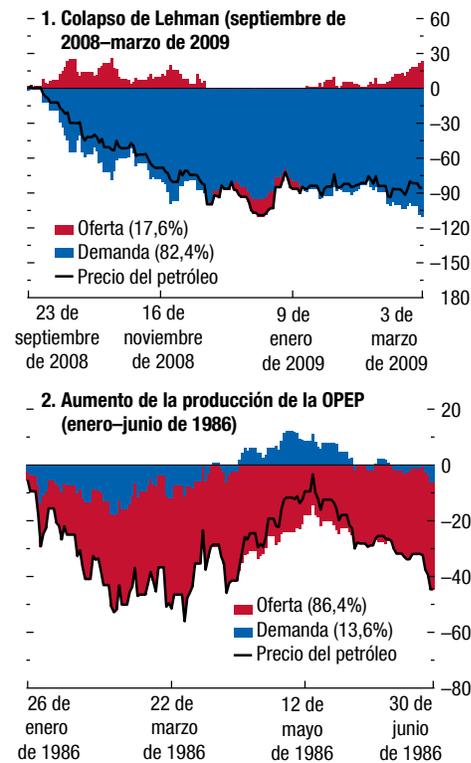
<sup>3</sup>El episodio de 1986 se basa en estimaciones del modelo realizadas usando el índice MSCI World, sobre el que se dispone de datos con anterioridad a 1991.

<sup>4</sup>El 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.

<sup>5</sup>El 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)



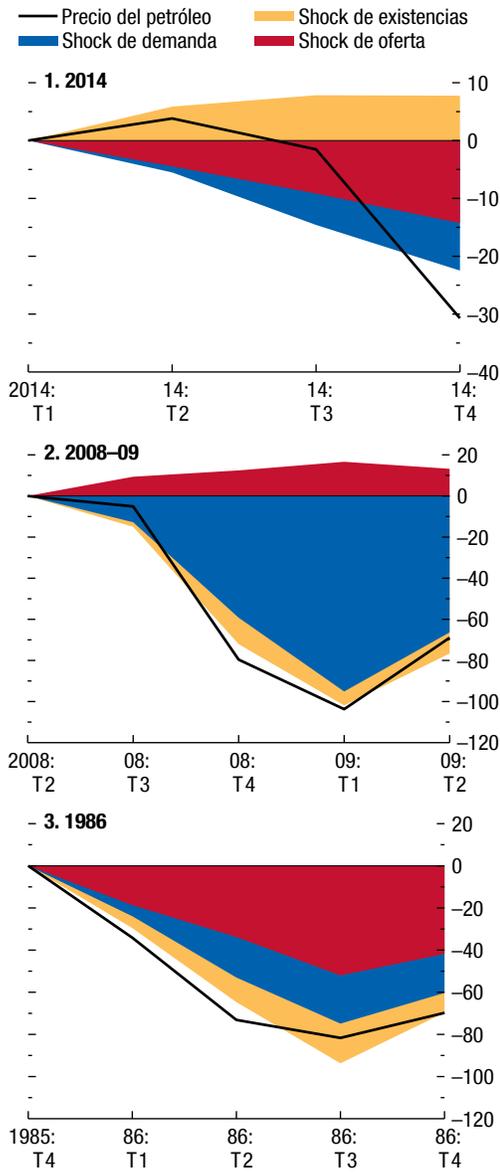
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: OPEC = Organización de Países Exportadores de Petróleo.

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)<sup>1,2</sup>*



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>En 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.  
<sup>2</sup>La 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 pasados<sup>6</sup>.

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 elasticidad-precio de la oferta y la demanda a corto y mediano plazo habrían requerido revisiones más profundas de las perspectivas de crecimiento.

<sup>6</sup>Entre 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.

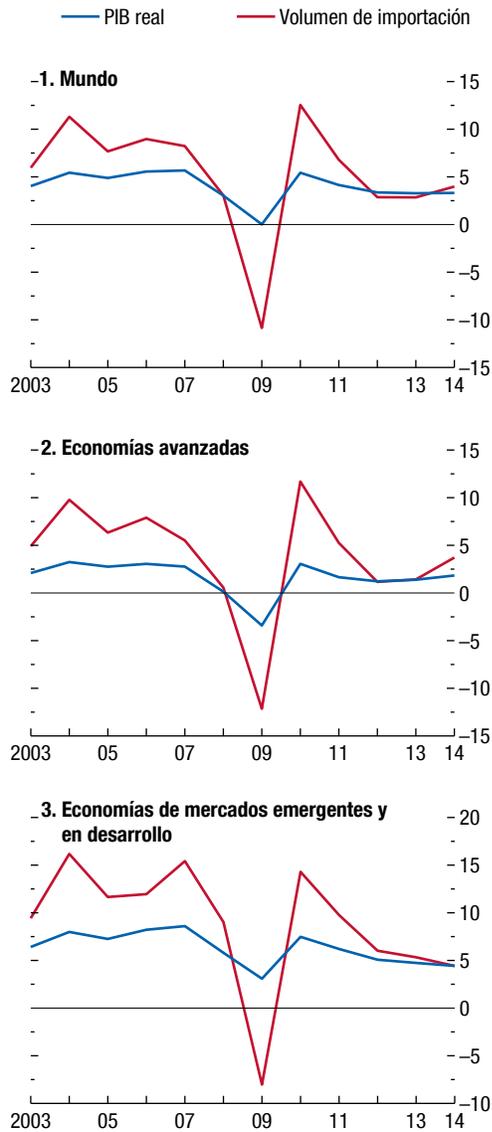
Este recuadro pretende aclarar los factores que contribuyen a la desaceleración del comercio exterior analizando factores cíclicos —ocurridos en 2012–14—, así como factores estructurales desde una perspectiva a más largo plazo. Es importante cuantificar las contribuciones de estos factores para poder 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 2014<sup>1</sup>. 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)**



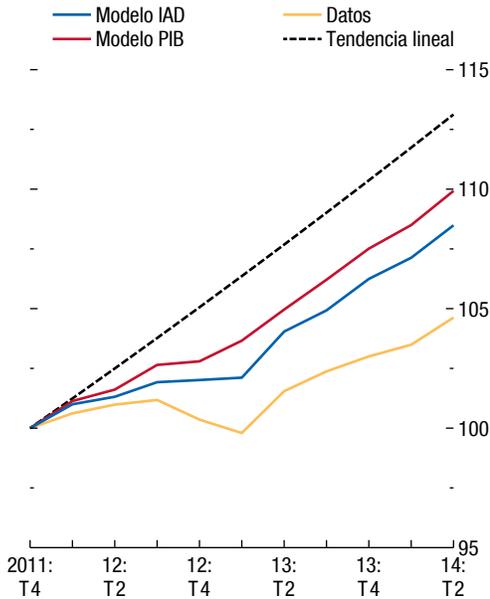
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

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

<sup>1</sup>El 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-producto<sup>2</sup>. 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.

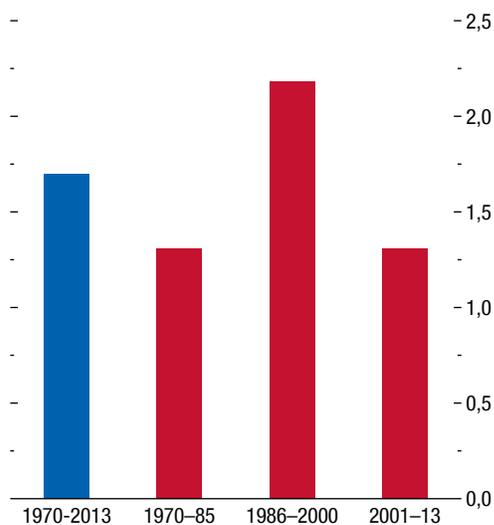
Aquí, la relación entre el comercio exterior y el ingreso se examina usando un modelo con corrección de errores para estimar la elasticidad-ingreso del comercio exterior a largo plazo (elasticidad del comercio)<sup>3</sup>.

<sup>2</sup>Boz, 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  $\omega$  la ponderación que capta el contenido de importación del correspondiente componente del gasto de la demanda final.

<sup>3</sup>Este 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.

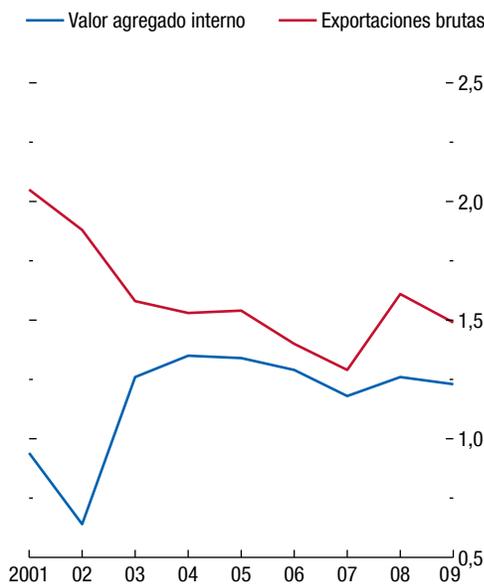
Los resultados llevan a pensar que en 1970–2013 la elasticidad del comercio a largo plazo fue 1,7. Sin embargo, dentro de ese período, la elasticidad del comercio varió considerablemente (gráfico 1.2.3). En el período 1986–2000, un aumento de 1% del PIB real mundial estuvo asociado a un aumento de 2,2% 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  $\epsilon$  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 manera<sup>4</sup>. 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.

<sup>4</sup>Los 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.*

**D**urante 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.

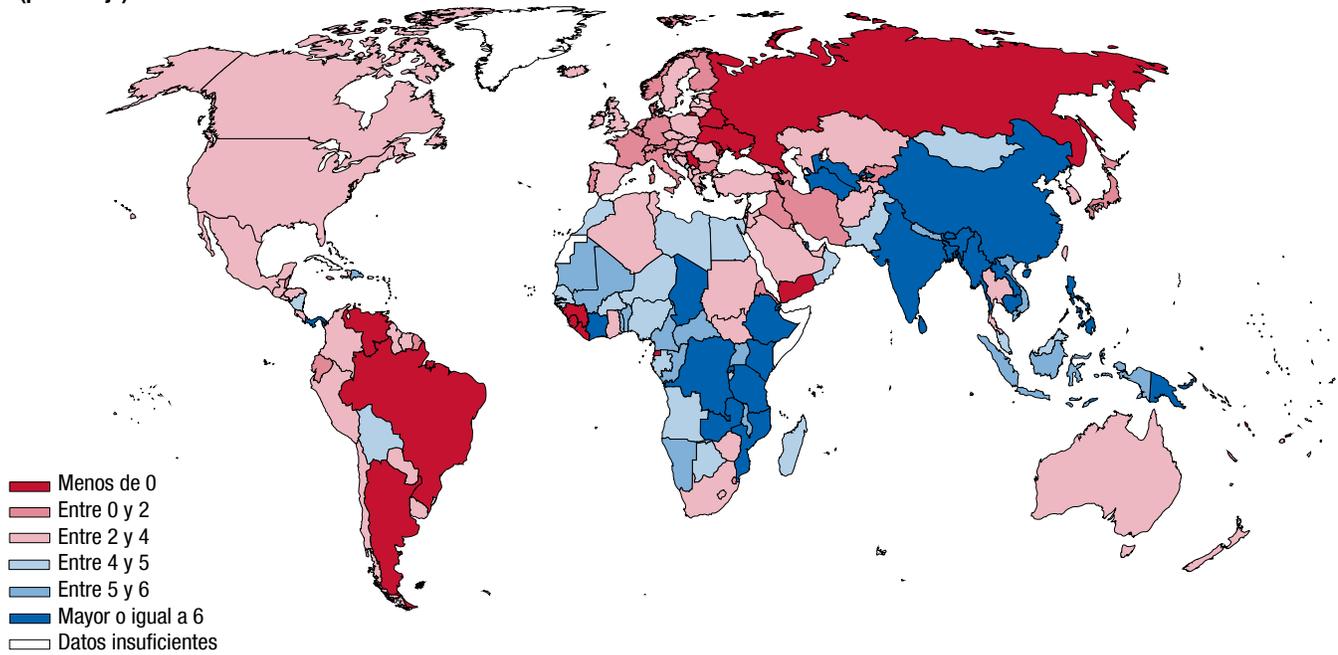
- Las trayectorias divergentes de las principales economías —crecimiento sólido en Estados Unidos, la recuperación más débil que está en curso en la zona del euro y Japón y desaceleración del crecimiento en China— también tienen repercusiones distintas según la región y el país: impulsan a las regiones 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**

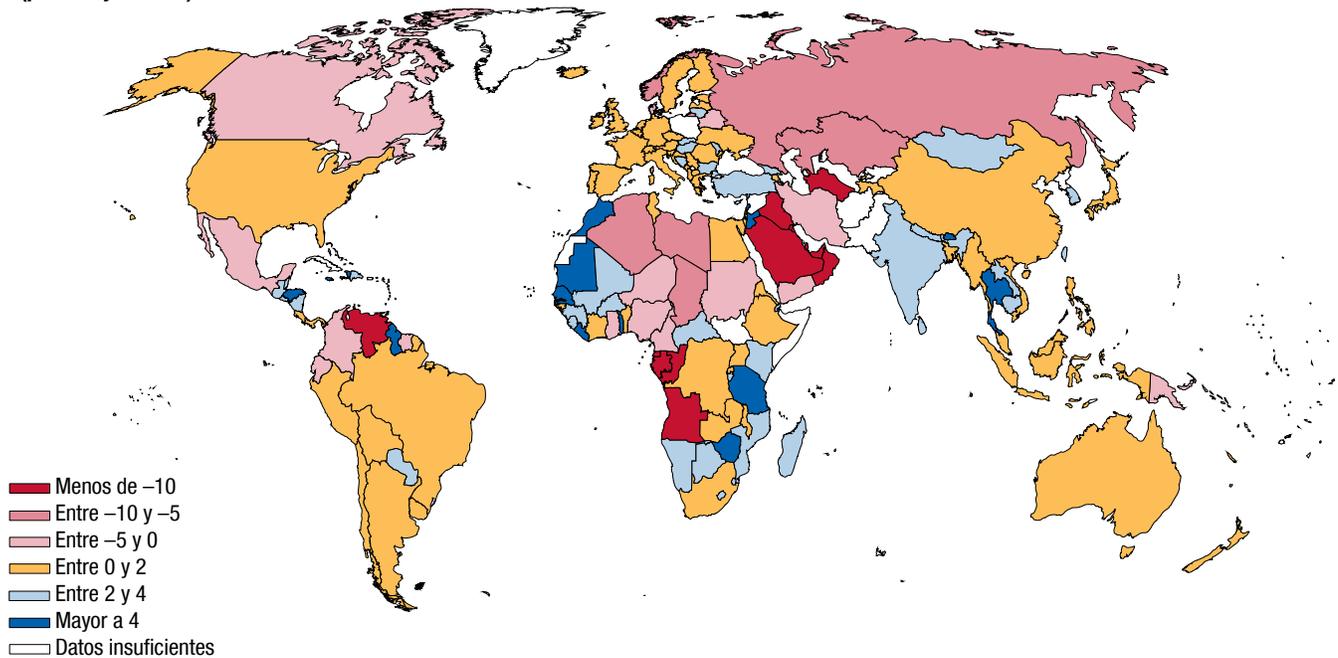
*El crecimiento se mantiene sólido en Estados Unidos y Canadá. Sin embargo, si bien el descenso de los precios de la energía ha impulsado el crecimiento en Estados Unidos, dicho descenso plantea riesgos para la economía canadiense en vista del tamaño relativamente grande de su sector energético. En Estados 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 2015<sup>1</sup>  
(porcentaje)**



**2. Saldo comercial del petróleo, efectos de los precios puros<sup>2</sup>  
(porcentaje del PIB)**



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Se excluye Siria debido a la incertidumbre de la situación política.

<sup>2</sup>El 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.

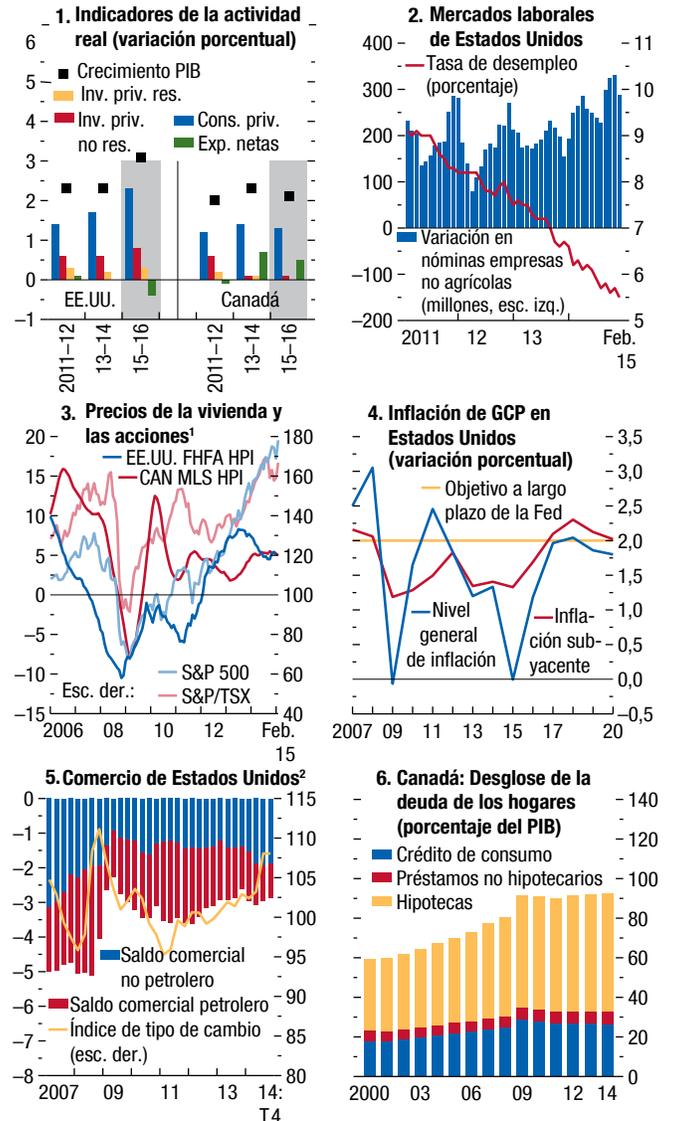
A pesar de la recuperación, hay pocos indicios de presiones significativas sobre los precios y los salarios. En febrero, el principal índice de precios del gasto de consumo personal fue solo 1,4% superior al del año anterior, y el nivel general de inflación fue todavía menor, de 0,2%, lo que refleja 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.

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

<sup>2</sup>Porcentaje 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 <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
<b>Economías avanzadas</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>7,3</b>	<b>6,9</b>	<b>6,6</b>
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 <sup>4,5</sup>	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 <sup>4</sup>	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 <sup>6</sup>	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.

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

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

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

<sup>4</sup>Basado en el índice armonizado de precios al consumidor de Eurostat.

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

<sup>6</sup>Excluye 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.

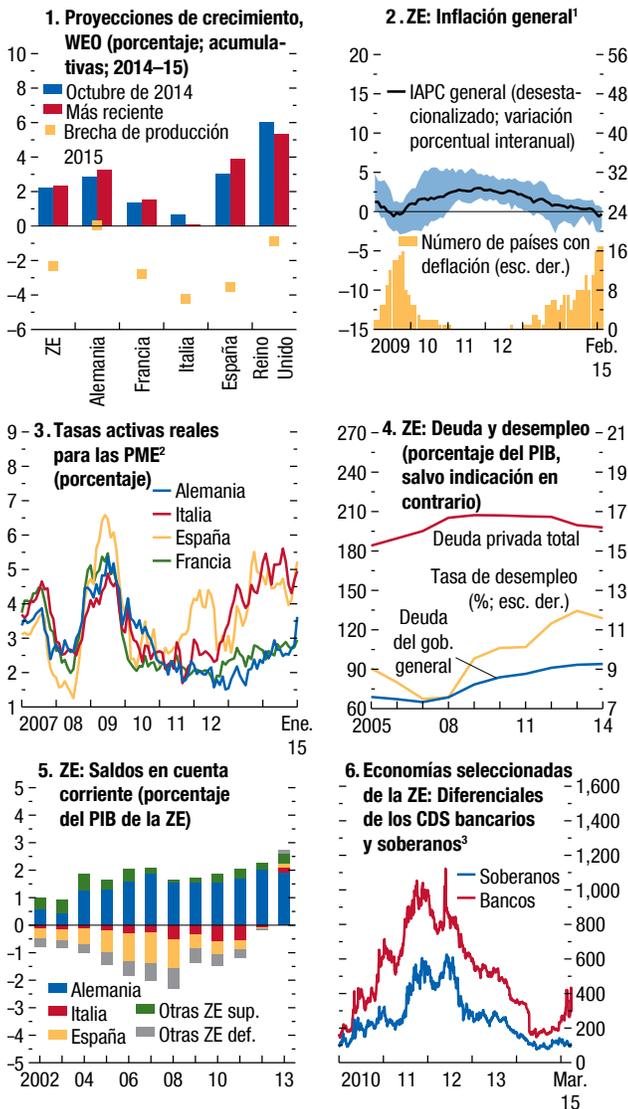
El Banco Central Europeo (BCE) anunció un decidido programa de compra de activos, que incluía la compra de bonos soberanos, para abordar la inflación persistentemente baja en la zona del euro. Tanto la inflación básica como la inflación general han estado durante algún tiempo muy por debajo del objetivo 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.

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

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

<sup>3</sup>Países 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 <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
<b>Europa</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>1,1</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	...	...	...
<b>Economías avanzadas</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>10,2</b>	<b>9,7</b>	<b>9,3</b>
Zona del euro <sup>4,5</sup>	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 <sup>5</sup>	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
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Europa<sup>6</sup></b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>2,7</b>	<b>3,7</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,0</b>	...	...	...
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 <sup>5</sup>	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.

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

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

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

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

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

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

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.

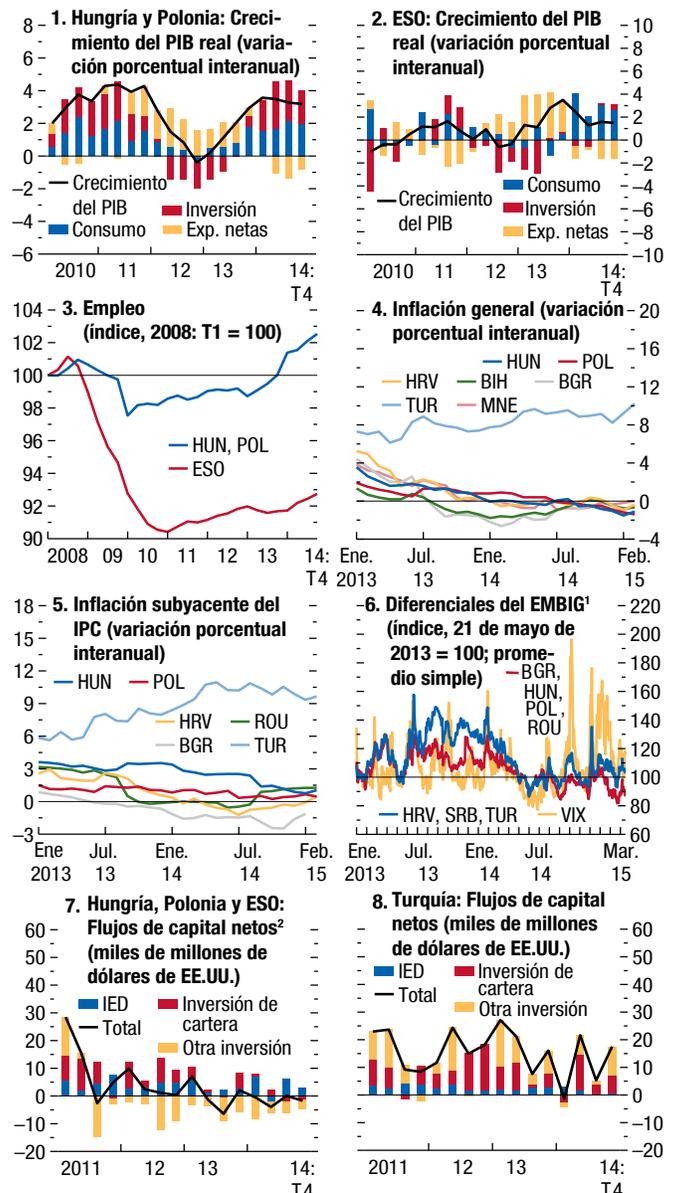
Se espera que la disminución de los precios del petróleo dé un impulso a la región y compense los efectos del débil crecimiento en la zona del euro, la recesión en Rusia y la deuda corporativa, todavía elevada (cuadro 2.2):

- 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.

<sup>1</sup>Los datos abarcan cifras hasta el 27 de marzo de 2015.

<sup>2</sup>Los 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.

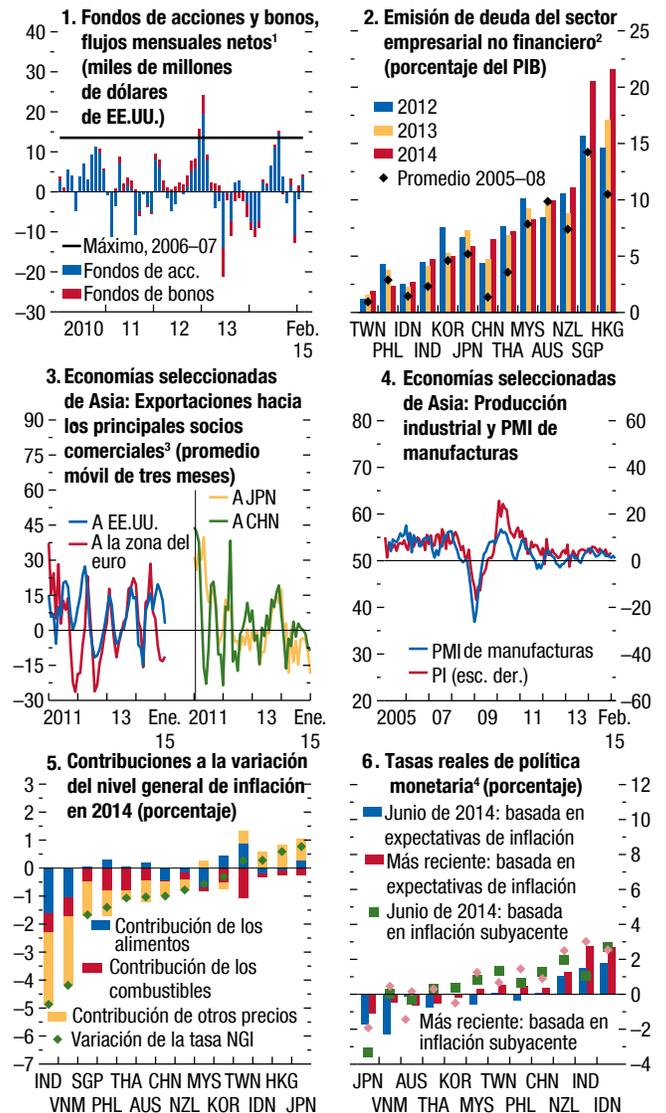
Las condiciones financieras acomodaticias han empezado a tornarse más restrictivas. Las relaciones crédito privado/PIB están bastante por encima de la tendencia en algunos países. Las cuantiosas salidas de inversión de cartera, la emisión más pausada de deuda empresarial (en especial en las economías 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).

<sup>1</sup>Los 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.

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

<sup>3</sup>Las 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.

<sup>4</sup>Los 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 <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
<b>Asia</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>	<b>3,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	...	...	...
<b>Economías avanzadas de Asia</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>
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
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>	<b>6,8</b>	<b>6,6</b>	<b>6,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>1,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	...	...	...
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	...	...	...
<b>ASEAN-5</b>	<b>4,6</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>	<b>4,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>	...	...	...
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
<b>Otras economías emergentes y en desarrollo de Asia<sup>4</sup></b>	<b>6,4</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	<b>5,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,7</b>	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
Economías emergentes de Asia <sup>5</sup>	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.

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

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

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

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

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

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.

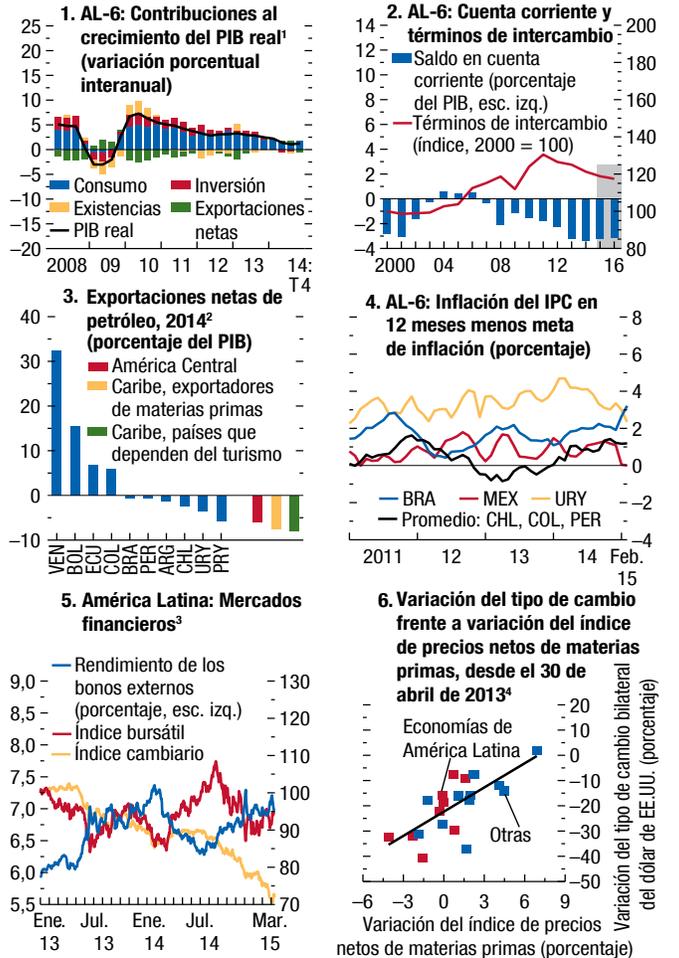
Las monedas en los países con tipos de cambio flexibles reaccionaron rápidamente a los cambios en las perspectivas externas y el debilitamiento de las condiciones internas, depreciándose en promedio alrededor de 10% en cifras ponderadas en función del comercio desde el final de agosto de 2014, y en algunos 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).  
<sup>1</sup>Promedio desestacionalizado y ponderado en función de la paridad del poder adquisitivo. Las existencias incluyen las discrepancias estadísticas.  
<sup>2</sup>Los 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).  
<sup>3</sup>El 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.  
<sup>4</sup>El 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 las Américas**  
(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
<b>América del Norte</b>	<b>2,4</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>1,9</b>	<b>0,5</b>	<b>1,7</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,4</b>	...	...	...
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
<b>América del Sur<sup>4</sup></b>	<b>0,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,3</b>	...	...	...	<b>-2,9</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,2</b>	...	...	...
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 <sup>5,6</sup>	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
<b>América Central<sup>7</sup></b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>	<b>3,3</b>	<b>-5,9</b>	<b>-5,0</b>	<b>-5,2</b>	...	...	...
<b>El Caribe<sup>8</sup></b>	<b>4,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>	<b>4,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>												
América Latina y el Caribe <sup>9</sup>	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 <sup>10</sup>	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.

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

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

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

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

<sup>5</sup>Las cifras de Argentina son los datos oficiales declarados, revisados en mayo de 2014. El 1 de febrero de 2013 el FMI emitió una declaración de censura, y en diciembre de 2013 instó a Argentina a adoptar medidas especificadas para mejorar la calidad de los datos oficiales del PBI dentro de un calendario especificado. El 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.

<sup>6</sup>A partir de diciembre de 2013, los datos de precios al consumidor reflejan el nuevo Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU), que difiere sustancialmente del anterior IPC (el IPC del Gran Buenos Aires, IPC-GBA). Dadas las diferencias en cobertura geográfica, ponderaciones, muestreo y metodología, los datos del IPCNU no pueden compararse directamente con los datos del anterior IPC-GBA. Debido a este corte estructural en los datos, en la edición de 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.

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

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

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

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

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.

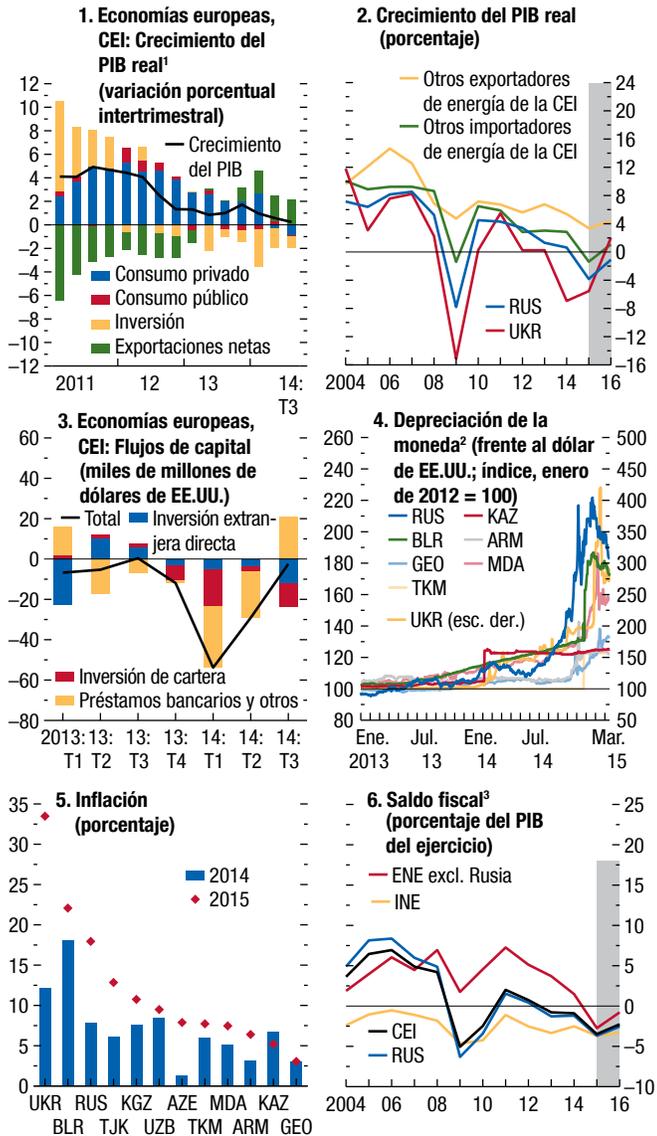
Más allá de estos ajustes, las difíciles perspectivas actuales subrayan la necesidad urgente de aplicar reformas en el lado de la oferta. Para reforzar las perspectivas de crecimiento y seguir avanzando en la reducción de la pobreza en medio de condiciones externas más difíciles será necesario redoblar 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, Kazajistán, la República Kirguisa, Tayikistán, Turkmenistán y Uzbekistán; Exportadores netos de energía (ENE) excl. Rusia = Azerbaiyán, Kazajistán, 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).

<sup>1</sup>Se excluye Moldova debido a la falta de datos.

<sup>2</sup>Los datos abarcan hasta el 27 de marzo de 2015.

<sup>3</sup>Déficit 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 <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
<b>Comunidad de Estados Independientes<sup>4</sup></b>	<b>1,0</b>	<b>-2,6</b>	<b>0,3</b>	<b>8,1</b>	<b>16,8</b>	<b>9,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>3,7</b>	...	...	...
<b>Exportadores netos de energía</b>	<b>1,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>0,1</b>	<b>7,5</b>	<b>15,6</b>	<b>9,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>4,6</b>	...	...	...
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	...	...	...
<b>Importadores netos de energía</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>1,6</b>	<b>12,3</b>	<b>25,2</b>	<b>11,4</b>	<b>-5,7</b>	<b>-5,2</b>	<b>-4,2</b>	...	...	...
Ucrania <sup>5</sup>	-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 <sup>6</sup>	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 <sup>7</sup>	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.

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

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

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

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

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

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

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

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

real<sup>1</sup>. 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+1<sup>2</sup>.
- 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.

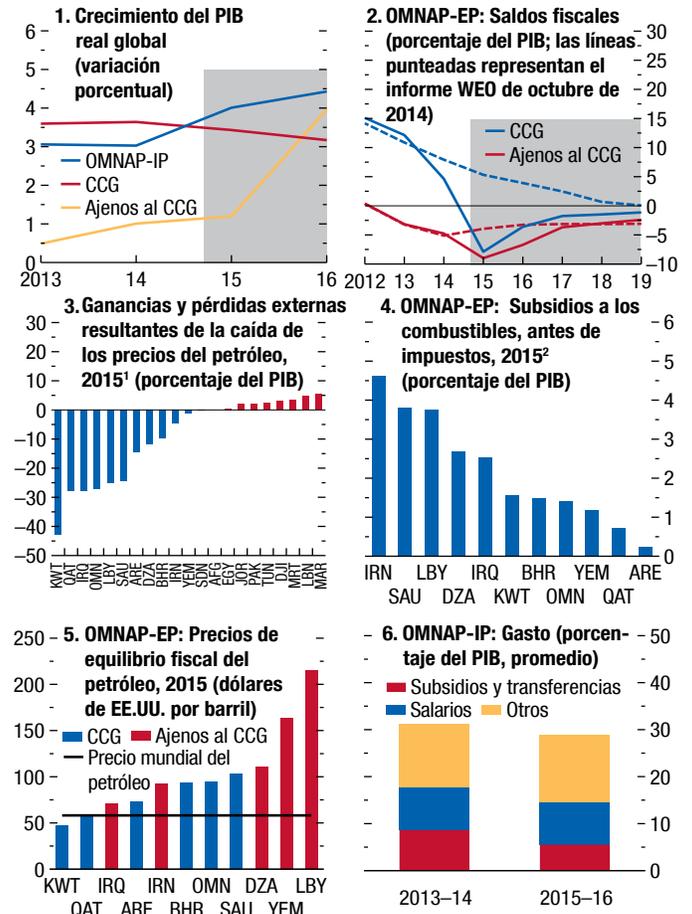
Las autoridades económicas deben estar preparadas para hacer frente a un período sostenido de precios del petróleo más bajos y reevaluar sus planes a mediano plazo según corresponda. Los países deben abordar las vulnerabilidades fiscales generadas por la rápida erosión de los márgenes de maniobra existentes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

<sup>1</sup>El 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.

<sup>2</sup>El 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.

<sup>1</sup>Las 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.

<sup>2</sup>El 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 <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
<b>Oriente Medio, Norte de África,</b>												
<b>Afganistán y Pakistán</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,8</b>	<b>6,7</b>	<b>6,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,1</b>	...	...	...
<b>Exportadores de petróleo<sup>4</sup></b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>10,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,7</b>	...	...	...
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
<b>Importadores de petróleo<sup>5</sup></b>	<b>3,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,4</b>	<b>9,2</b>	<b>7,0</b>	<b>6,6</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,5</b>	...	...	...
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 <sup>6</sup>	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 <sup>7</sup>	1,0	3,3	5,6	2,5	3,3	3,6	-8,1	-14,6	-11,6	...	...	...
Mashreq <sup>8</sup>	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.

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

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

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

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

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

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

<sup>7</sup>El Magreb comprende Argelia, Libia, Marruecos, Mauritania y Túnez.

<sup>8</sup>El 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,

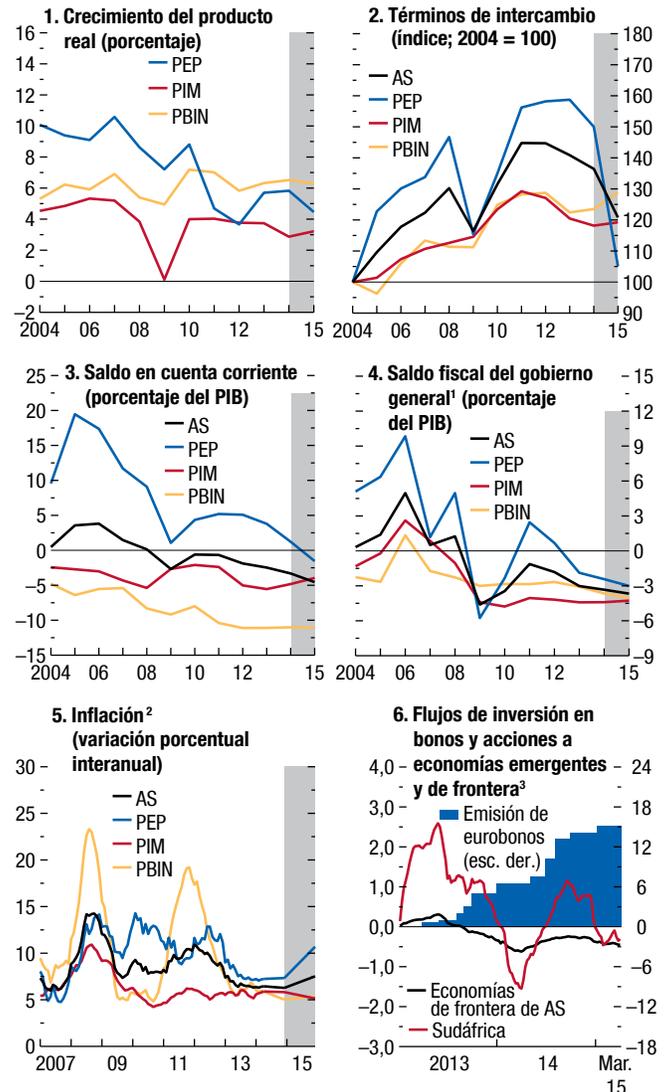
sus perspectivas económicas se han revisado a la baja respecto de las expectativas anteriores (cuadro 2.7). Se espera que el crecimiento de África subsahariana se reduzca a 4,5% en 2015 —una revisión a la baja sustancial de 1¼ puntos porcentuales con respecto a la edición de octubre de 2014 del informe 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.

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

<sup>2</sup>Debido 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.

<sup>3</sup>Los 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 <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
<b>África subsahariana</b>	<b>5,0</b>	<b>4,5</b>	<b>5,1</b>	<b>6,3</b>	<b>6,6</b>	<b>7,0</b>	<b>-3,3</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,1</b>	...	...	...
<b>Exportadores de petróleo<sup>4</sup></b>	<b>5,8</b>	<b>4,5</b>	<b>5,2</b>	<b>7,3</b>	<b>9,2</b>	<b>9,6</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,3</b>	...	...	...
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	...	...	...
<b>Economías de ingreso mediano<sup>5</sup></b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>	<b>6,0</b>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,1</b>	...	...	...
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	...	...	...
<b>Economías de bajo ingreso<sup>6</sup></b>	<b>6,5</b>	<b>6,3</b>	<b>6,9</b>	<b>5,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,2</b>	<b>-11,0</b>	<b>-11,1</b>	<b>-11,0</b>	...	...	...
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.

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

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

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

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

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

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

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).



Una de las determinaciones de este capítulo es que el crecimiento del producto potencial en las economías avanzadas y de mercados emergentes ha disminuido en los últimos años. En las economías avanzadas, esa disminución comenzó ya a principios de la década de 2000 y se acentuó con la crisis financiera internacional. En las economías de mercados emergentes, por el contrario, no comenzó sino hasta después de la crisis. El análisis del capítulo sugiere que es probable que el crecimiento del producto potencial de las economías avanzadas se incremente ligeramente a medida que se desvanezcan algunos efectos relacionados con la crisis, pero que se mantendrá por debajo de las tasas previas a la crisis a mediano plazo. Las principales razones son el envejecimiento de la población y el aumento paulatino del crecimiento del capital a medida que el producto y la inversión se recuperan de la crisis. Por el contrario, en las economías de mercados emergentes, la previsión es que el crecimiento del producto potencial disminuya más debido al envejecimiento de la población, la contracción de la inversión y un menor aumento de la productividad total de los factores a medida que estas economías convergen hacia la frontera tecnológica.

## Introducción

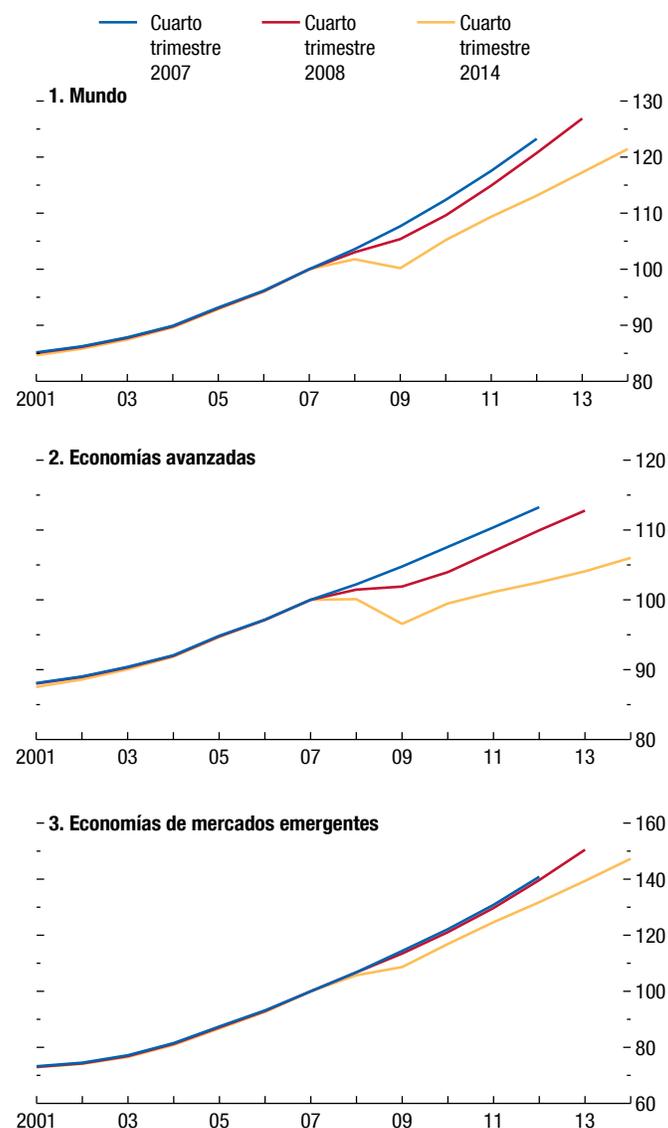
El producto de las economías avanzadas y de mercados emergentes sigue estando muy por debajo del nivel que se preveía en 2008, justo antes del estallido de la crisis financiera internacional, y la trayectoria de su crecimiento también ha sido más baja (gráfico 3.1). De hecho, las expectativas de crecimiento a mediano plazo (cinco años) han sido revisadas a la baja de manera constante desde 2011, en el caso tanto de las economías avanzadas como de las economías de mercados emergentes (gráfico 3.2).

Las repetidas revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento a mediano plazo ponen de relieve la incertidumbre que rodea las perspectivas de la tasa de crecimiento del producto potencial (crecimiento

Los autores de este capítulo son Patrick Blagrove, Mai Dao, Davide Furceri (jefe del equipo), Roberto García-Saltos, Sinem Kilic Celik, Annika Schnücker, Juan Yépez Alborno y Fan Zhang, con la asistencia de Rachel Szymanski.

**Gráfico 3.1. Producto comparado con las expectativas antes de la crisis**  
(Índice, 2007 = 100)

En las economías avanzadas y de mercados emergentes, el producto sigue siendo mucho más bajo que el previsto antes del estallido de la crisis financiera mundial, y la trayectoria del crecimiento del mismo también ha sido más baja.

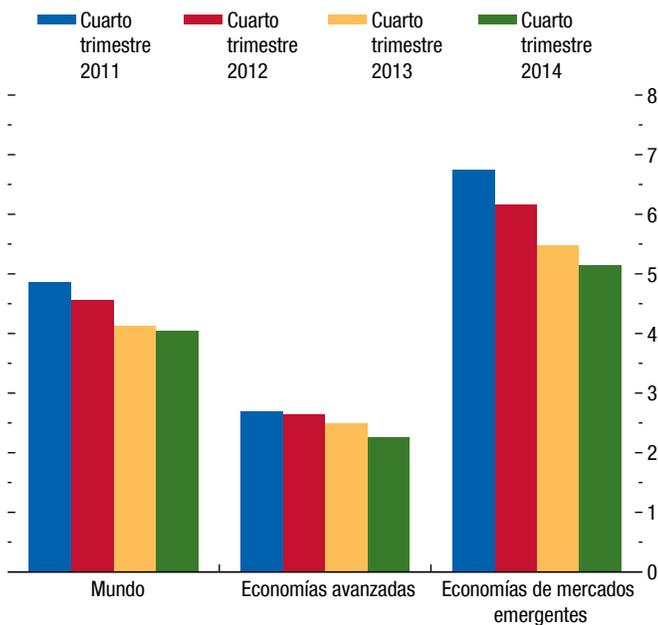


Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: El índice está creado sobre la base de las tasas de crecimiento del PIB real y los pronósticos del informe WEO. Los grupos de economías se definen en el anexo 3.1.

**Gráfico 3.2. Proyecciones de crecimiento a mediano plazo del informe WEO**  
(Porcentaje)

Las expectativas de crecimiento a mediano plazo se han revisado a la baja de manera constante desde 2011, tanto en el caso de las economías avanzadas como en el de las economías de mercados emergentes.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Las proyecciones de crecimiento a mediano plazo del informe WEO son las perspectivas de crecimiento a cinco años. Los grupos de economías se definen en el anexo 3.1.

potencial). En las economías avanzadas, la manifiesta disminución del crecimiento potencial parece haberse iniciado ya a principios de la década de 2000 y se acentuó con la crisis<sup>1</sup>. Por otra parte, en las economías de mercados emergentes la disminución del producto potencial y de su tasa de crecimiento parece haberse producido recién después de la crisis.

Evaluar la trayectoria a mediano plazo del producto potencial es un paso crítico para la conducción de la política monetaria y fiscal. Una mejor comprensión de

<sup>1</sup>Fernald (2012, 2014a y 2014b) muestra que la desaceleración del crecimiento de la productividad total de los factores de Estados Unidos comenzó mucho antes de la crisis (a comienzos de la década de 2000). Según Balakrishnan *et al.* (2015), en Estados Unidos las tendencias demográficas explican alrededor de la mitad de la disminución de la tasa de participación en la fuerza laboral durante la crisis. El capítulo 3 de la edición de abril de 2014 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés) y el capítulo 4 de la presente edición determinan que la crisis ha contribuido a la disminución del crecimiento de la acumulación de capital en las economías avanzadas.

la contribución de los componentes del crecimiento potencial —trabajo, acumulación de capital y productividad total de los factores— a la desaceleración global puede nutrir los debates sobre las políticas necesarias para estimularlo.

Para contribuir a ese debate sobre las perspectivas en torno al producto potencial, este capítulo elabora estimaciones del producto potencial de 16 grandes economías —miembros del Grupo de los Veinte (G-20)— que generaron aproximadamente tres cuartas partes del PIB mundial en 2014<sup>2</sup>. En este contexto, busca responder las siguientes preguntas:

- *Antes de la crisis:* ¿Cómo evolucionaron el producto potencial y sus componentes desde mediados de la década de 1990 hasta la crisis?
- *Durante la crisis:* ¿Qué ocurrió con el nivel y la tasa de crecimiento del producto potencial y sus componentes durante la crisis?
- *Hacia dónde nos encaminamos?* ¿Cuál es la trayectoria probable del producto potencial a mediano plazo (2015–20)? ¿Cuáles son las implicaciones para la formulación de políticas?

El capítulo comienza con una reseña del concepto y la medición del producto potencial tal como se lo emplea en este análisis. Las secciones siguientes luego abordan cada cuestión a su vez. Las principales determinaciones son las siguientes:

- Antes de la crisis, el crecimiento potencial comenzó a disminuir en las economías avanzadas mientras aumentaba en las economías de mercados emergentes. En ambos casos, esta dinámica era atribuible mayormente a variaciones del incremento de la productividad total de los factores. En las economías avanzadas la disminución se debió más que nada a una desaceleración tras un período de crecimiento excepcional gracias a las innovaciones de la tecnología de la información, en tanto que en las economías de mercados emergentes el aumento fue más bien resultado de la transformación estructural.
- Después de la crisis, el crecimiento potencial disminuyó tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes. A diferencia de lo ocurrido

<sup>2</sup>Las 10 economías avanzadas y las 6 economías de mercados emergentes son Alemania, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea, España, Estados Unidos, Francia, India, Italia, Japón, México, el Reino Unido, Rusia y Turquía. Para más detalles, véase el anexo 3.1. Las limitaciones de datos impiden llevar a cabo un análisis de Arabia Saudita, Argentina, Indonesia y Sudáfrica. Las estimaciones de la Unión Europea —la vigésima economía del G-20— y de la zona del euro se basan en estimaciones individuales de Alemania, España, Francia e Italia.

en crisis financieras anteriores, la crisis financiera internacional está relacionada no solo con una reducción del nivel del producto potencial, sino también con una reducción de su tasa de crecimiento. En las economías avanzadas, el crecimiento potencial disminuyó alrededor de ½ punto porcentual, debido a un menor crecimiento del capital —sobre todo en los países de la zona del euro que se analizan en el capítulo— y a factores demográficos ajenos a la crisis. En las economías de mercados emergentes el crecimiento potencial disminuyó alrededor de 2 puntos porcentuales, una caída atribuible en su totalidad al menor aumento de la productividad total de los factores.

- De cara al futuro, se prevé que el crecimiento potencial de las economías avanzadas aumente ligeramente, de un promedio de aproximadamente 1,3% en 2008–14 a 1,6% en 2015–20. Este crecimiento es muy inferior a las tasas previas a la crisis (2¼% en 2001–07), y se debe al efecto negativo de factores demográficos en el crecimiento potencial del empleo y al aumento paulatino del crecimiento del capital respecto de las tasas actuales, a medida que el producto y la inversión se recuperan de la crisis. En las economías de mercados emergentes el crecimiento potencial retrocedería más, de un promedio de alrededor de 6,5% en 2008–14 a 5,2% en 2015–20. Esa disminución es resultado del envejecimiento de la población, restricciones estructurales que afectan al crecimiento del capital, y un menor aumento de la productividad total de los factores a medida que estas economías se acercan a la frontera tecnológica.

El deterioro de las perspectivas de crecimiento potencial a mediano plazo tiene importantes implicaciones para la política. En las economías avanzadas, la caída del crecimiento potencial dificultará la reducción de los elevados coeficientes de deuda pública y privada. Probablemente también esté relacionada con el bajo nivel de las tasas de interés reales de equilibrio; eso significa que la política monetaria de las economías avanzadas quizá se vea enfrentada nuevamente al problema del límite inferior cero si se producen shocks adversos para el crecimiento. En las economías de mercados emergentes la disminución del crecimiento potencial dificultará la tarea de reconstituir los amortiguadores fiscales.

Las determinaciones de este capítulo indican que el aumento del producto potencial tendrá que ser una prioridad para las políticas de las grandes economías avanzadas y de mercados emergentes. Las reformas necesarias para lograr este objetivo varían según el país.

En las economías avanzadas se necesita un respaldo constante de la demanda para compensar los efectos de su dilatada debilidad en la inversión y el crecimiento del capital, así como en el desempleo estructural. Además, deberían adoptarse políticas y reformas que puedan incrementar la demanda, como reformas de los mercados de productos y aumentos del gasto en investigación y desarrollo, educación, infraestructura y políticas de mejora de los incentivos a la oferta de mano de obra. En las economías de mercados emergentes es necesario incrementar el gasto en infraestructura para eliminar cuellos de botella críticos, y las reformas estructurales deben estar dirigidas al ambiente de negocios, los mercados de productos y la educación.

### El producto potencial: Conceptos básicos

El producto potencial se define como el nivel de producción que acompaña una inflación estable (sin presión inflacionaria ni deflacionaria). A corto plazo, el producto efectivo se desviará provisionalmente del potencial cuando la economía sufra un shock. Estas desviaciones reflejan el lento ajuste de los sueldos y los precios a los shocks, lo cual significa que el producto regresará a su nivel potencial de manera gradual. Este lento ajuste debido a la “rigidez” de los sueldos y los precios es un principio básico del marco macroeconómico nekeynesiano empleado en este capítulo.

La divergencia a corto plazo del producto efectivo respecto del producto potencial se denomina brecha del producto —o capacidad económica ociosa— y constituye un concepto importante para las autoridades que buscan estabilizar una economía. Por ejemplo, un producto inferior al potencial (una brecha del producto negativa) denota subempleo (exceso de oferta) del capital y de la mano de obra, lo cual llevaría a distender la política macroeconómica, manteniéndose las demás condiciones sin cambios.

La definición *económica* del producto potencial es diferente del concepto ampliamente utilizado de producto tendencial, porque se apoya en un marco explícito basado en la teoría económica. El producto tendencial, por el contrario, se deriva de datos estadísticos sencillos filtrados con distintas formas de promedios móviles o tendencias deterministas. Esto equivale a suavizar el PIB efectivo a lo largo del tiempo, basándose en el supuesto implícito de que una economía se encuentra, en promedio, en un estado de plena capacidad, sin incorporar información de variables como la inflación o el desempleo. Los bancos centrales y otras

instituciones que formulan políticas suelen utilizar la definición económica del producto potencial porque el marco económico de base les permite juzgar las tensiones a corto plazo entre producto, inflación y capacidad ociosa en el mercado laboral.

La definición económica también difiere del concepto de producto “sostenible”, que busca captar la estabilidad macroeconómica a un nivel más amplio. Específicamente, el producto puede encontrarse al nivel potencial (es decir, sin generar presión inflacionaria ni deflacionaria) pero aun así no ser sostenible. Como lo explica en detalle el recuadro 3.1, la razón es la posible presencia de desequilibrios macroeconómicos internos o externos (como una expansión excesiva del crédito)<sup>3</sup>. Estos desequilibrios pueden luego desembocar en una reducción drástica del producto potencial una vez que se los corrija. Sin embargo, evaluarlos en tiempo real es una tarea difícil.

La definición de producto potencial utilizada en este capítulo se aplica empíricamente mediante técnicas de filtrado multivariado (Blagrove *et al.*, 2015). Estas técnicas emplean un modelo simple que incorpora información sobre la relación entre el desempleo cíclico —definido como la desviación de la tasa de desempleo respecto de la tasa de desempleo estructural o, más específicamente, la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés)— y la inflación (curva de Phillips) por un lado, y entre el desempleo cíclico y la brecha del producto (ley de Okun) por el otro. Estas relaciones están dadas por las siguientes ecuaciones:

$$\pi_t = \pi_t^e + \delta u_t + \varepsilon_t^\pi, \quad (3.1)$$

$$u_t = \tau y_t + \varepsilon_t^u, \quad (3.2)$$

donde  $\pi_t$  es la inflación,  $y_t$  es la brecha del producto,  $u_t$  es el desempleo cíclico,  $\pi_t^e$  son las expectativas inflacionarias, y  $\varepsilon_t^\pi$  y  $\varepsilon_t^u$  son los términos de shock o perturbación. Los parámetros de estas ecuaciones ( $\delta$ ,  $\tau$ ) —o, a título equivalente, la intensidad de las mencionadas relaciones económicas— se estiman por separado para cada país y, junto con los datos sobre el crecimiento efectivo del producto, la inflación y el desempleo,

ofrecen una base económica para identificar el producto potencial y la NAIRU, no observadas<sup>4</sup>. Además, el análisis utiliza previsiones de Consensus Economics tanto para el crecimiento como para la inflación, con el propósito de fijar las expectativas del modelo para estas variables: por ejemplo, si las expectativas de Consensus Economics apuntan a un crecimiento más fuerte, la expectativa de crecimiento congruente con el modelo también tendería a ser más alta, manteniéndose las demás condiciones sin cambios (véanse en el anexo 3.2 detalles completos del marco de filtrado multivariado).

Dos situaciones ayudan a ilustrar de qué manera el marco de filtrado multivariado utiliza la información extraída de los datos económicos para estimar el potencial. Primero, si en un momento determinado, la inflación efectiva está por debajo de las expectativas inflacionarias y el desempleo está por encima de la tasa de equilibrio estimada, el marco identificará una situación de exceso de oferta (una brecha del producto negativa), manteniéndose las demás condiciones sin cambios. Segundo, considérese una situación más complicada en la cual la inflación sube drásticamente en un año pero sin un correspondiente descenso del desempleo: estas señales en conflicto sugieren un shock de inflación, más que un exceso de demanda (una brecha del producto positiva). En el segundo caso, el marco de filtrado multivariado asignará una brecha del producto positiva más baja, especialmente si el alza de la inflación en un año determinado se revierte al año siguiente, lo cual no es inusual después de una variación fuerte de los precios de las materias primas o un aumento de la tasa del impuesto sobre el valor agregado.

En suma, el marco de filtrado multivariado especificado en este capítulo representa un punto intermedio entre los filtros estadísticos, que pueden aplicarse con facilidad a una amplia variedad de países pero que son ateóricos, y los modelos estructurales del producto potencial, que ofrecen mayor rigor teórico pero que son más difíciles de construir y aplicar de manera amplia.

Como salvedad, cabe señalar que el producto potencial no es directamente observable. Por ende, las estimaciones están sujetas a incertidumbre estadística

<sup>3</sup>El concepto de producto sostenible está vinculado a la sostenibilidad externa, especialmente en el contexto de las economías abiertas pequeñas. Por ejemplo, el rápido aumento del crédito puede estar alimentado por entradas de capital y déficits en cuenta corriente. Las normas de política especificadas en el contexto de la evaluación de los saldos externos que lleva a cabo el FMI reflejan algunos de estos factores (FMI, 2013).

<sup>4</sup>Aunque los parámetros estimados no varían con el tiempo, los datos recientes señalan que gran parte del aplanamiento de la relación de la curva de Phillips, que vincula la inflación y el desempleo cíclico (el parámetro  $\delta$  de la ecuación 3.1), probablemente haya ocurrido antes de 1995. Eso sugiere que los parámetros estimados en este análisis deberían mantenerse más o menos estables a lo largo del período de estimación 1996–2014 (capítulo 3 de la edición de abril de 2013 del informe WEO).

y del modelo. Esto último implica que las estimaciones tienden a variar según la metodología de base. Sin embargo, en la práctica las diferentes metodologías producen resultados cualitativamente parecidos sobre la trayectoria del producto potencial en las economías avanzadas y de mercados emergentes, que es el interés central de este capítulo (véase el anexo 3.2).

Con las estimaciones del producto potencial y de la NAIRU, el análisis procede a estudiar los factores que impulsan el crecimiento potencial usando un método de análisis del crecimiento. Este marco describe de qué manera el producto potencial de la economía está determinado por los insumos factoriales básicos (capital, trabajo) y la productividad (productividad total de los factores). Específicamente, el método de análisis del crecimiento se basa en una función de producción Cobb-Douglas estándar:

$$\bar{Y}_t = \bar{A}_t K_t^\alpha \bar{L}_t^{1-\alpha}, \quad (3.3)$$

donde  $\bar{Y}_t$  es el producto potencial,  $K_t$  es el stock de capital productivo,  $\bar{L}_t$  es el empleo potencial, y  $\bar{A}_t$  es la productividad total de los factores potencial —que incluye el capital humano— y se mide como valor residual<sup>5</sup>. A continuación, el empleo potencial se descompone en la NAIRU, la población en edad activa y la tasa tendencial de participación en la fuerza laboral:

$$\bar{L}_t = (1 - \bar{U}_t) W_t \overline{LFPR}_t, \quad (3.4)$$

donde  $\bar{U}_t$  es la NAIRU estimada en el filtro multivariado,  $W_t$  es la población en edad activa, y  $\overline{LFPR}_t$  es la tasa tendencial de participación en la fuerza laboral. La descomposición del empleo potencial muestra también de qué manera los factores demográficos influyen en el crecimiento potencial. Hay dos variables que desempeñan un papel crítico en este sentido: la población en edad activa y las tasas tendenciales de participación en la fuerza laboral. La primera es una función de las mismas variables observadas en el aumento de la población a nivel más amplio. Por ejemplo, la disminución de las tasas de fecundidad desacelera el aumento futuro de la población en edad activa. La segunda dimensión demográfica es la composición etaria de la población

<sup>5</sup>El indicador del capital productivo es congruente con el método utilizado para estimar los servicios de capital (es decir, excluida la vivienda). Véase un análisis detallado en Beffy *et al.* (2006).

Este residuo quizás incluya también el aprovechamiento de los insumos de producción (mano de obra y capital), como horas trabajadas y utilización de la capacidad, calidad de la mano de obra (es decir, acumulación de capital humano) y posibles errores de medición de los insumos de producción.

en edad activa, que influye en la tasa de participación agregada, dado que la propensión a participar en la fuerza laboral comienza a disminuir de manera pronunciada una vez pasado cierto umbral de edad, por lo general una vez cumplidos los 50 años. Por lo tanto, un mayor porcentaje de gente de mayor edad en la población hace bajar la tasa de participación promedio y, en consecuencia, el empleo potencial<sup>6</sup>.

Las tasas tendenciales de participación en la fuerza laboral se estiman utilizando modelos de participación basados en cohortes. El modelo de cohortes permite estimar la participación tendencial en la fuerza laboral en cada grupo de edad y sexo, teniendo en cuenta variables observables y también factores no observables específicos de la edad y del sexo y específicos del año de nacimiento, que son determinantes de la oferta de mano de obra. Por ejemplo, la decisión de los jóvenes en cuanto a la participación en la fuerza laboral generalmente depende de las tasas de matriculación escolar, en tanto que para la mujer en edad productiva depende del logro educativo, del estado civil y de las tasas de fecundidad. La participación en la fuerza laboral de los trabajadores de más edad suele aumentar cuando la esperanza de vida es más larga, pero disminuye con la generosidad de los sistemas de seguridad social. A todas las edades, especialmente entre las mujeres, la participación está muy influenciada por factores culturales e institucionales que evolucionan lentamente y pueden alterar el perfil de participación de diferentes cohortes a lo largo de toda la vida. Para cada país, se obtienen tasas tendenciales de participación específicas de cada grupo sobre la base de estos factores determinantes, una vez eliminados los efectos cíclicos. Luego, estas estimaciones se combinan con los datos sobre la distribución demográfica para calcular la tasa tendencial agregada de participación en la fuerza laboral (para más detalles, véase el anexo 3.3).

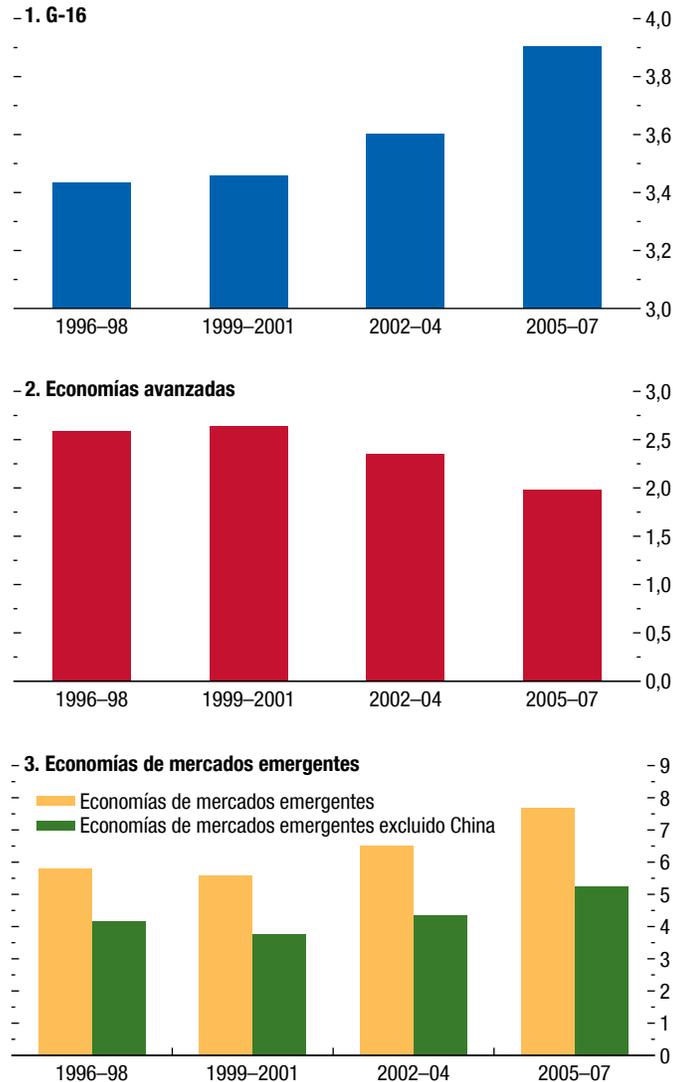
### Una mirada al pasado: ¿Cómo evolucionó el crecimiento potencial antes de la crisis?

Desde principios de la década de 2000 hasta la crisis financiera internacional, el crecimiento potencial mundial fue en aumento, pero esa observación oculta una divergencia entre las economías. De hecho, el crecimiento potencial iba en disminución en las economías

<sup>6</sup>Los factores demográficos también pueden influir en la productividad (véase, por ejemplo, Feyrer, 2007) y la inversión (véase, por ejemplo, Higgins, 1998).

**Gráfico 3.3. Evolución del crecimiento del producto potencial antes de la crisis**  
(Porcentaje)

Desde fines de la década de 1990 hasta la crisis financiera internacional, el crecimiento potencial mundial estuvo en alza, pero había una divergencia entre las economías. El crecimiento potencial se encontraba de hecho en descenso en las economías avanzadas, y en alza en las economías de mercados emergentes.



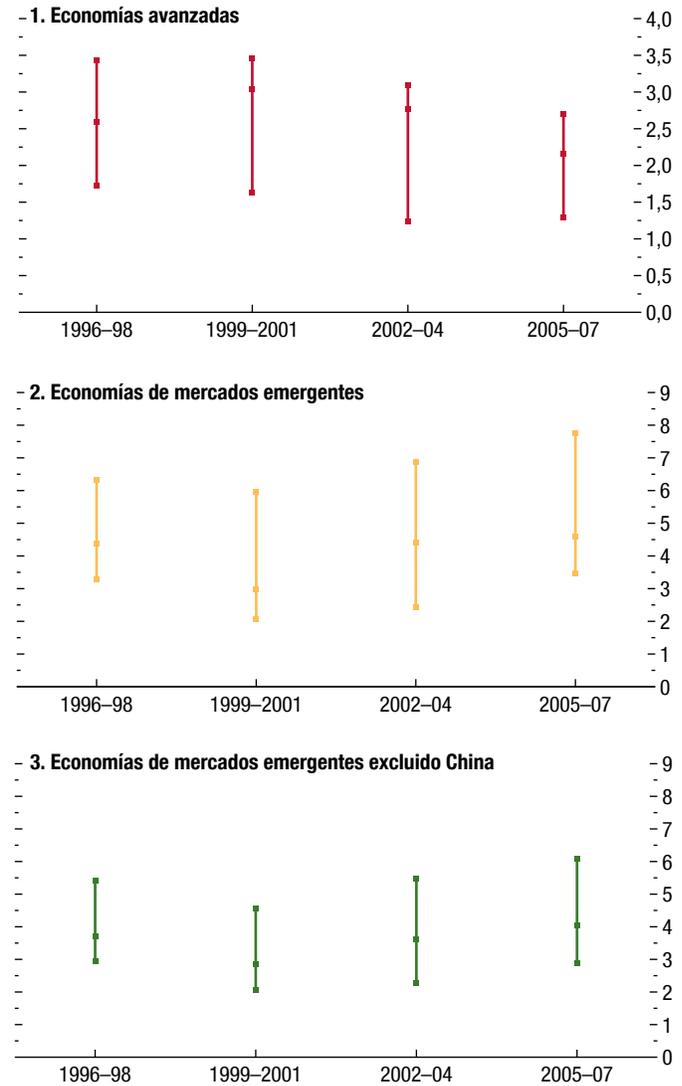
Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.  
Nota: Los grupos de economías se definen en el anexo 3.1.

avanzadas y en aumento en las economías de mercados emergentes (gráfico 3.3). Estos patrones regían en la mayoría de los países que componen cada grupo (gráfico 3.4)<sup>7</sup>. El siguiente análisis muestra que en ambos

<sup>7</sup>Una excepción destacada es Rusia, cuyo crecimiento potencial disminuyó de cerca de 6,0% a alrededor de 5,1% en 2001-07.

**Gráfico 3.4. Variación del crecimiento del producto potencial según el grupo de países**  
(Porcentaje)

Dentro de cada grupo, la mayoría de los países mostraron el mismo perfil de crecimiento del producto potencial.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.  
Nota: El extremo superior e inferior de cada línea muestra el cuartil más alto y más bajo; el marcador dentro de la línea muestra la mediana dentro del grupo en el período correspondiente. Los grupos de economías se definen en el anexo 3.1.

grupos de países las variaciones del crecimiento potencial eran atribuibles mayormente a variaciones del aumento de la productividad total de los factores. Dadas las marcadas diferencias en la dirección de las variaciones y los factores que las impulsaban, los resultados se presentan por separado para los dos grupos de economías.

### Economías avanzadas

En las economías avanzadas el crecimiento potencial disminuyó de aproximadamente 2,4% a alrededor de 1,9% durante el período (gráfico 3.5, panel 1). Una reducción de la productividad total de los factores, que pasó de un 0,9% a cerca de 0,5%, explica el grueso de esa caída. El crecimiento potencial del empleo apenas cayó, en tanto que el crecimiento del capital se mantuvo estable en términos generales.

#### Aumento de la productividad total de los factores

Varios hechos pueden explicar la disminución del aumento de la productividad total de los factores. Primero, en Estados Unidos, cuya evolución tecnológica suele considerarse representativa de la frontera internacional, el aumento de la productividad total de los factores comenzó a bajar en 2003. Esa disminución parece reflejar el desvanecimiento de los efectos de crecimiento excepcional generados por la tecnología de la información y las comunicaciones como tecnología de utilidad general observados a fines de la década de 1990 y comienzos de la de 2000 (Fernald, 2014a y 2014b)<sup>8</sup>. En particular, los datos a nivel de industria sugieren que la desaceleración del aumento de la productividad total de los factores en Estados Unidos ocurrió principalmente en sectores que producen o usan intensivamente tecnología de la información y las comunicaciones. A su vez, la disminución del aumento de la productividad total de los factores en Estados Unidos puede haber repercutido en otras economías avanzadas (recuadro 3.2). Segundo, el aumento de la productividad total de los factores en muchas economías avanzadas disminuyó como resultado de una reorientación de los recursos, que pasaron de sectores con elevada productividad (como manufactura y tecnología de la información y las comunicaciones) a sectores con baja productividad (como servicios personales, construcción y servicios no de mercado) (recuadro 3.3; Dabla-Norris *et al.*, de próxima publicación).

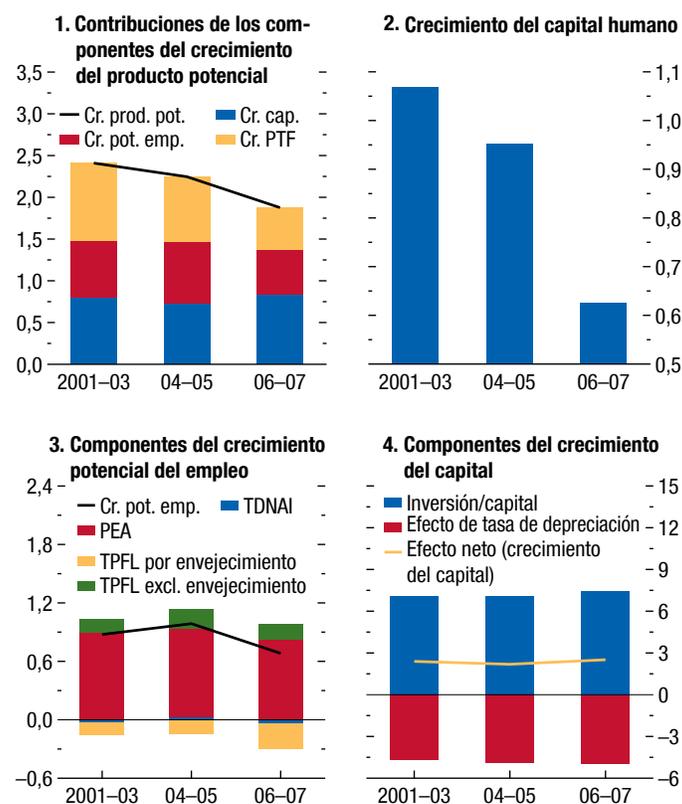
Además, el crecimiento del capital humano —que es un componente del aumento de la productividad total de los factores tal como se lo emplea en este capítulo— disminuyó de alrededor de 1,1% a aproximadamente 0,6% en 2001–07 (gráfico 3.5, panel 2)<sup>9</sup>. Este descenso

<sup>8</sup>El menor dinamismo de la economía estadounidense —medido según las tasas de ingreso de empresas y creación y destrucción de empleos— también puede haber contribuido a la disminución observada (Decker *et al.*, 2013).

<sup>9</sup>El capital humano se mide según el nivel formal de escolarización alcanzado, dada la limitada disponibilidad de datos sobre los

**Gráfico 3.5. Factores determinantes del crecimiento del producto potencial en las economías avanzadas (Porcentaje)**

En las economías avanzadas, el crecimiento potencial disminuyó en 2001–07 debido al menor crecimiento de la productividad total de los factores, que fue consecuencia en parte del menor crecimiento del capital humano. El crecimiento potencial del empleo sufrió apenas una ligera caída como resultado de factores demográficos. El crecimiento del stock de capital se mantuvo estable.



Fuentes: Barro y Lee (2010); y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: El capital humano se mide como el porcentaje de personas de la población de más de 15 años de edad con un nivel de educación secundaria o superior. Las economías avanzadas se definen en el anexo 3.1. Cr. cap. = crecimiento del capital; Cr. pot. emp. = crecimiento potencial del empleo; Cr. prod. pot. = crecimiento del producto potencial; Cr. PTF = crecimiento de la productividad total de los factores (incluido el crecimiento del capital humano); PEA = población en edad activa; TDNAI = tasa de desempleo no aceleradora de la inflación; TPFL = tasa de participación en la fuerza laboral.

refleja en parte una reducción del producto marginal de la educación adicional a medida que aumenta el logro

indicadores de la calidad educativa, incluidas las aptitudes adquiridas —como el Programa para la Evaluación Internacional de Alumnos (PISA)—, en algunas economías de mercados emergentes que se analizan en el capítulo. Específicamente, la acumulación de capital humano se mide como el porcentaje de la escolarización secundaria y terciaria de una población (Barro y Lee, 2010). Usando otros indicadores de la acumulación del capital humano, como el número de años de escolaridad, se obtiene un patrón parecido.

educativo en estas economías (Johansson *et al.*, 2013, y Riosmena *et al.*, 2008)<sup>10</sup>.

### **Crecimiento potencial del empleo**

En 2001–07 el crecimiento potencial del empleo disminuyó ligeramente de alrededor de 0,9% a aproximadamente 0,6% (gráfico 3.5, panel 3). Esto se debió a factores demográficos, que redujeron la tasa de crecimiento de la población en edad activa y la tasa tendencial de participación en la fuerza laboral<sup>11</sup>.

En promedio, el aumento de la población en edad activa (a partir de los 15 años) disminuyó ligeramente durante el período: el efecto de la reducción del tamaño de las cohortes jóvenes (debido a la disminución de la fecundidad en la mayoría de las economías avanzadas) se vio compensado en parte por la maduración de las cohortes del *boom* de natalidad de la posguerra. En algunos países europeos, incluidos España e Italia, el aumento de la inmigración estimuló el aumento de la población en edad activa. En Corea y Japón, el aumento de la población en edad activa ha seguido una pronunciada tendencia a la baja debido a la ausencia de inmigración y a la decreciente tasa de nacimientos desde la década de 1980.

Otro resultado de esta transición demográfica es la creciente edad promedio de la población. Las personas que ya han pasado la edad activa productiva (es decir, que tienen más de 54 años) tienen una propensión menor a participar en la fuerza laboral. Por lo tanto, el envejecimiento de la población ha estado empujando a la baja las tasas tendenciales de participación, lo cual ha reducido el crecimiento del empleo, en promedio, alrededor de 0,2 puntos porcentuales por año. Al mismo tiempo, el aumento de las tasas de participación de la mujer en la fuerza laboral en la mayoría de las economías avanzadas hizo subir la tasa promedio de participación en la fuerza laboral aproximadamente en la misma proporción en que la hizo bajar el envejecimiento, lo cual ha producido apenas una contracción modesta del crecimiento potencial global del empleo. Dos casos notables en los cuales el crecimiento potencial del empleo ha sufrido una desaceleración más marcada son Estados Unidos —donde la tasa de participación de la mujer se ha estancado— y Japón,

donde las presiones del envejecimiento han sido demasiado fuertes como para que las compense el pequeño aumento de la tasa de participación de la mujer.

### **Crecimiento del capital**

El crecimiento del stock de capital se mantuvo estable durante el período (gráfico 3.5, panel 1), dado que el modesto aumento de la relación inversión/capital se vio compensado por el aumento de la depreciación del capital (gráfico 3.5, panel 4)<sup>12</sup>.

### **Economías de mercados emergentes**

En las economías de mercados emergentes, el crecimiento potencial aumentó de alrededor de 6,1% a aproximadamente 7,4% en 2001–07 (gráfico 3.6, panel 1). Si bien este crecimiento excepcional fue en parte resultado del sólido desempeño de la economía de China, el crecimiento potencial también aumentó sustancialmente en otras economías de mercados emergentes durante este período, de alrededor de 3,7% a aproximadamente 5,2% (gráfico 3.3, panel 3).

La aceleración de la productividad total de los factores explica el grueso del aumento del crecimiento potencial que se registró en las economías de mercados emergentes durante el período. Además, el incremento sostenido de la relación inversión/capital impulsó un mayor aumento de la acumulación de capital. Por el contrario, el crecimiento potencial del empleo disminuyó a causa de factores demográficos.

### **Aumento de la productividad total de los factores**

La productividad total de los factores aumentó de aproximadamente 3,2% a 4,2% durante el período (gráfico 3.6, panel 1). Entre las explicaciones posibles de este fenómeno pueden citarse 1) una expansión de las cadenas de valor mundiales y regionales, que estimula las transferencias de tecnología y conocimiento (Dabla-Norris *et al.*, 2013); 2) la reorientación de los recursos hacia sectores de mayor productividad, especialmente en China, India, México y Turquía (McMillan y Rodrik, 2011); 3) una mayor diversificación, que tiende a concentrar las exportaciones en sectores caracterizados por efectos de contagio tecnológicos y mejoras de la calidad de los productos (Papageorgiou y Spatafora, 2012; Henn, Papageorgiou y Spatafora, 2014), y 4) aumentos de la productividad asociados a reformas estructurales (Cubeddu *et al.*, 2014).

<sup>10</sup>Este indicador del capital humano está limitado en la práctica; el máximo está dado por la totalidad de la población con escolarización terciaria. Esto implica un límite al crecimiento del capital humano a largo plazo.

<sup>11</sup>Véase la evolución de los perfiles demográficos de las economías avanzadas en el gráfico 3.3.1 en el correspondiente anexo.

<sup>12</sup>La relación inversión/producto siguió un patrón parecido.

El crecimiento del capital humano disminuyó de alrededor de 2,3% a aproximadamente 1,9% durante el período (gráfico 3.6, panel 2), con la destacada excepción de Turquía, donde creció. En las economías avanzadas esta reducción refleja en parte un menor producto marginal de la educación adicional a medida que aumenta el logro educativo.

### Crecimiento potencial del empleo

Los factores demográficos contribuyeron a la caída del crecimiento potencial del empleo, de alrededor de 1,5% a cerca de 1,0% durante el período (gráfico 3.6, panel 3)<sup>13</sup>.

La disminución de la fecundidad (generalmente asociada a un nivel de ingreso más alto) redujo drásticamente la tasa de crecimiento de la población en edad activa durante el período, pero desde niveles mucho más altos que en las economías avanzadas<sup>14</sup>. La desaceleración del crecimiento fue especialmente pronunciada en China, donde la tasa se redujo a la mitad, de alrededor de 2% a 1% en el quinquenio que comenzó en 2003. En otras economías de mercados emergentes, particularmente México, el aumento de la población en edad activa se mantuvo estable en torno a 2%. Además, las tasas de participación de los trabajadores jóvenes y en edad productiva en China, India y Turquía han seguido una tendencia descendente, reflejo de los efectos de la riqueza y de una educación más intensa.

El nivel creciente de la esperanza de vida y el descenso de la fecundidad condujeron también a un envejecimiento global de la población en edad activa durante el período, lo cual a su vez ejerció presión a la baja sobre las tasas de participación promedio. Estas fuerzas, que alcanzaron un máximo en China y Rusia, redujeron el crecimiento potencial del empleo 0,2 puntos porcentuales por año, en promedio, en 2001–07.

### Crecimiento del capital

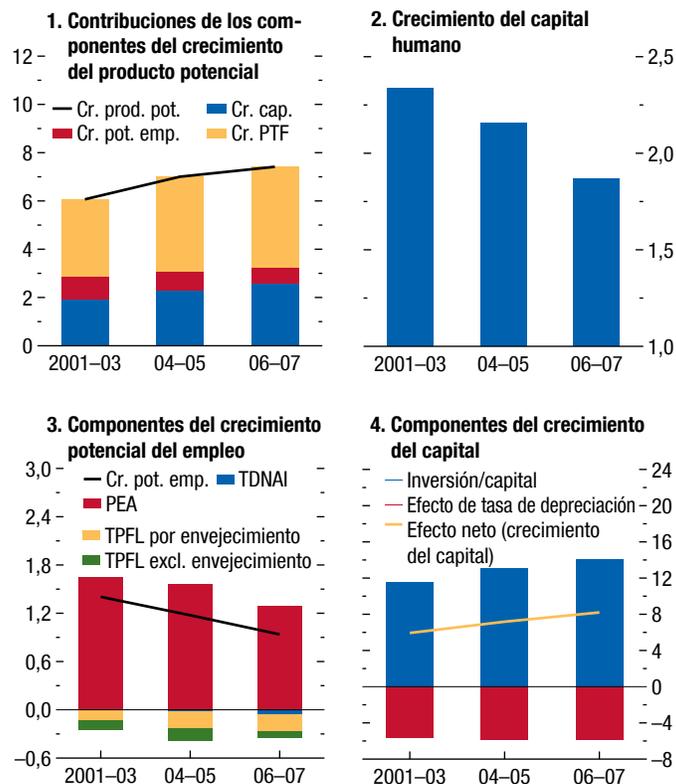
El crecimiento del capital subió de aproximadamente 5,9% a cerca de 8,2% en 2001–07 (gráfico 3.6, panel 4), contribuyendo alrededor de 0,7 puntos por-

<sup>13</sup>Véase en el gráfico del anexo 3.3.1 la evolución de los perfiles demográficos de las economías de mercados emergentes.

<sup>14</sup>Los estudios demográficos y sobre el crecimiento proponen distintas teorías sobre los factores que impulsan la transición demográfica de la disminución de la fecundidad asociada al aumento del ingreso. Un canal causal que ha recibido respaldo empírico es la reducción de la mortalidad infantil y en la niñez. Véase el repaso de los estudios que hace Kalemli-Ozcan (2002).

**Gráfico 3.6. Factores determinantes del crecimiento del producto potencial en las economías de mercados emergentes (Porcentaje)**

En las economías de mercados emergentes, el crecimiento potencial aumentó en 2001–07 gracias al fuerte crecimiento de la productividad total de los factores —a pesar de una marcada disminución del crecimiento del capital humano— y al crecimiento del capital. Por el contrario, los factores demográficos contribuyeron a la disminución del crecimiento potencial del empleo.



Fuentes: Barro y Lee (2010); y estimaciones del personal técnico del FMI. Nota: El capital humano se mide como el porcentaje de personas de la población de más de 15 años de edad con un nivel de educación secundaria o superior. Las economías de mercados emergentes se definen en el anexo 3.1. Cr. cap. = crecimiento del capital; Cr. pot. emp. = crecimiento potencial del empleo; Cr. prod. pot. = crecimiento del producto potencial; Cr. PTF = crecimiento de la productividad total de los factores (incluido el crecimiento del capital humano); PEA = población en edad activa; TDNAI = tasa de desempleo no aceleradora de la inflación; TPFL = tasa de participación en la fuerza laboral.

centuales al aumento del crecimiento potencial (gráfico 3.6, panel 1). Esta aceleración de la acumulación del capital estuvo impulsada por el fuerte incremento de la relación inversión/capital durante el período, de alrededor de 11,6% a aproximadamente 14,1% (gráfico 3.6, panel 4). La relación mejoró gracias al sólido incremento de los términos de intercambio y a la mejora de las condiciones de financiamiento, incluida la baja de las tasas de interés de las economías avanzadas (Cubeddu *et al.*, 2014).

## ¿Cómo evolucionó el crecimiento potencial durante la crisis?

La sección anterior muestra que el crecimiento del producto potencial se estaba desacelerando en las economías avanzadas aun antes de la crisis financiera internacional, al mismo tiempo que aumentaba en las economías de mercados emergentes. Poco después de que golpeará la crisis en septiembre de 2008, la actividad económica colapsó, y más de seis años después de la crisis el crecimiento aún es más débil de lo previsto antes de la misma. La persistente debilidad de la actividad económica sugiere que, en parte, existe una relación con la contracción del producto potencial, y no solo con factores cíclicos. Un interrogante clave es si la persistente disminución del crecimiento refleja más que nada los efectos pasajeros de variaciones del nivel del producto potencial relacionadas con la crisis o si, a diferencia de las anteriores, esta crisis también ha provocado una reducción del crecimiento potencial. Esta sección examina ese interrogante desde el punto de vista teórico y empírico.

## ¿Cómo puede afectar una crisis financiera al crecimiento potencial? Un marco teórico

Las crisis financieras pueden reducir de manera permanente el nivel del producto potencial a través de una serie de canales: inversión en capital productivo, empleo potencial, productividad total de los factores y reasignación sectorial de recursos. Las caídas del nivel del producto potencial también reducen provisionalmente el crecimiento potencial, pero es más difícil justificar con fundamentos teóricos que las crisis financieras restrinjan de manera permanente el crecimiento potencial, como se expone a continuación.

- *Inversión en capital productivo:* Las crisis financieras pueden reducir el producto potencial a través de sus efectos negativos en la inversión en capital productivo. Como explica el capítulo 4, el desmoronamiento de la actividad económica durante la crisis financiera internacional puede explicar en gran medida la disminución de la inversión, y los factores financieros constituyen un importante canal de transmisión. Por ejemplo, a medida que se limita la oferta de crédito, las empresas podrían verse expuestas a condiciones de financiamiento menos ventajosas y a normas de otorgamiento de crédito más estrictas durante un período prolongado (Claessens y Kose, 2013)<sup>15</sup>. Además, las

<sup>15</sup>Las crisis financieras difieren de otros tipos de recesiones porque a menudo están relacionadas con “recuperaciones sin crédito” (Claessens y Terrones, 2012, y Claessens y Kose, 2013).

crisis financieras debilitan los incentivos de inversión de las empresas porque los riesgos y la incertidumbre en torno al rendimiento esperado tienden a agudizarse (Pindyck, 1991, y Pindyck y Solimano, 1993). Las crisis financieras pueden reducir de manera permanente el nivel del producto potencial y tener efectos duraderos en el crecimiento potencial si la relación inversión/capital se mantiene deprimida durante un período prolongado<sup>16</sup>. A medida que el producto y la inversión se recuperan de una crisis, el capital retomará la trayectoria de crecimiento de equilibrio, pero de manera más gradual porque es una variable de movimiento lento<sup>17</sup>.

- *Desempleo estructural:* Las crisis financieras graves, que suelen estar seguidas de recesiones largas y profundas, pueden conducir a una disminución permanente del nivel del producto potencial al hacer subir el desempleo estructural o la NAIRU como resultado de efectos de histéresis (Blanchard y Summers, 1986, y Ball, 2009). Esto ocurre especialmente en las economías con instituciones laborales rígidas (Blanchard y Wolfers, 2000; Bassanini y Duval, 2006, y Bernal-Verdugo, Furceri y Guillaume, 2013). Los aumentos de la NAIRU producen una baja temporal de la tasa de crecimiento del empleo potencial y, por ende, del producto potencial, pero esos efectos de crecimiento se desvanecen a mediano plazo a medida que la NAIRU se estabiliza.
- *Tasas de participación en la fuerza laboral:* Las crisis financieras también pueden reducir el nivel del producto potencial al generar una disminución persistente o incluso permanente de las tasas de participación. Las elevadas tasas de desempleo pueden disuadir a los

<sup>16</sup>El crecimiento del stock de capital es igual a la relación entre la inversión y el capital del año anterior menos la tasa de depreciación:

$$\Delta K_t/K_{t-1} = I_t/K_{t-1} - \delta_t,$$

donde  $K$  es el stock de capital,  $I$  es el nivel de inversión, y  $\delta$  denota la depreciación del capital. Además, la relación entre la inversión y el capital del año anterior puede descomponerse más, como:

$$I_t/K_{t-1} = (1 + g) \times I_{t-1}/K_{t-1},$$

donde  $g$  es la tasa de crecimiento de la inversión. Esta identidad muestra que a medida que el crecimiento de la inversión repunta, el del capital aumenta, pero de manera más gradual, ya que su evolución también depende del valor rezagado de la relación inversión/capital ( $I_{t-1}/K_{t-1}$ ).

<sup>17</sup>Cuando el crecimiento es equilibrado, la relación capital/producto es constante. Después de un shock, la relación termina retomando la trayectoria de crecimiento de equilibrio debido a las tendencias de reversión a la media de la economía. Hall (2014) sostiene que la recuperación de la escasez de capital en Estados Unidos podría ocurrir de manera gradual solamente, a lo largo de una década o más.

trabajadores de buscar empleo (efecto de desaliento en el mercado laboral) y forzarlos a abandonar la fuerza laboral (Elmeskov y Pichelman, 1993). Esto ocurre especialmente entre los trabajadores de más edad y en países con programas de transferencias sociales que ofrecen incentivos para la jubilación anticipada (Nickell y Van Ours, 2000; Autor y Duggan, 2003, y Coile y Levine, 2007, 2009). Nuevamente, aunque este canal puede hacer bajar provisionalmente el crecimiento del producto potencial, en última instancia tendrá solo efectos de nivel.

- *Reasignación sectorial:* Las crisis financieras también pueden incrementar el nivel de desempleo estructural a través de la reasignación sectorial, en la medida en que las separaciones de empleos están asociadas a costos de reasignación sustanciales (Loungani y Rogerson, 1989; Figura y Wascher, 2010, y Reifschneider, Wascher y Wilcox, 2013). La reasignación sectorial también puede afectar al nivel del producto potencial reduciendo los niveles de productividad si el capital desplazado es sumamente específico del sector afectado (Ramey y Shapiro, 2001). Sin embargo, la reasignación sectorial tiene un efecto incierto sobre la productividad agregada porque la mano de obra se puede reasignar de sectores de alta productividad a sectores de baja productividad, y viceversa<sup>18</sup>. El posible daño a la productividad podría persistir y reducir el crecimiento potencial durante un período prolongado si la reasignación dura lo suficiente.
- *Productividad total de los factores:* Las crisis financieras pueden tener efectos encontrados en la productividad total de los factores, y el efecto neto es imposible de especificar por adelantado. Por un lado, las crisis financieras pueden hacer bajar la productividad total de los factores reduciendo la inversión en innovación mediante actividades de investigación y desarrollo, la cual es sumamente procíclica. Por otra parte, estas crisis también pueden tender a elevar la productividad total de los factores en la medida en que incentivan más a las empresas a mejorar la eficiencia y conducen a una “destrucción creativa” o crecimiento schumpeteriano (Aghion y Howitt, 2006).

El efecto específico de las crisis financieras en el capital humano como componente de la productividad

total de los factores (según se utiliza el término en este capítulo) también es ambiguo. Por un lado, la acumulación de capital humano puede ser anticíclica porque, durante las desaceleraciones, las empresas tienen más incentivos para reorganizarse y volver a capacitar al personal (Aghion y Saint-Paul, 1998b) y porque los particulares pueden dedicar más tiempo al aprendizaje dado que el trabajo rinde menos (Aghion y Saint-Paul, 1998a, y Blackburn y Galindev, 2003). Por otra parte, la acumulación de capital humano puede disminuir durante las recesiones porque el “aprendizaje práctico” es menor (Martin y Rogers, 1997 y 2000).

En suma, aunque los posibles efectos adversos de las crisis financieras pueden reducir de manera permanente el nivel de productividad total de los factores y, por lo tanto, producir caídas pasajeras de su tasa de crecimiento, hay pocas probabilidades de que ejerzan efectos a largo plazo en el crecimiento (Hall, 2014).

### El crecimiento potencial después de la crisis financiera internacional

En esta sección se examina la evolución del crecimiento potencial tras la crisis financiera internacional en las economías avanzadas y de mercados emergentes, y se plantea si los datos confirman los postulados teóricos sobre los canales de transmisión.

El análisis presentado en la sección muestra que el crecimiento potencial ha disminuido tras la crisis tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes<sup>19</sup>. Este descenso fue especialmente pronunciado inmediatamente después de la crisis (2008–10), pero el crecimiento potencial aún no había alcanzado las tasas previas a la crisis según los datos actualizados hasta 2014. Eso sugiere la posibilidad de efectos persistentes en el crecimiento, lo cual distingue la última crisis financiera internacional de otras: en estudios sobre crisis previas, no se había encontrado un efecto en la *tasa de crecimiento* del producto potencial (Cerra y Saxena, 2008; capítulo 4 de la edición de octubre de 2009 del informe WEO, y Furceri y Mourougane, 2012). Sin embargo, los resultados del análisis también ponen de relieve que parte de la disminución del crecimiento potencial no debe atribuirse a la crisis. En las economías avanzadas, hay efectos continuos derivados de tendencias demográficas. En las economías de mercados emergen-

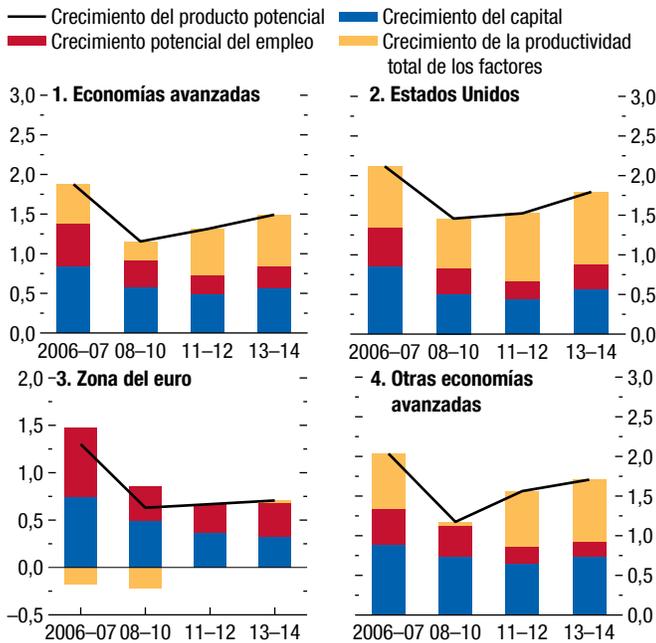
<sup>18</sup>Las limitaciones de los datos impiden examinar este canal en el contexto de la crisis financiera internacional, pero el recuadro 3.4 muestra que desempeña un papel significativo a la hora de explicar el efecto perjudicial de otras crisis financieras en la productividad global.

<sup>19</sup>Véase en el anexo 3.4 un análisis econométrico de los posibles efectos de la crisis en los niveles y las tasas de crecimiento del producto potencial en las economías avanzadas y de mercados emergentes.

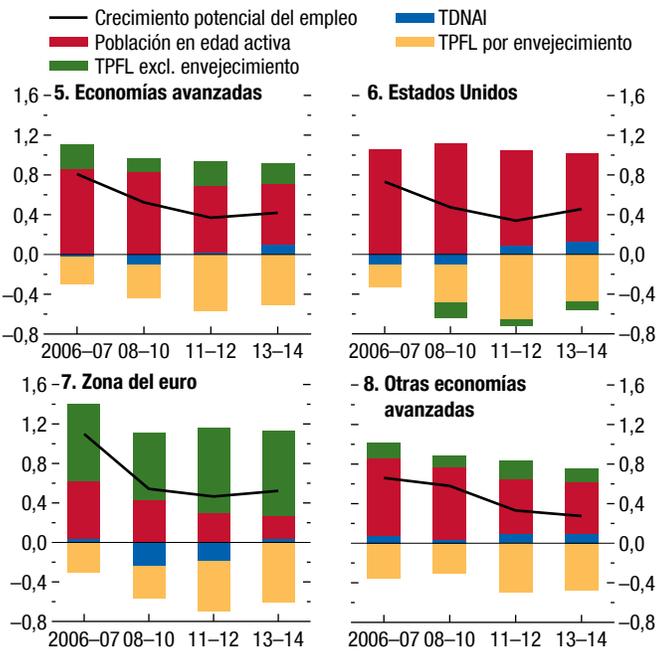
**Gráfico 3.7. Componentes del crecimiento del producto potencial durante la crisis financiera internacional en las economías avanzadas**  
(Porcentaje)

En las economías avanzadas, la disminución del crecimiento potencial durante la crisis financiera internacional puede atribuirse más que nada a los efectos de la crisis en el crecimiento del capital. El empleo potencial también disminuyó durante este período, aunque la disminución es atribuible más que nada a factores demográficos. El efecto de la crisis financiera internacional en la productividad total de los factores se ha desvanecido completamente.

**Contribuciones de los componentes del crecimiento del producto potencial**



**Contribuciones de los componentes del crecimiento potencial del empleo**



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Los grupos de economías se definen en el anexo 3.1. TPFL = tasa de participación en la fuerza laboral; TDNAI = tasa de desempleo no aceleradora de la inflación.

tes, los factores responsables de esa reducción son más difíciles de identificar y podrían incluir hechos ajenos a la crisis, como la convergencia de la productividad total de los factores hacia la frontera tecnológica y un menor aumento del aprovechamiento de los insumos —como las horas trabajadas y la utilización de la capacidad— y del stock de capital humano.

**Economías avanzadas**

En las economías avanzadas el crecimiento potencial retrocedió de poco menos de 2% durante el período previo a la crisis (2006–07) a alrededor de 1½% en 2013–14. La caída fue mayor en las economías de la zona del euro (más o menos ½ punto porcentual) que en Estados Unidos y otras economías avanzadas (alrededor de ⅓ punto porcentual).

En las economías avanzadas en su conjunto, la disminución del crecimiento potencial puede atribuirse en gran medida al efecto de la crisis financiera internacional en la inversión (véase el capítulo 4) y, por ende, en el crecimiento del capital (gráfico 3.7, paneles 1–4). En particular, el crecimiento del capital se contrajo alrededor de 0,8 puntos porcentuales después de la crisis, contribuyendo a una reducción del crecimiento potencial de aproximadamente ¼ punto porcentual durante el mismo período. Este efecto ha sido más pronunciado en los países de la zona del euro (0,4 puntos porcentuales) —posiblemente debido al empeoramiento de las condiciones financieras— que en Estados Unidos (aproximadamente ¼ punto porcentual) y otras economías avanzadas (0,15 puntos porcentuales).

El crecimiento potencial del empleo también decreció, de alrededor de 0,8% a aproximadamente 0,4% a lo largo de este período, contribuyendo a una reducción del crecimiento potencial de más o menos ¼ punto porcentual (gráfico 3.7, paneles 5–8). La disminución del crecimiento potencial del empleo fue mayor en las economías de la zona del euro (0,6 puntos porcentuales) que en Estados Unidos (0,3 puntos porcentuales) y otras economías avanzadas (0,4 puntos porcentuales). Sin embargo, aparentemente esta disminución persistente del crecimiento potencial del empleo no está asociada a las cicatrices que dejó la crisis (a saber, la variación de la NAIRU y las tasas de participación en la fuerza laboral). Específicamente, los efectos pasajeros que produjeron en el crecimiento las variaciones de la NAIRU y las tasas de participación en la fuerza laboral asociadas a la crisis se habían desvanecido para 2014. En su lugar, la merma persistente puede atribuirse a factores demográficos que afectaron

negativamente al crecimiento de la población en edad activa y las tasas de participación en la fuerza laboral.

Análogamente, los efectos a corto plazo de la crisis en el aumento de la productividad total de los factores observados en 2008–09 ya han desaparecido por completo<sup>20</sup>. Se estima que para 2014 el aumento de la productividad total de los factores había regresado a las tasas registradas inmediatamente antes de la crisis.

### *Economías de mercados emergentes*

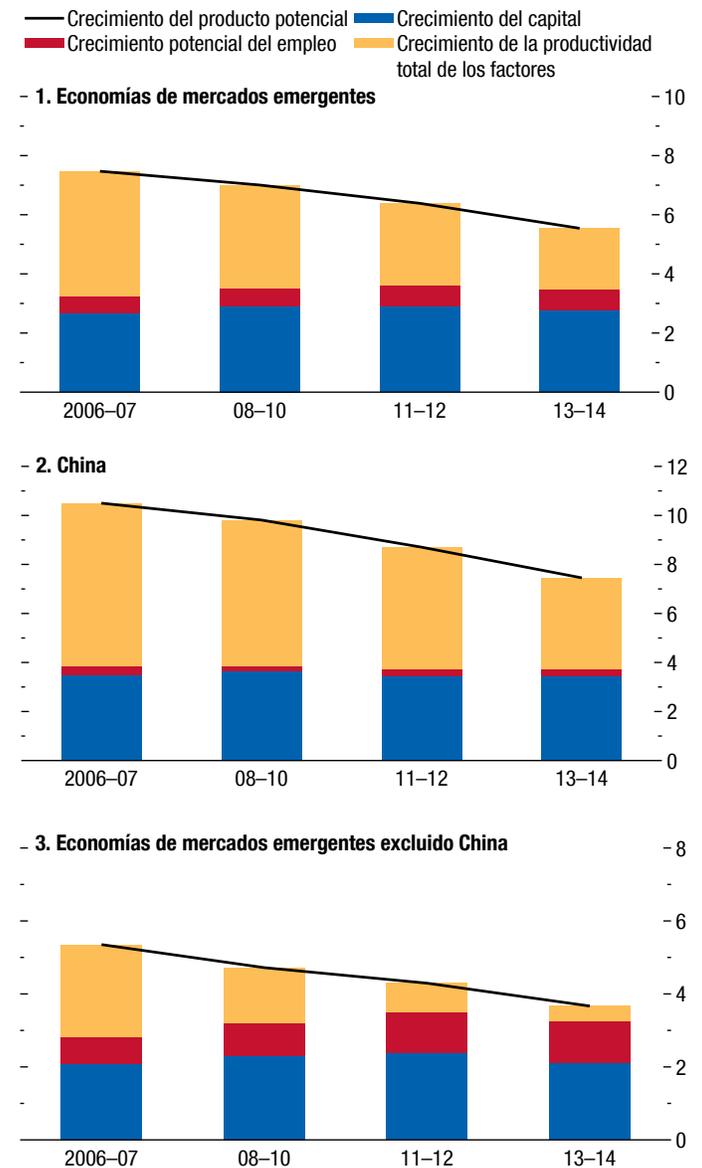
En las economías de mercados emergentes el crecimiento potencial disminuyó de alrededor de 7½% durante el período previo a la crisis (2006–07) a aproximadamente 5½% en 2013–14 (gráfico 3.8, panel 1). Aunque esta baja se debió a la reducción significativa del crecimiento potencial en China (alrededor de 3 puntos porcentuales) (gráfico 3.8, panel 2), el crecimiento potencial también retrocedió sustancialmente en otras economías de mercados emergentes durante este período, de cerca de 5½% a 3½% (gráfico 3.8, panel 3). En las economías de mercados emergentes como grupo, la reducción de la productividad total de los factores —de alrededor de 4¼% a aproximadamente 2¼% durante este período— explica la disminución del crecimiento potencial en su totalidad (gráfico 3.8, panel 1). Por el contrario, el crecimiento potencial del empleo se mantuvo en general estable, y el crecimiento del capital no se vio afectado por la crisis y, de hecho, aumentó durante un tiempo, probablemente gracias a los esfuerzos de algunos países por contrarrestar los efectos de la crisis adoptando medidas de estímulo de la inversión.

El hecho de que casi toda la disminución del crecimiento del producto potencial registrada después de la crisis en las economías de mercados emergentes sea resultado de un menor aumento de la productividad total de los factores —medido como valor residual en el método de análisis del crecimiento— no encaja bien con las predicciones teóricas. Aunque esta disminución quizá refleje en parte una mayor volatilidad en la productividad total de los factores medida en las economías de mercados emergentes —lo cual, a su vez, podría ser producto de una mayor cantidad de errores de medición (Cubeddu *et al.*, 2014)—, existe la posibilidad de que haya otros factores en juego. Esos factores podrían incluir una desaceleración gradual

### **Gráfico 3.8. Componentes del crecimiento del producto potencial durante la crisis financiera internacional en las economías de mercados emergentes**

(Porcentaje)

En las economías de mercados emergentes, la disminución del crecimiento potencial durante la crisis financiera internacional es atribuible más que nada a una reducción del crecimiento de la productividad total de los factores. El empleo potencial y el crecimiento del capital no sufrieron los efectos de la crisis.

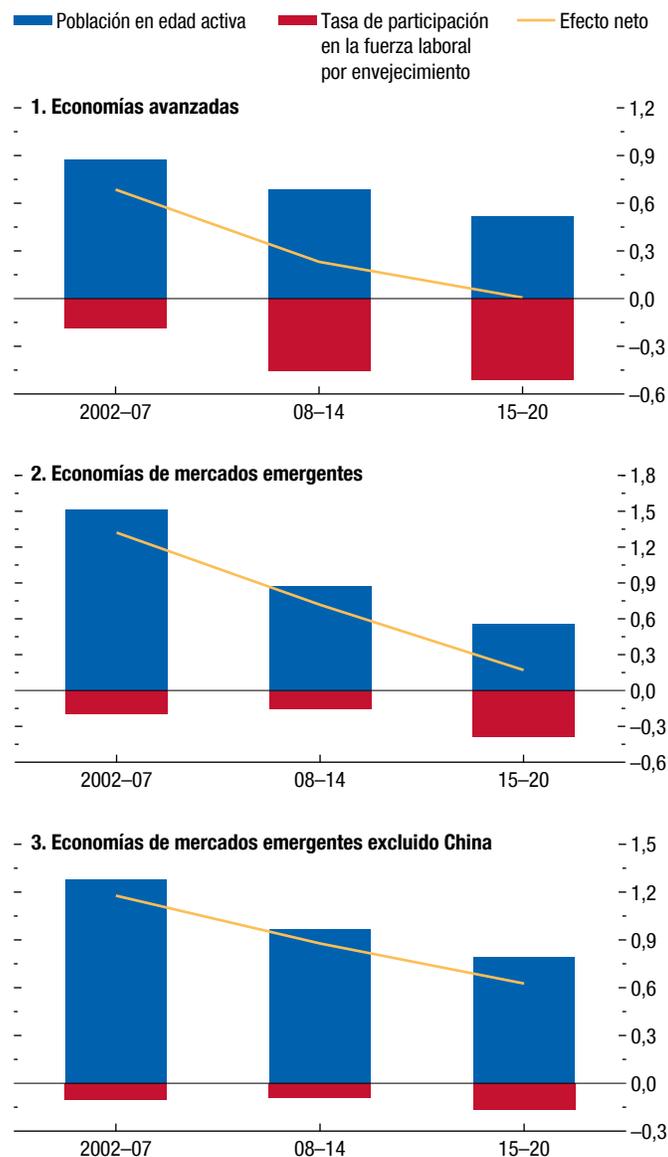


Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.  
 Nota: Los grupos de economías se definen en el anexo 3.1.

<sup>20</sup>Este resultado concuerda con datos anteriores sobre el efecto de la crisis en el crecimiento de la productividad total de los factores de Estados Unidos (Fernald, 2014a, 2014b, y Hall, 2014).

**Gráfico 3.9. Efecto de los factores demográficos en el crecimiento del empleo**  
(Porcentaje)

Según las proyecciones, el crecimiento potencial del empleo disminuirá más, tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes, en comparación con las tasas previas a la crisis. Esto es resultado de factores demográficos con una influencia negativa tanto en el crecimiento de la población en edad activa como en las tasas tendenciales de participación en la fuerza laboral.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.  
Nota: Los grupos de economías se definen en el anexo 3.1.

de la convergencia hacia la frontera tecnológica tras un rápido avance en la década previa a la crisis, un aumento menor del aprovechamiento de los insumos y un incremento escaso del capital humano<sup>21</sup>.

### ¿Hacia dónde nos encaminamos?

¿Cuál es la trayectoria probable del producto potencial a mediano plazo? Para responder esta pregunta, en esta sección se examinan las perspectivas de los componentes del crecimiento potencial —trabajo, capital y productividad total de los factores— a mediano plazo, definido aquí como el sexenio de 2015 a 2020. El escenario presentado en esta sección parte del análisis precedente de la evolución del crecimiento potencial y lo amplía, sobre la base de patrones demográficos proyectados y la experiencia de otras crisis financieras<sup>22</sup>. Este escenario podría considerarse ilustrativo, dada la considerable incertidumbre en torno a muchos elementos del análisis, incluidos posibles errores en las proyecciones demográficas, junto con amplias variaciones en la experiencia con crisis anteriores.

#### Economías avanzadas

Las perspectivas a mediano plazo del crecimiento potencial se construyen analizando las perspectivas de cada uno de sus componentes:

- Se prevé que el crecimiento potencial del empleo disminuya más respecto de las tasas previas a la crisis. Esta disminución es atribuible en su totalidad a factores demográficos, que tienen un efecto negativo tanto en el crecimiento de la población en edad activa como en las tasas tendenciales de participación en la fuerza laboral (gráfico 3.9, panel 1). Los efectos negativos en el crecimiento generados por las variaciones de los niveles de desempleo estructural y de las tasas de participación en la fuerza laboral vinculadas a la crisis ya se han disipado, como se explica arriba. Es probable que el aumento de la población en edad activa disminuya significativamente en la mayoría de las economías avanzadas, sobre todo en Alemania y Japón,

<sup>21</sup>En las economías de mercados emergentes el crecimiento del capital humano disminuyó alrededor de 1 punto porcentual durante la crisis (véase el gráfico 3.5.1 en el correspondiente anexo).

<sup>22</sup>Las proyecciones demográficas se basan en estimaciones de las tasas de fecundidad y mortalidad, y los flujos de migración netos. Para más detalles, véase *World Population Prospects: The 2012 Revision* de las Naciones Unidas.

donde rondará  $-0,2\%$  al año para 2020<sup>23</sup>. Al mismo tiempo, el rápido envejecimiento haría bajar más las tasas tendenciales promedio de participación en la fuerza laboral, neutralizando el efecto positivo del continuo aumento de la población en la oferta global de mano de obra. Esta disminución sería especialmente marcada en Canadá, donde el envejecimiento por sí solo debería reducir la tasa de participación global más de 2 puntos porcentuales a mediano plazo. Se prevé que, globalmente, el crecimiento potencial del empleo en las economías avanzadas se contraiga alrededor de 0,2 puntos porcentuales respecto de las tasas previas a la crisis.

- El crecimiento del capital probablemente se mantenga por debajo de las tasas previas a la crisis hasta 2020. Como se señaló al describir el marco teórico, si la relación inversión/capital se mantiene por debajo de los niveles previos a la crisis durante un período prolongado, el crecimiento del capital retomará la trayectoria de equilibrio de manera muy gradual. En otras palabras, la contribución del aumento del capital al producto potencial puede seguir siendo baja por mucho tiempo. Por ende, el interrogante clave es qué nos dicen las crisis financieras del pasado sobre la trayectoria probable de la relación inversión/capital —que determina la tasa de crecimiento del stock de capital, dadas las tasas de depreciación— a mediano plazo<sup>24</sup>.

Las secuelas de las crisis financieras indican que es poco probable que la disminución de la relación inversión/capital se corrija completamente para 2020. Las estimaciones econométricas sugieren que después de las crisis financieras se producen disminuciones significativas y duraderas de la relación inversión/capital (gráfico 3.10, panel 1). Por lo general, la disminución de este coeficiente ronda 1,7 puntos porcentuales seis años después de la crisis. Este efecto estimado a mediano plazo coincide con la reducción estimada de la relación inversión/capital en las economías avanzadas registrada entre la crisis y 2014<sup>25</sup>. Parte de la disminución quizá refleje las respuestas de las empresas al menor crecimiento de la fuerza laboral, lo que permite mantener la relación capital/trabajador con menos inversión. Si los

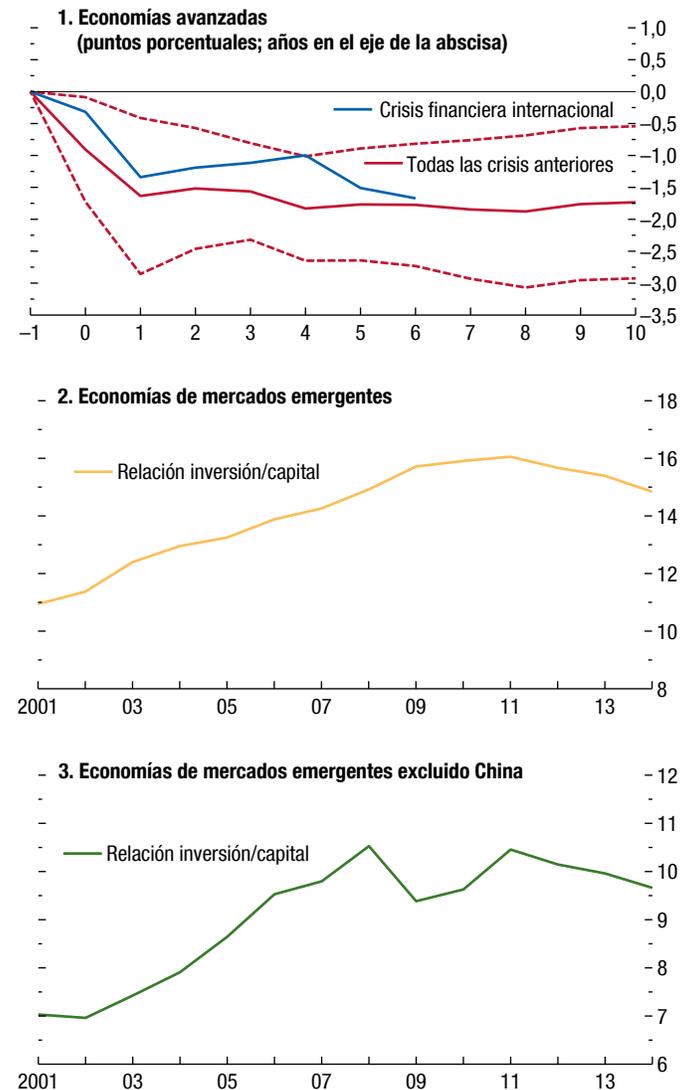
<sup>23</sup>En el caso de Alemania, esta disminución podría verse compensada en parte si el nivel excepcional reciente de los flujos de inmigración neta persisten y superan las proyecciones del informe *World Population Prospects* de las Naciones Unidas.

<sup>24</sup>El crecimiento del stock de capital es igual a la relación inversión/capital menos la tasa de depreciación.

<sup>25</sup>Estos resultados concuerdan con el efecto permanente de las crisis financieras en la relación inversión/producto calculada en otros estudios (Furceri y Mourougane, 2012, y el capítulo 3 de la edición de abril de 2014 del informe WEO).

**Gráfico 3.10. Relación inversión/capital**  
(Porcentaje, salvo indicación en contrario)

Tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes, la relación inversión/capital probablemente se mantenga por debajo de las tasas previas a la crisis a mediano plazo.



Fuentes: Laeven y Valencia (2014); y estimaciones del personal técnico del FMI. Nota: En el panel 1, la línea azul representa el efecto de la crisis financiera internacional, y las líneas rojas representan el efecto de crisis financieras anteriores (basado en Laeven y Valencia, 2014), en la relación inversión/capital. Las líneas rojas punteadas denotan bandas de confianza de 90%. Los grupos de economías se definen en el anexo 3.1.

coeficientes de inversión de las economías avanzadas se mantienen bajos tanto tiempo como en crisis financieras anteriores, el crecimiento del stock de capital continuará ubicándose por debajo de las tasas previas a la crisis, en torno a 1¾%. Esto, a su vez, hará bajar el crecimiento potencial alrededor de 0,2 puntos porcentuales respecto de las tasas previas a la crisis.

- La desaceleración de los niveles de productividad total de los factores observada antes de la crisis probablemente resulte duradera, lo cual implica que el aumento de la productividad total de los factores recuperará las tasas registradas inmediatamente antes de la crisis, pero sin superarlas.

Las determinaciones de este capítulo llevan a pensar que el crecimiento tendencial de la productividad total de los factores comenzó a declinar antes de la crisis. Si bien el efecto de la crisis se ha diluido, es poco probable que el aumento de la productividad total de los factores recupere rápidamente las tasas excepcionalmente elevadas que se registraron a comienzos de la década de 2000 —aunque la posibilidad no se puede descartar—, sobre todo en los numerosos países europeos que carecen de importantes sectores de la tecnología de la información y las comunicaciones (Comisión Europea, 2014)<sup>26</sup>. Además, se prevé que el crecimiento del capital humano —un componente del aumento de la productividad total de los factores desde el punto de vista de este capítulo— también se desacelere a medida que disminuya el producto marginal de la educación adicional (véase el gráfico del anexo 3.5.1, panel 1).

### Economías de mercados emergentes

Las perspectivas de evolución de los componentes del crecimiento potencial en las economías de mercados emergentes son las siguientes:

- El crecimiento potencial del empleo volvería a disminuir a mediano plazo. Al igual que en las economías avanzadas, esto refleja el efecto de lastre de los factores demográficos tanto en el aumento de la población en edad activa como en las tasas tendenciales de participación en la fuerza laboral (gráfico 3.9, paneles 2 y 3).

Es probable que el aumento de la población en edad activa se desacelere con mayor rapidez, especialmente en

<sup>26</sup>Como se ilustra en Byrne, Oliner y Sichel (2013), las opiniones sobre el ritmo futuro del crecimiento de la productividad total de los factores varían considerablemente. Véase en Gordon (2012), Gordon (2014) y Mokyr (2014) un debate sobre las perspectivas a largo plazo de la productividad de Estados Unidos.

China, y que se mantenga negativo en Rusia. Se prevé que el envejecimiento se acelere, empujando a la baja las tasas tendenciales de participación en la fuerza laboral y, junto con un menor aumento de la población, reduciendo el crecimiento potencial del empleo de 0,5% a 0,1 % al año a mediano plazo. Nuevamente, este efecto será especialmente marcado en China, pero también debería sentirse con fuerza en Brasil, sobre todo si las tasas de participación de la mujer se mantienen a los niveles registrados en los últimos años. Globalmente, el crecimiento potencial del empleo en las economías de mercados emergentes descendería más, alrededor de 0,6 puntos porcentuales a mediano plazo.

- El crecimiento del capital se ubicará por debajo de las tasas actuales, según las proyecciones, tras una caída gradual de la inversión después de los años de auge de la década de 2000 (véase el recuadro 4.1).

La relación inversión/capital ya ha retrocedido 1,2 puntos porcentuales desde 2011, desembocando en una reducción del crecimiento del capital de más o menos 0,15 puntos porcentuales en el mismo período (gráfico 3.10, paneles 2 y 3), y probablemente continúe por debajo de las tasas previas a la crisis. Esto se debe a que las condiciones de financiamiento externo son menos favorables, los precios de las materias primas han descendido o se encuentran estancados, y existen estrangulamientos de infraestructura. En el caso de China, la relación inversión/capital —y, por lo tanto, el crecimiento del capital— podrían continuar en descenso como consecuencia de la reorientación del crecimiento, de la inversión hacia el consumo. En particular, si la relación inversión/capital continúa a las tasas observadas en 2014 en los mercados emergentes, excluida China, y baja poco a poco a mediano plazo en este país como resultado del restablecimiento del equilibrio, el crecimiento del capital se mantendrá ½ punto porcentual por debajo de las tasas previas a la crisis.

- El aumento de la productividad total de los factores se mantendría por debajo de las tasas previas a la crisis durante el próximo quinquenio.

El crecimiento de la productividad total de los factores probablemente experimente una aceleración moderada a mediano plazo a medida que desaparezcan algunos factores vinculados a la crisis. Sin embargo, se presume que regrese a la tasa media histórica (Pritchett y Summers, 2014) y se mantenga por debajo de las tasas previas a la crisis a medida que estas economías se acerquen a la frontera tecnológica. Si se toma China como ejemplo, considerando en principio el actual nivel de ingreso

del país, si el aumento de la productividad total de los factores sigue el proceso de convergencia típico, a mediano plazo podría retroceder alrededor de  $\frac{3}{4}$  puntos porcentuales respecto de las tasas previas a la crisis (Nabar y N'Diaye, 2013)<sup>27</sup>. Además, la disminución del crecimiento de la productividad total de los factores podría verse amplificada en los mercados emergentes por el menor aumento de la productividad total de los factores que se viene registrando en Estados Unidos desde mediados de la década de 2000 como consecuencia de los efectos de contagio tecnológicos. Por último, al igual que en las economías avanzadas, el crecimiento del capital humano probablemente también se reduzca poco a poco a medida que el logro educativo converja hacia los niveles de las economías avanzadas (véase el gráfico 3.5.1, paneles 2–3, del anexo).

### El panorama completo

Estos escenarios de los componentes implican que el crecimiento potencial de las economías avanzadas y de mercados emergentes probablemente se mantenga por debajo de las tasas previas a la crisis. En particular, en las economías avanzadas, se prevé que el crecimiento potencial apenas aumente respecto de las tasas actuales, de un promedio de más o menos 1,3% en 2008–14 a aproximadamente 1,6% en 2015–20. En las economías de mercados emergentes el crecimiento potencial probablemente disminuya aún más, de un promedio de más o menos 6,5% en 2008–14 a aproximadamente 5,2% en 2015–20. En China, la contracción sería aún mayor debido al restablecimiento del equilibrio del crecimiento, reorientado de la inversión hacia el consumo (gráfico 3.11)<sup>28</sup>.

<sup>27</sup>Esta disminución puede verse mitigada en parte si al abandonar el crecimiento liderado por la inversión se llega a una asignación más eficiente de los recursos.

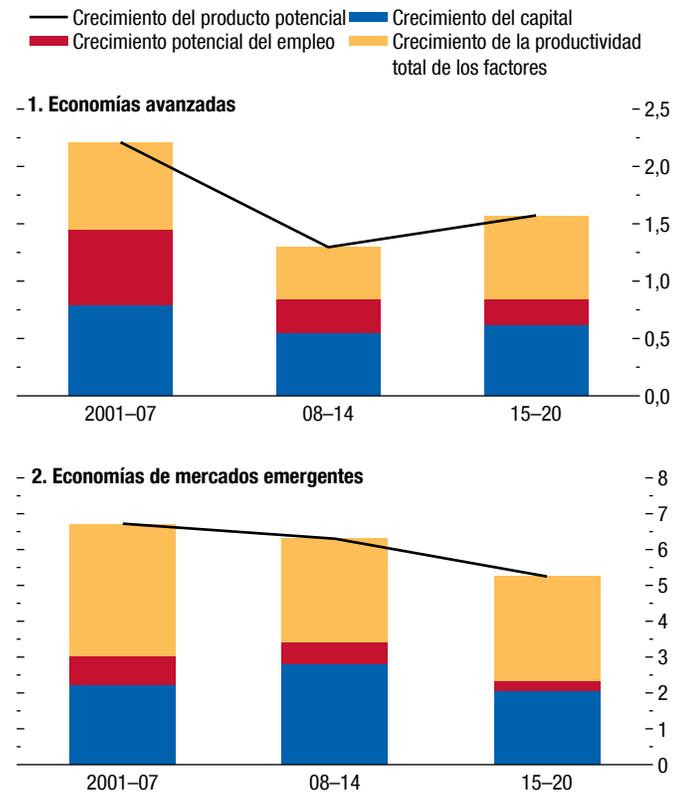
<sup>28</sup>Estos escenarios se basan en los siguientes supuestos:

En el caso de las *economías avanzadas*: 1) el empleo potencial crece de conformidad con los factores demográficos, ajustados en función de la NAIRU a mediano plazo estimada con un filtro multivariado, lo cual sugiere que la NAIRU disminuye alrededor de 3,3 puntos porcentuales para 2020; 2) la relación inversión/capital se mantiene a las tasas de 2014 a mediano plazo, y 3) el crecimiento de la productividad total de los factores se mantiene igual al promedio previo a la crisis (2003–07) a mediano plazo.

En el caso de *China*: 1) el empleo potencial crece de conformidad con los factores demográficos, ajustados en función de la NAIRU a mediano plazo estimada con el filtro multivariado, lo cual sugiere que la NAIRU disminuye aproximadamente 1,1 puntos porcentuales para 2020; 2) la relación inversión/capital se reduce alrededor de 1,5 puntos porcentuales para 2020 como resultado del restablecimiento del equilibrio del crecimiento, acorde con las proyecciones del informe WEO, y 3) el crecimiento de la productividad total

### Gráfico 3.11. Evolución del crecimiento del producto potencial y sus componentes (Porcentaje)

En las economías avanzadas, se prevé que el crecimiento del producto potencial aumente apenas ligeramente respecto de las tasas actuales a medida que se desvanezcan algunos factores vinculados a la crisis, pero que se mantenga por debajo de las tasas previas a la crisis. En las economías de mercados emergentes, el crecimiento del producto potencial disminuiría aún más como resultado de la caída del nivel de crecimiento de la productividad total de los factores y el crecimiento potencial del empleo.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Los grupos de economías se definen en el anexo 3.1.

Estos escenarios están rodeados de considerable incertidumbre. En algunas economías avanzadas, especialmente de la zona del euro y en Japón, un período

de los factores aumenta paulatinamente a partir del valor de 2014 (0,2 puntos porcentuales para 2020) gracias al restablecimiento del equilibrio del crecimiento —acorde con las proyecciones del informe WEO— y se mantiene por debajo del promedio histórico.

En el caso de *otras economías de mercados emergentes*: 1) el crecimiento potencial del empleo está acorde con los factores demográficos, ajustados en función de la NAIRU a mediano plazo estimada con el filtro multivariado, lo cual sugiere que la NAIRU se reduce aproximadamente 4,8 puntos porcentuales para 2020; 2) la relación inversión/capital permanece a las tasas de 2014 a mediano plazo, y 3) el crecimiento de la productividad total de los factores converge a los promedios históricos (2001–14) a mediano plazo (2015–20).

dilatado de debilidad de la demanda podría erosionar más la oferta de mano de obra y la inversión, y, en consecuencia, el crecimiento potencial. En las economías de mercados emergentes una serie de factores nacionales específicos podrían influir en el crecimiento potencial. En particular, los riesgos geopolíticos podrían afectar al crecimiento potencial de Rusia. Además, las perspectivas del crecimiento potencial de los exportadores de materias primas como Brasil o Rusia dependen de la evolución de los precios de las materias primas, ya que estos últimos probablemente influyan en la inversión y el crecimiento del capital. En China las perspectivas del crecimiento potencial dependerán más que nada del proceso de restablecimiento del equilibrio del crecimiento. Y tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes persiste una incertidumbre sustancial en torno a la evolución del aumento de la productividad total de los factores a mediano plazo. Por último, estos escenarios no suponen cambios en las políticas que podrían estimular el crecimiento potencial a mediano plazo.

### Resumen de las conclusiones e implicaciones para la formulación de políticas

Desde principios de la década de 2000 hasta 2007 (el año previo al estallido de la crisis financiera internacional), el producto potencial se aceleró con fuerza en las economías de mercados emergentes, al tiempo que se desaceleraba en las economías avanzadas.

La crisis estuvo relacionada con una reducción del crecimiento potencial en ambos grupos de economías. Las determinaciones de este capítulo indican que el crecimiento potencial disminuyó  $\frac{1}{2}$  y 2 puntos porcentuales en las economías avanzadas y de mercados emergentes, respectivamente, después de la crisis.

El análisis del capítulo también sugiere que el crecimiento potencial de las economías avanzadas probablemente aumente solo en forma ligera respecto de las tasas actuales, y que aun así se mantendría por debajo de las tasas previas a la crisis a mediano plazo. En particular, el crecimiento del empleo ha disminuido y probablemente vuelva a hacerlo debido a factores demográficos, mientras que el crecimiento del capital probablemente continúe por debajo de las tasas previas a la crisis, incluso si el producto y la inversión se recuperan.

En las economías de mercados emergentes el crecimiento potencial probablemente vuelva a contraerse, ya que las previsiones apuntan a una reducción del crecimiento potencial del empleo. Como las condicio-

nes de financiamiento externo son menos favorables y existen restricciones estructurales, el aumento de la acumulación de capital probablemente se mantenga por debajo de las tasas previas a la crisis en estas economías, especialmente en China, donde podría retroceder más a medida que el crecimiento se oriente hacia el consumo. Y si las políticas no cambian, el crecimiento de la productividad total de los factores tiene pocas probabilidades de recuperar las elevadas tasas previas a la crisis en las economías de mercados emergentes, que según las previsiones continuarán avanzando hacia la frontera tecnológica.

La desmejora de las perspectivas de crecimiento potencial a mediano plazo tiene importantes implicaciones para las políticas. En las economías avanzadas la disminución del crecimiento potencial dificulta más la reducción de la deuda pública y privada, que aún es elevada. Esta probablemente también esté asociada al bajo nivel de las tasas de interés reales de equilibrio, lo cual significa que la política monetaria de las economías avanzadas podría verse enfrentada nuevamente al problema del límite inferior cero si se producen shocks adversos para el crecimiento. En las economías de mercados emergentes la disminución del crecimiento potencial complica la tarea de recomponer los amortiguadores fiscales. En todas las economías una tasa de aumento de la productividad total de los factores que continúe por debajo de las tasas previas a la crisis desacelerará el aumento de los niveles de vida en comparación con los años previos a la crisis.

Estas dificultades implican que el aumento del producto potencial constituye una prioridad para las autoridades. Las reformas necesarias para lograr este objetivo varían según el país. En las economías avanzadas es necesario seguir respaldando la demanda a fin de estimular la inversión y, por ende, el crecimiento del capital (capítulo 4), así como adoptar políticas y reformas que puedan elevar de manera permanente el nivel del producto potencial y su tasa de crecimiento a mediano plazo. Entre estas políticas cabe mencionar: la reforma de los mercados de productos, un mayor respaldo a la investigación y el desarrollo —entre otras cosas, fortaleciendo los sistemas de patentes y adoptando subsidios e incentivos tributarios bien diseñados en los países donde estos son bajos—, y un uso más intensivo de mano de obra altamente calificada y la tecnología de la información y las comunicaciones como insumos de capital para subsanar el escaso aumento de la productividad (recuadro 3.5; OCDE, 2010); la inversión en infraestructura para potenciar

el capital físico (capítulo 3 de la edición de octubre de 2014 del informe WEO), y políticas de impuestos y gasto mejor diseñadas para promover la participación en la fuerza laboral, sobre todo entre las mujeres y los trabajadores de mayor edad (FMI, 2012).

En las economías de mercados emergentes las importantes reformas estructurales destinadas a mejorar la productividad incluyen eliminar los estrangulamientos de la infraestructura, mejorar las condiciones empresariales y los mercados de productos, y promover la reforma educativa. En particular, muchas economías de mercados emergentes pueden alcanzar grandes aumentos de la productividad eliminando obstáculos regulatorios excesivamente restrictivos en los mercados de productos y de trabajo, liberalizando la inversión extranjera directa y mejorando la calidad de la educación y los logros a nivel secundario y terciario (Dabla-Norris *et al.*, 2013). Asimismo, en algunas de estas economías hay margen para corregir distorsiones producidas por las elevadas cuñas fiscales laborales y el ineficiente diseño de las pensiones (FMI, 2012).

### Anexo 3.1. Fuentes de datos y grupos de países

#### Grupos de países

En los gráficos 3.1 y 3.2, “mundo” abarca las 189 economías que componen la base estadística de la base de datos del informe WEO. “Economías avanzadas” abarca las 36 economías enumeradas en el cuadro B del apéndice estadístico. “Economías de mercados emergentes” se refiere a las economías enumeradas en el cuadro E del apéndice estadístico, excluidas las catalogadas allí como países en desarrollo de bajo ingreso<sup>29</sup>.

En cuanto al resto de los gráficos, los miembros del grupo de las economías avanzadas y de mercados emergentes incluidos en los análisis del capítulo figuran en el cuadro del anexo 3.1.1. Incluyen 10 economías avanzadas y 6 economías de mercados emergentes del Grupo de los Veinte (G-20); estas 16 economías originaron alrededor de tres cuartas partes del PIB mundial en 2014. Las limitaciones de datos impiden analizar 4 economías del G-20: Arabia Saudita, Argentina, Indonesia y Sudáfrica. Las estimaciones de la Unión Europea —la vigésima economía del G-20— y de la zona del euro están basadas en estimaciones individuales de Alemania, España, Francia e Italia.

<sup>29</sup>Véase en el apéndice estadístico más información sobre la clasificación de las economías en grupos en el informe WEO.

#### Cuadro del anexo 3.1.1. Países incluidos en el análisis

Economías avanzadas	
Alemania	Estados Unidos
Australia	Francia
Canadá	Italia
Corea	Japón
España	Reino Unido
Economías de mercados emergentes	
Brasil	México
China	Rusia
India	Turquía

#### Fuentes de datos

Las fuentes de datos primarios del capítulo son la base de datos del informe WEO y la base de datos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Todas las fuentes de datos utilizadas en el análisis se enumeran en el cuadro del anexo 3.1.2.

### Anexo 3.2. Metodología del filtro multivariado

#### Método de base

Las estimaciones del producto potencial presentadas en este capítulo se calcularon usando un pequeño modelo macroeconómico, conocido como filtro multivariado. La estructura del modelo es la siguiente<sup>30</sup>:

La brecha del producto se define como la desviación del producto real (logarítmico) efectivo respecto del producto potencial (logarítmico) ( $\bar{Y}$ ):

$$y = Y - \bar{Y}. \quad (A3.2.1)$$

El proceso estocástico aplicado al producto (medido por el PIB real) abarca tres ecuaciones:

$$\bar{Y}_t = \bar{Y}_{t-1} + G_t + \varepsilon_t^{\bar{Y}}, \quad (A3.2.2)$$

$$G_t = \theta G^{SS} + (1 - \theta)G_{t-1} + \varepsilon_t^G, \quad (A3.2.3)$$

$$y_t = \phi y_{t-1} + \varepsilon_t^y. \quad (A3.2.4)$$

El nivel del producto potencial ( $\bar{Y}_t$ ) evoluciona de acuerdo con el crecimiento potencial ( $G_t$ ) y un término de shock uniforme ( $\varepsilon_t^{\bar{Y}}$ ) que puede interpretarse como shocks del lado de la oferta. El crecimiento potencial también está sujeto a shocks ( $\varepsilon_t^G$ ), y su impacto se desvanece gradualmente de acuerdo con el parámetro  $\theta$  (los valores más bajos implican una reversión más lenta a la tasa de crecimiento en estado

<sup>30</sup>Para más detalles, véase Blagrove *et al.* (2015).

### Cuadro del anexo 3.1.2. Fuentes de datos

Indicador	Fuente
Crecimiento del producto potencial y sus componentes	
Crecimiento del producto potencial	Estimaciones del personal técnico del FMI mediante un filtro multivariado
Capital	<i>Economic Outlook</i> de la OCDE: Base de datos de estadísticas y proyecciones
Población en edad activa	<i>World Population Prospects: The 2012 Revision</i> , de las Naciones Unidas
Participación en la fuerza laboral	OCDE, base de datos de estadísticas sobre la fuerza laboral, y OIT, base de datos de indicadores clave sobre el mercado laboral
Tasa de desempleo no aceleradora de la inflación	Estimaciones del personal técnico del FMI mediante un filtro multivariado
Indicadores utilizados en las estimaciones del crecimiento del producto potencial y el modelo de cohortes	
Expectativas inflacionarias	Consensus Economics
Expectativas de aumento del producto interno bruto (precios constantes)	Consensus Economics
Esperanza de vida	<i>World Population Prospects: The 2012 Revision</i> , de las Naciones Unidas
Fecundidad	<i>World Population Prospects: The 2012 Revision</i> , de las Naciones Unidas
Años de escolaridad	Barro y Lee (2010)
Inversión	<i>Economic Outlook</i> de la OCDE: Base de datos de estadísticas y proyecciones
Tasa de depreciación	<i>Economic Outlook</i> de la OCDE: Base de datos de estadísticas y proyecciones
Otros	
Producto interno bruto (precios constantes)	FMI, base de datos del informe WEO
Inflación	FMI, base de datos del informe WEO
Desempleo	FMI, base de datos del informe WEO
Acumulación de capital humano	Barro y Lee (2010)
Crisis financieras	Laeven y Valencia (2014)

Nota: OCDE = Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos; OIT = Organización Internacional del Trabajo.

estacionario tras un shock). Por último, la brecha del producto también está sujeta a shocks ( $\varepsilon_t^y$ ), que en la práctica son shocks de la demanda.

Para poder identificar estos tres términos de shock del producto ( $\varepsilon_t^y$ ,  $\varepsilon_t^g$  y  $\varepsilon_t^u$ ), se añade la ecuación de una curva de Phillips correspondiente a la inflación, que vincula la evolución de la brecha del producto (una variable no observable) a los datos observables sobre la inflación. De esta manera, las estimaciones de la brecha del producto producidas por el filtro están determinadas en parte por los resultados en cuanto a inflación<sup>31</sup>:

$$\pi_t = \lambda \pi_{t+1} + (1 - \lambda) \pi_{t-1} + \beta y_t + \varepsilon_t^\pi. \quad (A3.2.5)$$

También se incluyen ecuaciones que describen la evolución del desempleo para aportar más información identificatoria que facilite la estimación de estos shocks del producto y la brecha del producto:

<sup>31</sup>El grado en que los datos de inflación influyen en las estimaciones de la brecha del producto en un país determinado depende de la intensidad estimada de la relación entre las dos ( $\beta$ ) y la persistencia de toda desviación de la inflación respecto de la meta (ya que el filtro tiende a interpretar una desviación efímera de la inflación respecto de la meta —manteniéndose las demás condiciones sin cambios— como un shock de inflación, y no como un fenómeno asociado a la brecha del producto). La información reciente (véase el capítulo 3 de la edición de abril de 2013 del informe WEO) sugiere que se ha producido un aplanamiento considerable de la curva de Phillips en las últimas décadas, pero gran parte de ese aplanamiento ocurrió antes del comienzo del período de muestra, que arranca en 1996.

$$\bar{U}_t = \tau_4 \bar{U}^{SS} + (1 - \tau_4) \bar{U}_{t-1} + g \bar{U}_t + \varepsilon_t^{\bar{U}}, \quad (A3.2.6)$$

$$g \bar{U}_t = (1 - \tau_3) g \bar{U}_{t-1} + \varepsilon_t^{g \bar{U}}, \quad (A3.2.7)$$

$$u_t = \tau_2 u_{t-1} + \tau_1 y_t + \varepsilon_t^u, \quad (A3.2.8)$$

$$u_t = \bar{U}_t - U_t. \quad (A3.2.9)$$

En estas ecuaciones,  $\bar{U}_t$  es el valor de equilibrio de la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU), que varía con el tiempo y está sujeto a shocks ( $\varepsilon_t^{\bar{U}}$ ) y a la variación de la tendencia ( $g \bar{U}_t$ ), que a su vez también está sujeta a shocks ( $\varepsilon_t^{g \bar{U}}$ ); esta especificación admite desviaciones persistentes de la NAIRU respecto de su valor en estado estacionario. Obsérvese que la ecuación (A3.2.8) es una relación de la ley de Okun (1970), en la cual la brecha entre el desempleo efectivo ( $U_t$ ) y su proceso de equilibrio ( $\bar{U}_t$ ) es una función del volumen de capacidad ociosa en la economía ( $y_t$ ). Como tal, esta ecuación se comporta prácticamente igual que la ecuación (A3.2.5): prescribe que las estimaciones de la brecha del producto estén determinadas en parte por las desviaciones de la tasa de desempleo respecto de la NAIRU.

La implementación empírica del filtro requiere únicamente datos sobre las tres variables observables: el crecimiento del PIB real, la inflación del índice de precios al consumidor y la tasa de desempleo. Se utilizan datos anuales sobre estas variables para los 16 países

analizados. Los valores paramétricos y los errores estándar de las varianzas de los términos de shock de estas ecuaciones se estiman utilizando técnicas de estimación bayesianas<sup>32</sup>.

Los datos sobre las expectativas de crecimiento e inflación se añaden a la estructura central del modelo, en parte para identificar los shocks durante el período de la muestra, pero principalmente para mejorar la exactitud de las estimaciones al final del período de la misma:

$$\pi_{t+j}^C = \pi_{t+j} + \varepsilon_{t+j}^{\pi^C}, j = 0, 1, \quad (A3.2.10)$$

$$GROWTH_{t+j}^C = GROWTH_{t+j} + \varepsilon_{t+j}^{GROWTH^C}, \\ j = 0, \dots, 5, \quad (A3.2.11)$$

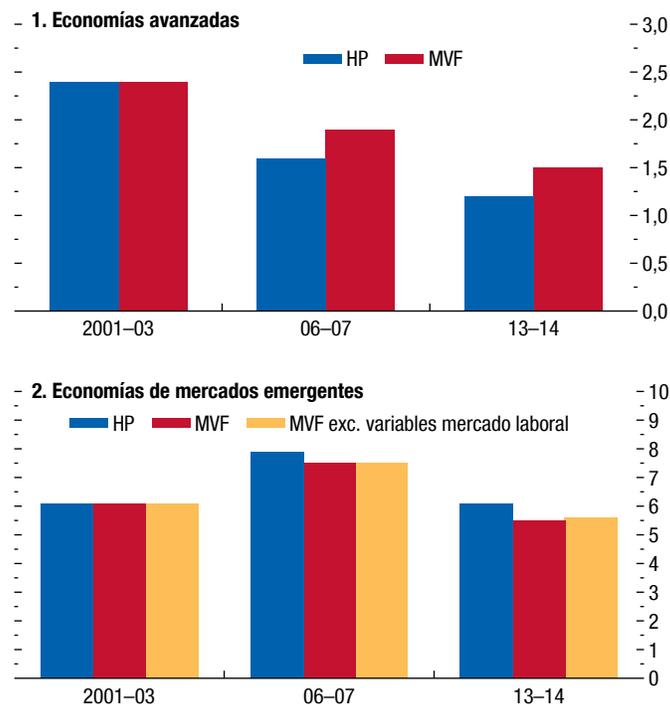
donde  $\pi_{t+j}^C$  y  $GROWTH_{t+j}^C$  son previsiones de Consensus Economics para la inflación y el crecimiento del PIB, respectivamente. La añadidura de estas ecuaciones imparte cierta estabilidad adicional a las estimaciones de las expectativas de crecimiento e inflación congruentes con el modelo que genera el filtro. En particular, la inclusión de los términos  $\varepsilon_{t+j}^{\pi^C}$  y  $\varepsilon_{t+j}^{GROWTH^C}$  permite que los pronósticos de Consensus Economics moldeen —pero no invaliden— el proceso de estimación de expectativas del propio modelo (que está dictado por las estimaciones del modelo en cuanto a la capacidad ociosa de la economía) a la hora de estimar el producto potencial.

### Otros métodos

Las estimaciones del producto potencial son de por sí inciertas —ya que se trata de una variable no observable— y pueden variar según la metodología de estimación. Para ilustrar la posible sensibilidad de las estimaciones del producto potencial a diferentes técnicas estadísticas, esta sección compara los resultados del método de base con los obtenidos usando 1) el filtro estadístico de Hodrick-Prescott y 2) para las economías de mercados emergentes, una versión modificada del filtro multivariado que excluye la relación de la ley de Okun (1970) (es decir, las ecuaciones A3.2.6–A3.2.9). Este segundo método busca reducir los posibles errores de medición derivados de la limitada calidad de los datos sobre el desempleo.

<sup>32</sup>Véase en Hamilton (1994) una explicación general del filtro de Kalman, empleado para obtener estimaciones de las variables no observables como parte del proceso de estimación. Las estimaciones de cada país figuran en Blagrove *et al.* (2015).

**Gráfico del anexo 3.2.1. Crecimiento del producto potencial (Porcentaje)**



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Los grupos de economías se definen en el anexo 3.1. HP = Filtro Hodrick-Prescott con parámetro de suavización igual a 6,25; MVF = filtro multivariado.

Los resultados, presentados en el gráfico del anexo 3.2.1, sugieren que estas otras alternativas producen conclusiones cualitativamente parecidas a las presentadas en el cuerpo del capítulo. En particular, en las economías avanzadas, la disminución del crecimiento potencial comenzó a principios de la década de 2000 y se acentuó con la crisis financiera internacional. En las economías de mercados emergentes, por el contrario, no comenzó sino hasta después de la crisis.

### Anexo 3.3. Estimación de las tasas tendenciales de participación en la fuerza laboral

En este anexo se describe la metodología utilizada para estimar las tasas tendenciales de participación en la fuerza laboral de las 16 economías avanzadas y de mercados emergentes analizadas en el capítulo (véase el anexo 3.1) entre 1980 y 2013. La metodología depende de un modelo basado en cohortes —como, por ejemplo, los de Aaronson *et al.* (2014) y Balleer, Gomez-Salvador y Turunen (2014)— para descomponer

la tasa de participación agregada en las tasas de participación de grupos desagregados por edad y sexo, y estimar así los factores determinantes.

### Modelo

Por cada grupo etario  $a$ , sexo  $g$ , en el año  $t$ , la serie temporal de tasas de participación en la fuerza laboral por grupo (en valores logarítmicos) se estima de acuerdo con la siguiente especificación<sup>33</sup>:

$$\log LFP_{a,g,t} = \alpha_{a,g} + \frac{1}{n_a} \sum_{b=1920}^{1988} \beta_{b,g} I_{a,t}(t-a=b) + \sum_{l=0}^2 \gamma_{a,g}^l cycle_{t-l} + \lambda_{a,g} X_{a,g,t} + \varepsilon_{a,g,t} \quad (A3.3.1)$$

Esta especificación se estima por separado para cada país. Las tasas de participación en la fuerza laboral de cada grupo tienen cuatro categorías principales de factores determinantes:

- Un *intercepto específico de la edad y del sexo* capta la tasa promedio de participación en la fuerza laboral correspondiente a cada grupo etario para reflejar el patrón de oferta de la mano de obra a lo largo del ciclo de vida (forma de campana): es bajo en la juventud, aumenta y se aplanan en la edad más productiva, y disminuye a medida que se acerca la edad de jubilación. Este patrón puede ser diferente para el hombre y la mujer.
- Los lentos cambios culturales y de comportamiento pueden hacer subir o bajar todo el perfil de participación a lo largo del ciclo de vida, según el año de nacimiento de una cohorte entera. *Estos efectos inobservables de cohorte* han sido ampliamente documentados en las mujeres nacidas antes del *boom* de natalidad estadounidense (por ejemplo, Aaronson *et al.*, 2014), y se observan fenómenos parecidos en muchos países de Europa y Asia. Estos efectos de cohorte se captan por medio de un efecto fijo ( $I$ ) para cada año de nacimiento  $b$  (según la disponibilidad de datos de un país determinado; el análisis da cuenta de las cohortes nacidas entre 1920 y 1988). Para obtener el efecto de cohorte promedio de un determinado grupo etario, el coeficiente de cohorte se divide por el número de cohortes incluido en un grupo etario  $n_a$ .

<sup>33</sup>El modelo se estima en valores logarítmicos para que la tasa nivelada de participación en la fuerza laboral se mantenga entre cero y uno.

- El *ciclo económico* puede tener un efecto diferente en las decisiones de participación de diferentes grupos por edad y sexo. Por ejemplo, la oferta de mano de obra de los jóvenes a menudo es más sensible a las condiciones cíclicas que la de los trabajadores maduros en la edad más productiva. El coeficiente  $\gamma$  capta la sensibilidad cíclica de la tasa de participación en la fuerza laboral de cada grupo, al mismo tiempo que permite una demora parcial de la respuesta de las tasas de participación a las condiciones cíclicas, lo cual concuerda con las observaciones actuales (véase, por ejemplo, Balakrishnan *et al.*, 2015). La posición dentro del ciclo está representada por la brecha del empleo (es decir, la desviación del empleo actual respecto de la tendencia).
- El modelo incluye *factores estructurales* que pueden tener un impacto en la tasa tendencial de la participación de determinados grupos etarios en la fuerza laboral (vector  $X$ ). En el caso de los jóvenes, la decisión sobre la participación depende de la matriculación escolar. En el caso de las mujeres, guarda una relación positiva con el logro educativo, y al comienzo de la edad activa productiva, una correlación negativa con la fecundidad y el estado civil. En el caso de los trabajadores que están cerca de la edad de jubilación obligatoria, una esperanza de vida más larga correspondería a tasas de participación más elevadas.

### Datos y estimación

En el caso de las economías avanzadas, la muestra está integrada por 11 grupos etarios (con intervalos cuadriales), separados por sexo, entre 1980 y 2013; por ende, hay 11 ecuaciones que se calculan conjuntamente para cada sexo aplicando restricciones por igualdad entre ecuaciones a los coeficientes de cohortes. En las economías de mercados emergentes, la disponibilidad de datos se reduce por la granularidad de los grupos etarios (solo cinco grupo etarios por sexo) y el período de cobertura (1990–2013).

No se observaron todas las cohortes durante el mismo número de años y, de hecho, no se observó ninguna cohorte durante la totalidad del ciclo de vida. En particular, las cohortes nacidas después de 1990 se incorporaron a la fuerza laboral recién durante la crisis financiera internacional o después, y eso dificulta distinguir el efecto negativo de la crisis (más allá del impacto cíclico promedio) de cualquier tendencia potencial específica de una cohorte determinada. Para mitigar este problema en el punto final (y un problema

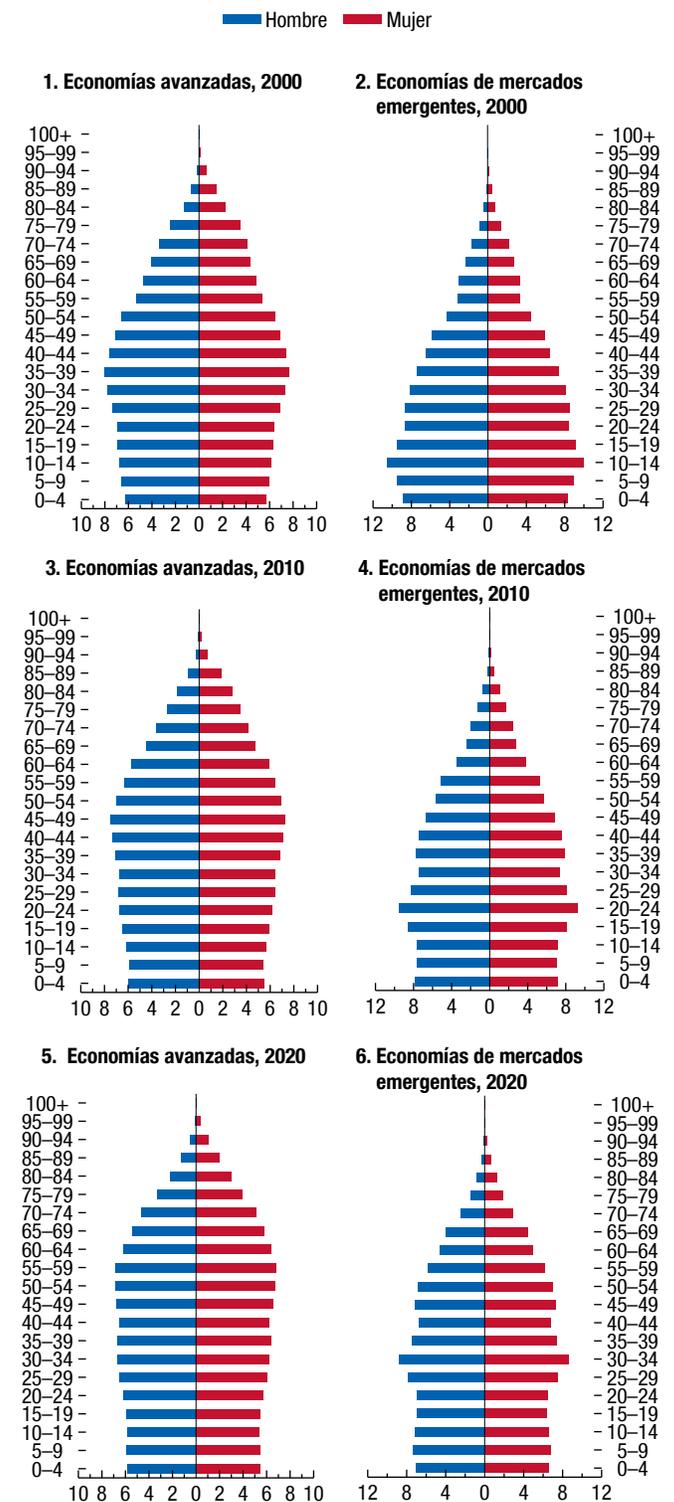
parecido en el punto inicial que plantean las cohortes de más edad), no se estimó ningún efecto de cohorte después de 1988 ni antes de 1920. Se estimó también otra versión del modelo que permite que el efecto de cohorte de los nacidos después de 1988 y antes de 1920 sea igual al promedio de las cinco cohortes adyacentes. Los resultados resisten esta otra especificación.

Siempre que hubiera datos disponibles, se estimaron explícitamente los efectos de los demás determinantes estructurales de las mujeres, los jóvenes y los trabajadores de más de 54 años en las economías avanzadas. Es un hecho bien documentado que la tasa de participación en la fuerza laboral de los hombres en edad productiva viene disminuyendo en las economías avanzadas desde hace décadas (véanse, por ejemplo, Aaronson *et al.*, 2014, y Balleer, Gómez-Salvador y Turunen, 2014), pero no hay explicaciones claras de cuáles son las razones. Esta tendencia se capta admitiendo tendencias deterministas lineales y cuadráticas en la ecuación de la tasa de participación en la fuerza laboral de los hombres en edad productiva. En el caso de las economías de mercados emergentes, debido a las restricciones de los datos, las tendencias grupales se obtienen estimando una tendencia lineal y cuadrática por separado para cada grupo.

A continuación, el análisis evalúa la tasa de participación en la fuerza laboral de cada grupo organizado por edad-sexo a la tasa tendencial proyectada con una brecha cíclica cero, y luego pondera cada grupo por su respectiva cuota de población para calcular la tasa tendencial agregada de cada año. En la proyección a mediano plazo, se permite la transición de las cohortes existentes a lo largo de la distribución por edad de acuerdo con el perfil etario estimado de la cohorte correspondiente, con el supuesto de que las cohortes entrantes no experimentan ningún desplazamiento sistemático de los perfiles de participación a lo largo de su vida en relación con la última cohorte estimada. Los valores futuros de las variables estructurales de *X* se obtienen sobre la base de las proyecciones de esperanza de vida, fecundidad y población tomadas de la base de datos sobre población y desarrollo de las Naciones Unidas (escenario de fecundidad media), extrapolando linealmente las variables de logro educativo y manteniendo todas las demás tendencias deterministas sin cambios en el último nivel observado.

Por último, estas estimaciones se combinan con los datos sobre las distribuciones demográficas para calcular la tasa tendencial agregada de participación en la fuerza laboral (gráfico del anexo 3.3.1).

**Gráfico del anexo 3.3.1. Distribuciones de las cuotas de población por edad**  
(Porcentaje)



Fuentes: Naciones Unidas, *World Population Prospects: The 2012 Revision*; y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: Los grupos de economías se definen en el anexo 3.1.

### Anexo 3.4. Producto potencial tras la crisis financiera internacional

El análisis presentado en el cuerpo del capítulo muestra que el crecimiento potencial ha disminuido tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes tras la crisis financiera internacional. Los factores que explican este descenso son: una reducción del crecimiento del capital y las tendencias demográficas de las economías avanzadas, y un menor aumento de la productividad total de los factores de las economías de mercados emergentes. En este anexo se intenta identificar el efecto de la crisis en el nivel y la tasa de crecimiento del producto potencial mediante un marco econométrico que neutraliza las tendencias previas a la crisis, factores comunes que influyen en la evolución del producto potencial tras la crisis, y el crecimiento rezagado del producto potencial<sup>34</sup>.

El análisis sigue el método propuesto por Jordà (2005) y ampliado por Teulings y Zubanov (2014) y efectúa un seguimiento de la evolución del producto potencial tras la crisis (identificada con una variable ficticia que asume el valor de 1 en 2008 y de 0 de lo contrario). Este método fue propuesto por Stock y Watson (2007) y Auerbach y Gorodnichenko (2013), entre otros, como una alternativa flexible que no impone las restricciones dinámicas propias de las especificaciones de la autorregresión vectorial (rezago distribuido autorregresivo).

Específicamente, el método consiste en estimar regresiones separadas del producto potencial con diferentes horizontes. A nivel más formal, se estima la siguiente especificación econométrica:

$$y_{i,t+k} - y_{i,t-1} = \alpha_i^k + \gamma_t^k + \sum_{j=1}^l \delta_j^k \Delta y_{i,t-j} + \beta_k D_t + \sum_{j=1}^l \theta_j^k D_{t-j} + \sum_{j=0}^{k-1} \rho_j^k D_{t+k-j} + \varepsilon_{i,t+k}^k, \quad (\text{A3.4.1})$$

donde los subíndices  $i$  se refieren al país, los subíndices  $t$  se refieren al tiempo, y  $k$  denota el horizonte (años después del momento  $t$ ) en cuestión;  $y$  denota el nivel (logarítmico) del producto potencial;  $D$  es una variable ficticia de la crisis que asume el valor de 1 en 2008 y de 0 de lo contrario, y  $\alpha_i$  e  $\gamma_t$  son variables ficticias de

<sup>34</sup>Aunque al incluir el producto potencial rezagado se pueden neutralizar con más facilidad los distintos factores nacionales específicos que influyen en el producto potencial a corto plazo —dado que los factores determinantes que influyen en el producto potencial suelen estar correlacionados en serie—, la metodología no puede neutralizar los factores nacionales específicos a mediano plazo.

país y de tiempo, respectivamente<sup>35</sup>. Como lo sugieren Teulings y Zubanov (2014), la especificación incluye los anticipos de la variable ficticia de crisis entre el momento 0 y el final del horizonte de previsión para neutralizar el sesgo de la respuesta al impulso propio de los métodos de proyección locales. Los efectos de la crisis en el crecimiento del producto potencial se estiman expresando el lado izquierdo de la ecuación (A3.4.1) como primeras diferencias ( $y_{i,t+k} - y_{i,t+k-1}$ ).

Se estima el modelo para cada  $k$ . Las funciones impulso-respuesta se calculan usando los coeficientes estimados. Las bandas de confianza asociadas a las funciones impulso-respuesta estimadas se obtienen usando las desviaciones estándar estimadas de los coeficientes  $\beta_k$ . La longitud del rezago ( $l$ ) del producto potencial y de la variable de crisis resulta igual a dos años si se utilizan criterios de selección estándar. La ecuación (A3.4.1) se estima usando errores estándar resistentes a la heterocedasticidad y la autocorrelación. Una posible dificultad para estimar la ecuación (A3.4.1) es la causalidad inversa, dado que las variaciones del producto potencial pueden afectar a la probabilidad de que ocurra una crisis financiera internacional. Sin embargo, esta estrategia empírica subsana en parte esa dificultad al estimar las variaciones del producto potencial ocurridas después de la crisis. Además, las verificaciones de robustez ante la causalidad inversa confirman la validez de los resultados<sup>36</sup>.

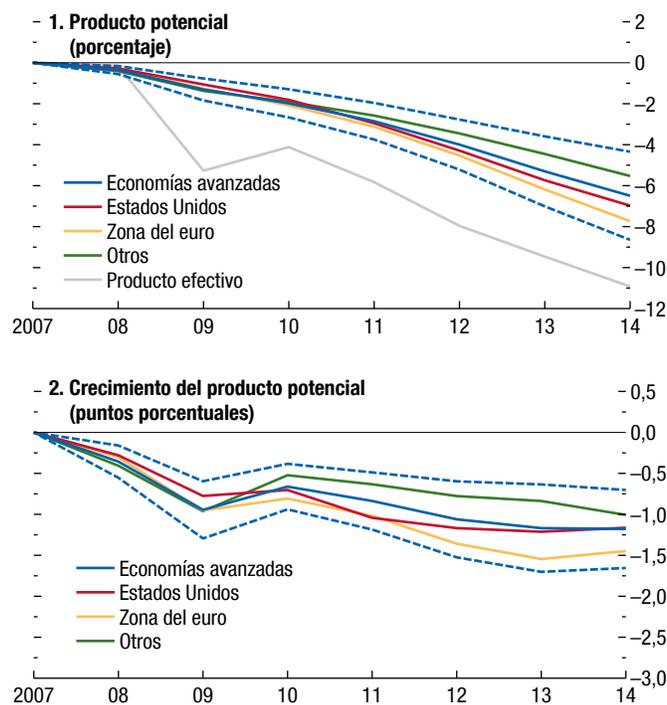
#### Economías avanzadas

Las estimaciones econométricas indican que la crisis financiera internacional estuvo asociada a una reducción del producto potencial de las economías avanzadas de alrededor de 6½%, en promedio (gráfico 3.4.1, panel 1). En las economías de la zona del euro la reducción rondó 7¾%; en Estados Unidos, 7%, y en las otras economías avanzadas, 5½%, aunque estas diferencias respecto del promedio no son estadísticamente significativas. Estas determinaciones coinciden con las de estudios anteriores sobre la crisis financiera internacional (por ejemplo, Ball, 2014). Además, los resultados sugieren que a los seis años de la crisis, alrededor de 60% de la pérdida acumulada de producto efectivo en las

<sup>35</sup>La variable ficticia del año 2008 no se incluye como control.

<sup>36</sup>Las pruebas empíricas señalan que la probabilidad de ocurrencia de la crisis financiera internacional no se ha visto afectada por la evolución del producto potencial en el pasado. También se obtienen resultados parecidos utilizando un estimador de sistemas de método generalizado de momentos de dos pasos.

**Gráfico del anexo 3.4.1. Secuelas de la crisis financiera internacional en las economías avanzadas**



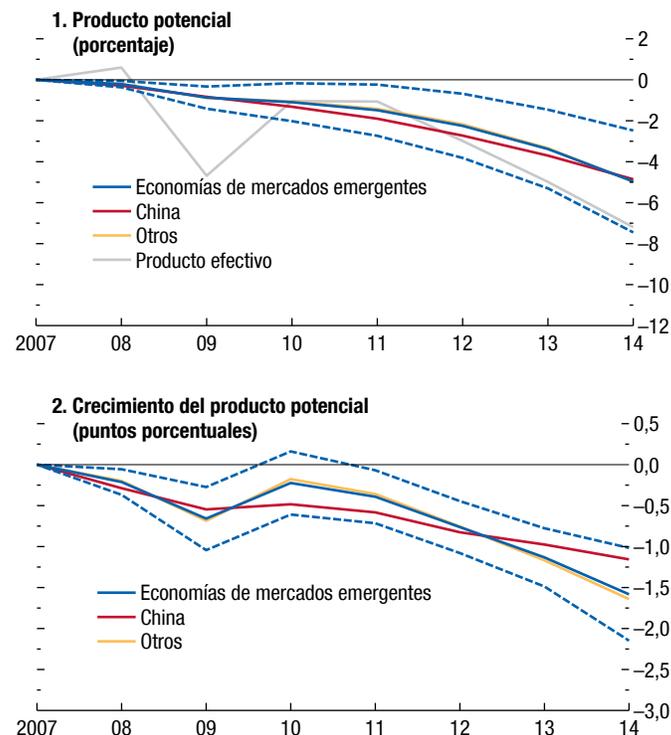
Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.  
 Nota: Las líneas punteadas denotan bandas de confianza de 90%. Las economías avanzadas se definen en el anexo 3.1.

economías avanzadas, en promedio, puede atribuirse a una reducción del producto potencial —porcentaje que se observa en la mayoría de las economías del grupo— y que el resto puede imputarse a la pérdida acumulada de las brechas del producto. En particular, en 2014 las brechas del producto siguen siendo negativas en la mayoría de las economías avanzadas<sup>37</sup>.

La disminución persistente y creciente del nivel del producto potencial implica también una reducción de la tasa de crecimiento, de alrededor de 1,2 puntos porcentuales, en promedio (gráfico del anexo 3.4.1, panel 2). La diferencia de la pérdida del crecimiento potencial dentro del grupo es igual a la del nivel del producto potencial: en las economías de la zona del euro, el crecimiento potencial cayó alrededor de 1,4 puntos porcentuales; en Estados Unidos, alrededor de 1,2 puntos porcentuales, y en las otras economías avanzadas, alrededor de 1 punto porcentual. Nuevamente,

<sup>37</sup>La brecha del producto promedio de la muestra de economías avanzadas en 2014 ronda -1,8%.

**Gráfico del anexo 3.4.2. Secuelas de la crisis financiera internacional en las economías de mercados emergentes**



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.  
 Nota: Las líneas punteadas denotan bandas de confianza de 90%. Las economías de mercados emergentes se definen en el anexo 3.1.

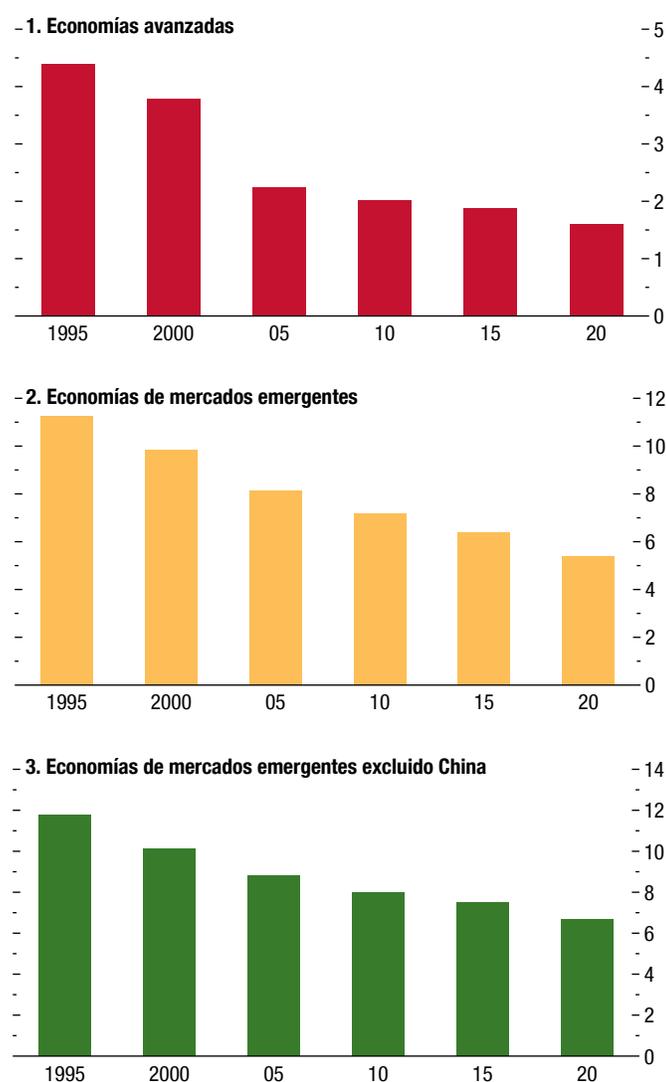
las diferencias no son estadísticamente significativas. Estas estimaciones son más bajas que las presentadas en el cuerpo del capítulo, ya que reflejan la reducción del crecimiento potencial en comparación con los promedios previos a la crisis, y no desviaciones respecto del período 2006–07, cuando el crecimiento potencial ya se encontraba en baja.

### Economías de mercados emergentes

Los resultados sugieren que la crisis financiera internacional estuvo asociada a una reducción del producto potencial en las economías de mercados emergentes de aproximadamente 5%, en promedio (gráfico del anexo 3.4.2, panel 1). Como en el caso de las economías avanzadas, los resultados también indican que gran parte (alrededor de 70%) de la pérdida acumulada del producto efectivo registrada en las economías de mercados emergentes puede atribuirse a una reducción del producto potencial, con solo pequeñas diferencias entre estas economías, y que el resto puede imputarse a la

### Gráfico del anexo 3.5.1. Proyecciones de crecimiento del capital humano

(Porcentaje)



Fuentes: KC *et al.* (2010) y estimaciones del personal técnico del FMI.  
 Nota: El capital humano se mide como el porcentaje de personas de la población de más de 15 años de edad con un nivel de educación secundaria o superior. Los grupos de economías se definen en el anexo 3.1.

pérdida acumulada de brechas del producto. En particular, en 2014, las brechas del producto siguen siendo ligeramente negativas en la mayoría de las economías de mercados emergentes<sup>38</sup>.

La crisis también estuvo asociada a una reducción del crecimiento potencial de aproximadamente 1,6 puntos porcentuales (gráfico del anexo 3.4.2, panel 2), con una disminución más pequeña en China (1,2 puntos porcentuales) que en otras economías de mercados emergentes (1,6 puntos porcentuales). Si bien estos resultados son parecidos a los que se exhiben en el cuerpo del capítulo, las estimaciones econométricas presentadas aquí detectan desviaciones respecto de los promedios previos a la crisis, en tanto que el análisis desglosado en el capítulo se basa en desviaciones del crecimiento potencial respecto de las tasas de crecimiento históricamente altas de 2006 y 2007.

### Anexo 3.5. Proyecciones del crecimiento del capital humano

Los supuestos del crecimiento del capital humano se basan en proyecciones del logro educativo realizadas empleando el modelo de cohortes de KC *et al.* (2010). Estas proyecciones se basan en estimaciones de las tasas de fecundidad y mortalidad y los flujos de migración netos, así como en la dinámica de transición educativa por grupos etarios de cinco años. Esta última variable se proyecta suponiendo que el logro educativo futuro de un país se expandirá siguiendo las tendencias históricas mundiales.

Partiendo de estos supuestos, el crecimiento del capital humano disminuiría a mediano plazo tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes (gráfico del anexo 3.5.1). En particular, en las economías avanzadas, retrocedería alrededor de ¼ punto porcentual para 2020. La disminución proyectada es más marcada en las economías de mercados emergentes: de alrededor de 6½% en 2015 a aproximadamente 5½% en 2020.

<sup>38</sup>La brecha del producto promedio de la muestra de economías de mercados emergentes ronda -0,7%.

### Recuadro 3.1. Mantener el rumbo en aguas turbulentas: Estimación del producto sostenible

El producto sostenible es una cota de referencia teórica que busca estimar la posición de una economía cuando no existen desequilibrios. De acuerdo con esta definición, pretende detectar desequilibrios financieros u otros desequilibrios macroeconómicos y, así, poner en evidencia el riesgo de un ajuste desordenado. Entre los ejemplos recientes de estos desequilibrios cabe mencionar los auges de crédito y de precios de la vivienda en algunas de las economías europeas golpeadas por la crisis. Tras el lanzamiento del euro, el apetito de riesgo de los inversionistas aumentó y las primas por riesgo cayeron, provocando un incremento del crédito, los precios inmobiliarios y el crecimiento. Retrospectivamente quedó claro que las tasas de crecimiento del PIB se encontraban por encima de los niveles sostenibles y que era probable que tuviera lugar una corrección. Lo opuesto ocurrió con el colapso de la Gran Recesión.

Evaluar el producto sostenible es una tarea crucial para las autoridades. Desde el punto de vista de la sostenibilidad fiscal, una estimación fiable de las posiciones fiscales sostenibles, que no sean susceptibles de desestabilización por efecto de shocks profundos como los auges y colapsos financieros, ayudará a evitar un sesgo en la deuda. Por ejemplo, si los flujos de ingresos generados por un auge del sector de la vivienda pueden identificarse correctamente en tiempo real como temporarios, hay menos probabilidades de que el gasto público se ajuste al alza y pueden establecerse amortiguadores fiscales. Además, un indicador robusto del producto sostenible facilitará la evaluación del impacto de la reforma estructural en el crecimiento a mediano y largo plazo. Las autoridades que buscan evitar alzas y bajas repentinas de la economía —con los períodos de elevado desempleo que las acompañan— podrían recurrir al producto sostenible como otro indicador que ponga de manifiesto la necesidad de estabilización a través de la política fiscal o monetaria.

En este contexto, un indicador del producto sostenible que incorpore variables financieras puede ser particularmente útil para la formulación de la política macroprudencial. Por ejemplo, si tomar en cuenta las variables financieras lleva a las autoridades a creer que el aumento del crédito y de los precios de la vivienda está asociado a un mayor grado de sobrecalentamiento que el que sugieren los indicadores convencionales basados en la inflación de los precios al consumidor,

Los autores de este recuadro son Helge Berger, Mico Mrkaic, Pau Rabanal y Marzie Taheri Sanjani. El análisis presentado aquí está basado en Berger *et al.* (de próxima publicación).

la política monetaria quizá no sea el instrumento más eficaz para hacer frente al auge. Aunque el aumento de las tasas de interés puede ser beneficioso, también puede resultar perjudicial para el resto de la economía. En ese caso, la adopción de medidas de política macroprudencial más estrictas podría ser aún más útil y, por ende, debe ser la primera opción<sup>1</sup>.

Un filtro multivariado ampliado con variables financieras puede ayudar a identificar episodios de crecimiento especialmente alto o bajo del PIB con pocas probabilidades de durar. Mientras que los indicadores tradicionales se basan únicamente en la relación entre el producto y los precios, estos métodos añaden variables financieras (y de otros tipos); en el modelo utilizado aquí, se añaden las desviaciones del crédito, los precios inmobiliarios y la inflación respecto de sus propias tendencias a largo plazo. El método les permite a los datos expresarse. Si las fluctuaciones amplias del crédito (u otra variable) suelen ir acompañadas de amplias fluctuaciones del producto, las estimaciones del producto sostenible que hace el filtro harán caso omiso de estas últimas al determinar el producto sostenible neutral en términos de finanzas. Sin embargo, si el crédito ofrece escasa información adicional, el modelo producirá resultados acordes con los enfoques tradicionales.

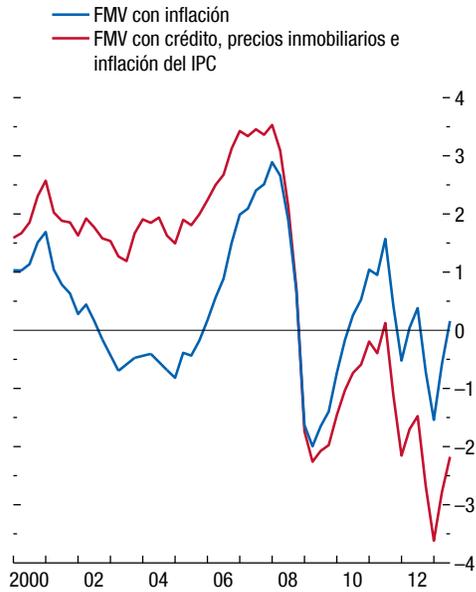
Para que los modelos de filtro multivariado ampliado con variables financieras funcionen y mitiguen el riesgo de interpretar erróneamente los desplazamientos permanentes como desplazamientos pasajeros, es importante excluir las expansiones del crédito relacionadas con fundamentos económicos sólidos (por ejemplo, un nivel más alto de expansión del crédito debido a la profundización financiera). El método utilizado aquí, que es más bien tosco, consiste en restringir la información derivada de las variables financieras al ciclo económico y a frecuencias más altas<sup>2</sup>. Otra dificultad de estos métodos es la de identificar debidamente los episodios de crecimiento insostenible en tiempo real. Al comienzo de una expansión del crédito, es sumamente difícil que las autoridades diagnostiquen si el episodio

<sup>1</sup>Véase, por ejemplo, Benes, Kumhof y Laxton (2014), donde se evalúan las vulnerabilidades asociadas a las expansiones excesivas del crédito y las burbujas de precios de los activos, así como las consecuencias de distintas políticas macroprudenciales. Quint y Rabanal (2014) estudian el papel de políticas macroprudenciales específicas de los países en una unión monetaria.

<sup>2</sup>El método es parecido al de Borio, Disyatat y Juselius (2013), pero difiere en el enfoque de estimación y en el tratamiento de las tendencias a largo plazo. Para más detalles, véase Berger *et al.*, de próxima publicación.

**Recuadro 3.1 (continuación)**

**Gráfico 3.1.1. Brecha del producto de algunas economías de la zona del euro<sup>1</sup>: Filtro multivariado ampliado con variables financieras frente a filtro con inflación solamente**  
(Porcentaje)

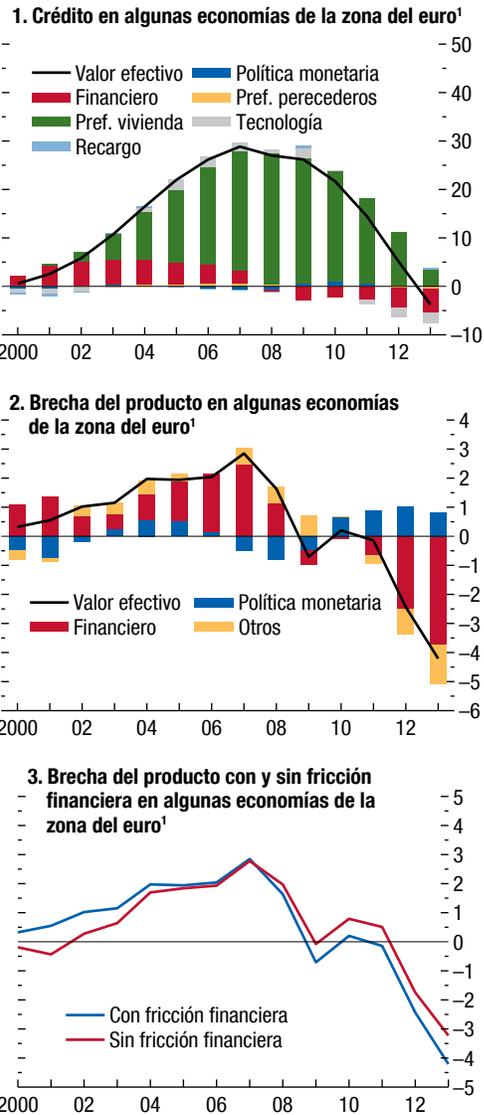


Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.  
Nota: IPC = índice de precios al consumidor; FMV = filtro multivariado.  
<sup>1</sup>Economías de la zona del euro (España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal) con elevados diferenciales de endeudamiento durante la crisis de la deuda soberana de 2010–11.

está vinculado a fundamentos económicos sólidos o si se transformará en un auge insostenible. En la práctica, si bien esta metodología puede sacar a la luz posibles riesgos de futuros ajustes desordenados, la idea es utilizarla como “alarma contra incendios”: cuando la brecha neutral para las finanzas se desvía de una brecha del producto convencional, las autoridades deberían analizar las razones de base para llegar a un diagnóstico más concluyente.

Los resultados del análisis que emplea un filtro multivariado ampliado con variables financieras sugieren que las estimaciones convencionales pueden sobrestimar el producto sostenible durante los auge de crédito y vivienda, y subestimarlos durante los colapsos. Por ejemplo, en el caso de algunas economías de

**Gráfico 3.1.2. Crédito y brechas del producto implícitas en el modelo de equilibrio general dinámico estocástico**  
(Desviación porcentual respecto del potencial, salvo indicación en contrario)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.  
Nota: El crédito está expresado como la desviación porcentual respecto de la tendencia. En el panel 2, “Otros” incluye la preferencia en cuanto a bienes perecederos, la preferencia en cuanto a vivienda, la tecnología y los recargos.  
Pref. = preferencia.  
<sup>1</sup>Economías de la zona del euro (España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal) con elevados diferenciales de endeudamiento durante la crisis de deuda soberana de 2010–11.

**Recuadro 3.1 (continuación)**

la zona del euro que tenían elevados diferenciales de endeudamiento durante la crisis de deuda soberana de 2010–11 (principalmente, España, Grecia e Irlanda), la diferencia entre el producto efectivo y el producto sostenible suele resultar más alta (más baja) que la brecha del producto derivada de la relación de la inflación y el producto durante episodios de fuerte (débil) expansión del crédito si se tiene en cuenta la dinámica crediticia, es decir: la brecha del producto neutral en términos financieros (gráfico 3.1.1).

Se puede emplear un modelo de equilibrio general dinámico estocástico de dos regiones con fricciones financieras al nivel de los hogares y la vivienda para evaluar con mayor profundidad los hallazgos del filtro multivariado ampliado en la zona del euro<sup>3</sup>. El modelo incluye una función explícita para el riesgo de crédito y el apalancamiento. Así, es posible hacer una distinción entre las variaciones del producto sostenible vinculadas a una reducción de la fricción financiera y el crecimiento alimentado por el crédito. Observada a través de la lente del modelo, la introducción del euro condujo a una disminución persistente de las primas de riesgo, redujo la fricción financiera e incrementó tanto el PIB como el producto sostenible en las economías de la zona del euro que tenían elevados diferenciales de endeudamiento durante la crisis de deuda

<sup>3</sup>Para más detalles, véase Rabanal y Taheri Sanjani (de próxima publicación). El estudio se basa en Furlanetto, Gelain y Taheri Sanjani (2014) y en Quint y Rabanal (2014).

soberana de 2010–11 (gráfico 3.1.2). Sin embargo, para mediados de la década de 2000 había echado raíz en esas economías (y sobre todo en España, Grecia e Irlanda) un auge de la vivienda y del crédito que incrementó el PIB efectivo significativamente por encima del producto sostenible. La crisis revirtió el grueso de esta expansión después de 2007, y produjo un aumento de las primas por riesgo-país y riesgo de vivienda, un colapso del crédito y una fuerte contracción del producto.

En términos globales, los datos presentados aquí indican que las variables financieras pueden informar las estimaciones del producto sostenible, pero que esta labor sigue inconclusa. El método del filtro multivariado ampliado permite que los datos se expresen, pero requiere aún numerosas decisiones prácticas que influyen en los hallazgos y que se merecen un estudio más profundo. También sigue siendo difícil identificar el producto sostenible en tiempo real. Aunque los modelos de equilibrio general dinámico estocástico pueden ayudar a decidir qué factores impulsan un producto sostenible y potencial de manera coherente, los supuestos estructurales de base también influyen en los resultados. Por último, se necesita una labor más intensa para vincular de manera más rigurosa las estimaciones del producto sostenible obtenidas con el filtro multivariado ampliado y el concepto de producto potencial con flexibilidad de precios utilizado en los modelos de equilibrio general dinámico estocástico.

### Recuadro 3.2. Efectos de contagio de la productividad total de los factores de Estados Unidos

El aumento de la productividad total de los factores de Estados Unidos —cuyo desarrollo tecnológico está comúnmente considerado como la frontera mundial— entró en baja en 2003, cuando comenzaron a desvanecerse los efectos de crecimiento excepcional generados entre fines de la década de 1990 y principios de la década de 2000 por la tecnología de la información y las comunicaciones como tecnología de utilidad general (Fernald, 2014a). ¿Se contagió la disminución de la productividad total de los factores de Estados Unidos a otras economías avanzadas? A fin de responder esta pregunta, este recuadro utiliza un enfoque novedoso para calcular la productividad total de los factores y hace un análisis empírico de los efectos de contagio transmitidos desde Estados Unidos hacia otras economías avanzadas.

Medir el aumento de la productividad total de los factores no es tarea fácil. Los indicadores típicos suelen estimarse recurriendo al llamado residuo de Solow, o la parte del crecimiento efectivo del producto que no se puede explicar a través del crecimiento de insumos factoriales como el trabajo y el capital. Lamentablemente, estos indicadores basados en el residuo suelen incluir el aprovechamiento no observado de los insumos, que es sumamente procíclico. En consecuencia, un análisis de los efectos de contagio basado en el residuo de Solow probablemente capte comovimientos del ciclo económico, no verdaderos efectos de contagio de la productividad total de los factores. En el análisis presentado en este recuadro, se construye un indicador mejorado de la productividad total de los factores sobre la base del procedimiento propuesto por Basu, Fernald y Kimball (2006) y Fernald (2014a, 2014b) para neutralizar el aprovechamiento no observado del capital y del trabajo<sup>1</sup>. Se construyen series ajustadas de la productividad total de los factores usando datos a nivel de sector en un panel no equilibrado de 16 economías avanzadas en el período 1970–2007<sup>2</sup>.

Los autores de este recuadro son Davide Furceri, Sinem Kilic Celik y Annika Schüncker.

<sup>1</sup>En Basu, Fernald y Kimball (2006) se muestra que el aprovechamiento no observado de los insumos (esfuerzo de la mano de obra y semana de trabajo del capital) puede estar representado por el aprovechamiento observado de los insumos (horas por trabajador).

<sup>2</sup>Los países incluidos son Alemania, Australia, Austria, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, los Países Bajos, Polonia, Portugal, y el Reino Unido, en un período desequilibrado entre 1970 y 2007. Las limitaciones de datos disponibles impiden efectuar un análisis de los últimos años. Las fuentes de datos son EU KLEMS y World KLEMS.

**Cuadro 3.2.1. Propiedades de la productividad total de los factores ajustada, comparada con el residuo de Solow en las economías avanzadas; 1970–2007**

	Residuo de Solow	PTF ajustada según aprovechamiento
Correlación con el crecimiento del producto	0,70	0,34
Correlación con las horas trabajadas	-0,07	-0,15
Correlación con el aprovechamiento de los factores	0,13	-0,39

Fuente: Estimaciones del personal del FMI.

Nota: PTF = productividad total de los factores.

En particular, se estima la siguiente función de producción para cada industria *i* de cada país:

$$dy_{i,t} = \gamma_i dx_{i,t} + \beta_j du_{i,t} + dtfp_{i,t} \quad (3.2.1)$$

donde *dy* es el crecimiento del producto; *dx* es el crecimiento del insumo observado, definido como una combinación lineal del crecimiento del capital, el trabajo y los insumos materiales; *du* es el crecimiento de los insumos no observados medido en función de las horas trabajadas; y *dtfp* es el aumento de la productividad total de los factores<sup>3</sup>.

A continuación, el indicador agregado de la productividad total de los factores se calcula como la diferencia entre el residuo de Solow agregado y el indicador agregado de aprovechamiento<sup>4</sup>:

$$dtfp = dtfp_{solow} - du. \quad (3.2.2)$$

Como se explica en Basu, Fernald y Kimball 2006, el indicador ajustado de la productividad total de los factores tiene tres características notables en comparación con el residuo de Solow simple: 1) existe un comovimiento contemporáneo limitado entre el

<sup>3</sup>Específicamente, el crecimiento del insumo observado se calcula como  $dx_{i,t} = s_{Li} dl_i + s_{Kt} dk_i + s_{Mt} dm_i$ , donde *dl*, *dk* y *dm* son el aumento del empleo, el capital y el insumo material, respectivamente, y *s<sub>A</sub>* es la relación pagos al insumo *A*/costo total.

Las industrias se agrupan en tres sectores principales: manufacturas perezosas, manufacturas no perezosas y no manufacturas.

<sup>4</sup>El residuo agregado de Solow y el aprovechamiento de los insumos se calculan como  $dtfp_{solow} = \sum_i \frac{w_i}{(1 - sm_i)} (dy_i - dx_i)$  y  $du = \sum_i \frac{w_i}{(1 - sm_i)} \gamma_i dtfp_i$ , donde *w<sub>i</sub>* es la cuota de valor agregado de cada industria dentro del producto agregado.

**Recuadro 3.2 (continuación)**

producto y el aumento de la productividad total de los factores ajustada, 2) las horas trabajadas exhiben una correlación más negativa con el indicador ajustado de la productividad total de los factores y 3) el aprovechamiento estimado de los factores exhibe una correlación negativa con el indicador ajustado de la productividad total de los factores (cuadro 3.2.1).

Para evaluar los efectos de contagio de la productividad total de los factores, se emplean dos especificaciones econométricas. La primera establece si los shocks de la productividad total de los factores de Estados Unidos afectan sustancialmente a la productividad total de los factores de otras economías avanzadas, y se estima de la siguiente manera:

$$\begin{aligned}
 tfp_{i,t+k} - tfp_{i,t-1} \\
 = \alpha_i + \beta_k dtfp_{US,t} + \delta(L) dtfp_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (3.2.3)
 \end{aligned}$$

donde  $tfp$  es el logaritmo del indicador ajustado de la productividad total de los factores,  $\alpha_i$  son efectos fijos por país y  $dtfp$  es la tasa de aumento de la productividad total de los factores ajustada. El coeficiente mide el efecto de contagio de una variación de 1% del aumento de la productividad total de los factores ajustada de Estados Unidos.

La segunda especificación evalúa los canales de transmisión de los efectos de contagio permitiendo que la respuesta varíe según las características específicas de cada país y la solidez de los vínculos comerciales entre cada país y Estados Unidos, y se estima de la siguiente manera:

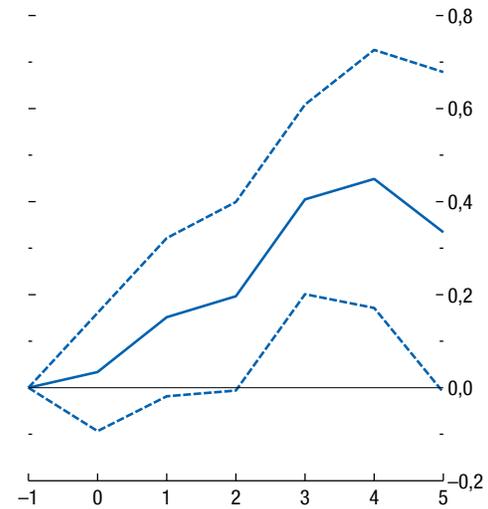
$$\begin{aligned}
 tfp_{i,t+k} - tfp_{i,t-1} = \alpha_i + \gamma_t + \beta_k dtfp_{US,t} \bar{X}_{i-US} \\
 + \delta(L) dtfp_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (3.2.4)
 \end{aligned}$$

donde  $\gamma_t$  son efectos fijos temporales;  $\bar{X}_{i-US}$  son características específicas de cada país, incluida la distancia relativa que separa al país de la frontera tecnológica —definida como la brecha entre la productividad total de los factores del país y la de Estados Unidos— y su apertura comercial y financiera respecto de Estados Unidos<sup>5</sup>.

Los resultados sugieren que las variaciones del aumento de la productividad total de los factores de Estados Unidos tienden a contagiarse a otras economías avanzadas. En particular, las estimaciones econométricas implican que una variación (un shock) de

<sup>5</sup>Los estudios en general muestran que estas variables son canales de transmisión críticos (por ejemplo, Coe y Helpman 1995; Coe, Helpman y Hoffmaister 2009; Rondeau y Pommier 2012).

**Gráfico 3.2.1. Efectos de contagio de la productividad total de los factores de Estados Unidos en otras economías avanzadas**  
(Puntos porcentuales; años en el eje de la abscisa)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.  
Nota:  $t = 0$  es el año del shock. Las líneas punteadas denotan intervalos de confianza de 90%. Las funciones impulso-respuesta se estiman utilizando la proyección local y la corrección de sesgo según Teulings y Zubanov (2014), con una muestra desequilibrada entre 1970 y 2007.

1% del aumento de la productividad total de los factores de Estados Unidos produce un incremento de 0,4 puntos porcentuales del crecimiento de la productividad total de los factores de otras economías avanzadas a mediano plazo (gráfico 3.2.1), y que el efecto alcanza su máximo cuatro años después del shock<sup>6</sup>.

Los resultados también indican que los efectos de contagio de la productividad total de los factores son más fuertes en los países con mayor inversión extranjera directa (IED) procedente de Estados Unidos y en los países más tecnológicamente alejados de Estados Unidos

<sup>6</sup>Como prueba de robustez, y para desenmarañar los efectos de contagio provocados por el crecimiento de la productividad total de los factores de Estados Unidos de los efectos asociados a los factores mundiales que influyen en el crecimiento de la productividad total de los factores a nivel mundial, se incluye en el análisis el promedio de la productividad total de los factores a nivel mundial (excluido Estados Unidos). Los resultados, que no se presentan aquí, son cualitativamente parecidos y no son estadísticamente diferentes de los consignados en el gráfico 3.2.1.

### Recuadro 3.2 (continuación)

**Cuadro 3.2.2. Canales de transmisión**

Vínculos	(1)	(2)	(3)
IED a Estados Unidos	0,02*** (3,18)		0,03*** (3,29)
Brecha de la PTF respecto de Estados Unidos		0,01* (1,92)	0,01*** (4,04)
$R^2$	0,18	0,19	0,19
Número de observaciones	365	365	365
IED: Diferencial de la PTF (puntos porcentuales)	0,09		0,14
Brecha de la PTF: Diferencial de la PTF (puntos porcentuales)		0,13	0,13

Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Estadísticas *t* entre paréntesis. Los errores estándar resisten la heterocedasticidad y la correlación serial dentro de los paneles. Todas las regresiones incluyen efectos fijos temporales y por país. El diferencial de la PTF (en puntos porcentuales) mide el efecto que produce en la PTF el shock de la variable examinada en un país al nivel del percentil 75 comparado con un país al nivel del percentil 25. IED = inversión extranjera directa; PTF = productividad total de los factores. \*  $p < 0,10$ ; \*\*\*  $p < 0,01$ .

(cuadro 3.2.2)<sup>7</sup>. En particular, la intensificación del crecimiento de la productividad total de los factores en un país que tiene vínculos relativamente fuertes con Estados Unidos medidos según los flujos de IED (en el percentil 75) es alrededor de 0,09–0,14

<sup>7</sup>La apertura se mide en términos de la IED (IED de Estados Unidos recibida por un país como porcentaje de la salida total de IED de Estados Unidos), y la distancia con la frontera tecnológica, en términos de la brecha de la productividad total de los factores respecto de Estados Unidos  $((dtp_{i,t} - dtp_{US,t}) / dtp_{US,t})$ .

puntos porcentuales mayor que en un país con vínculos relativamente débiles (en el percentil 25). El diferencial del efecto de contagio en un país tecnológicamente más alejado de Estados Unidos (en el percentil 75) en comparación con un país menos alejado (en el percentil 25) ronda 0,13 puntos porcentuales. Otras variables, como la apertura comercial, la acumulación de capital humano, el saldo de la IED y el gasto en investigación y desarrollo como proporción del PIB, no tienen efectos estadísticamente significativos.

**Recuadro 3.3. Aumento de la productividad total de los factores en las economías avanzadas: Análisis de los patrones sectoriales**

Los patrones de crecimiento de la productividad total de los factores a nivel agregado (de toda la economía) pueden ser indicativos de cambios estructurales, un ritmo decreciente de innovación específica de cada sector y el impacto cada vez menos intenso de reformas pasadas. Este recuadro examina los patrones sectoriales del crecimiento de la productividad total de los factores para evaluar los factores que impulsan el desempeño agregado en los años de gestación de la crisis financiera internacional.

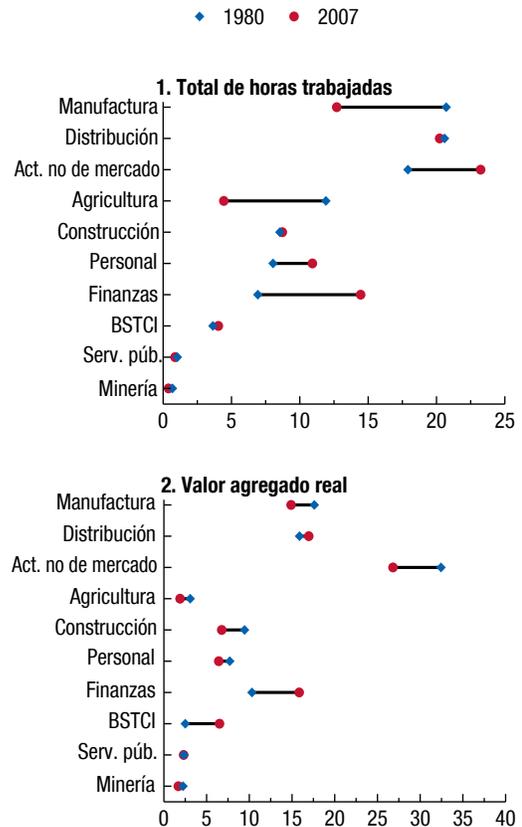
Las tres décadas que precedieron a la crisis muestran la reasignación continua de factores hasta entonces dedicados a la agricultura y la manufactura y ahora volcados al sector de los servicios: de hecho, para 2007, más de 75% del empleo (medido en función de las horas trabajadas) de las economías avanzadas estaba concentrado en el sector de los servicios (gráfico 3.3.1). Esta tendencia reflejó el cambio tecnológico ocurrido dentro de las industrias, los cambios de la demanda interna y el comercio internacional que impulsaron un proceso de transformación estructural en el cual la mano de obra, el capital y los insumos intermedios se reorientaron hacia los servicios (Herrendorf, Rogerson y Valentiny, 2013). La cuota de mano de obra bajó en los sectores de rápido crecimiento como la manufactura y los bienes y servicios de la tecnología de la información y las comunicaciones (TIC), y aumentó en los sectores de crecimiento más lento como las finanzas, los servicios personales (por ejemplo, hoteles y restaurantes), los servicios no de mercado (por ejemplo, administración pública, salud y educación) y la construcción. Esta transformación estructural también enfrió el crecimiento de la productividad total de los factores a nivel de toda la economía: en muchos sectores de servicios el crecimiento de la productividad es mucho menor que en el resto de la economía, debido al margen limitado para la innovación y el cambio técnico (Baumol, Blackman y Wolff, 1985) (gráfico 3.3.2, paneles 1 y 2). De hecho, la reasignación sectorial contribuyó a una reducción de la productividad total de los factores a nivel de toda la economía de alrededor de 0,11 en 1990–2007 (gráfico 3.3.2, panel 3)<sup>1</sup>.

Los autores de este recuadro son Era Dabla-Norris y Kevin Wiseman. El análisis se basa en Dabla-Norris *et al.* (de próxima publicación).

<sup>1</sup>La contribución de la reasignación sectorial a la productividad total de los factores se estima desagregando el crecimiento de la productividad total de los factores en cambios de la produc-

**Gráfico 3.3.1. Empleo y valor agregado; 1980–2007**

(Porcentaje; ponderación según la PPA)



Fuentes: EU KLEMS, World KLEMS y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: BSTCI = bienes y servicios de tecnología de la información y comunicaciones; PPA = paridad de poder adquisitivo.

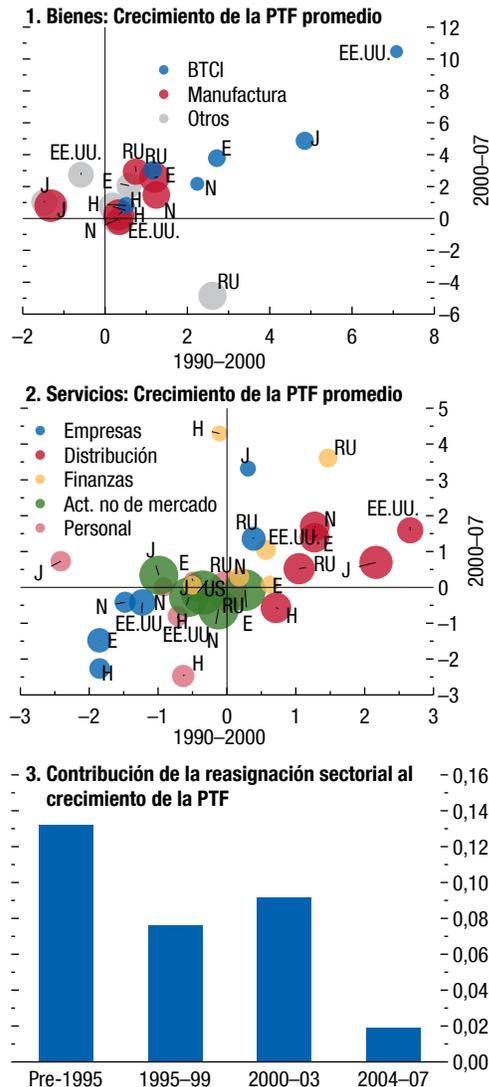
tividad total de los factores *entre y dentro* de sectores, aplicando la metodología de McMillan y Rodrik (2011) y utilizando la siguiente especificación:

$$tfp_t - tfp_{t-1} = \sum_i \omega_{i,t-1} (tfp_{i,t} - tfp_{i,t-1}) + \sum_i tfp_{i,t} (\omega_{i,t} - \omega_{i,t-1}),$$

donde  $tfp$  y  $tfp_i$  se refieren a la productividad total de los factores a nivel de toda la economía y de los distintos sectores, respectivamente, y  $\omega_i$  es la cuota de valor agregado del sector  $i$  dentro del producto agregado. La contribución de la reasignación sectorial se mide como los cambios de la productividad total de los factores *entre* sectores, lo cual corresponde al segundo término de la ecuación.

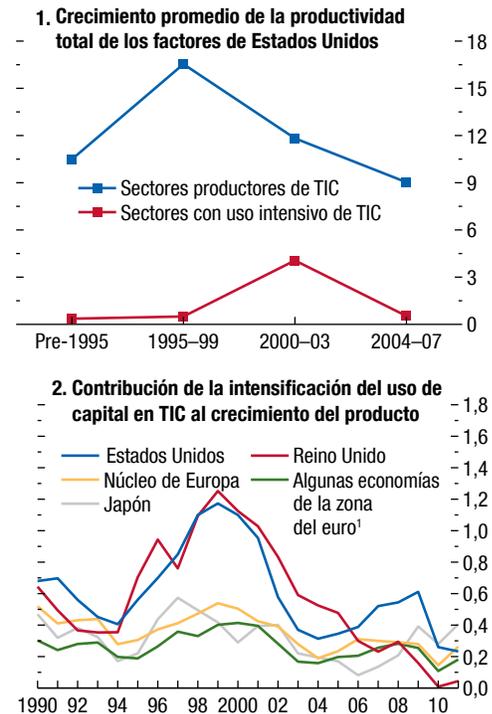
Recuadro 3.3 (continuación)

**Gráfico 3.3.2. Crecimiento de la productividad total de los factores en los sectores de bienes y servicios de algunos grupos de países**  
(Porcentaje; ponderación según la PPA)



Fuentes: EU KLEMS; World KLEMS; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: El tamaño de la burbuja denota la cuota sectorial del valor agregado. En el panel 1, "Otros" se refiere a los sectores de agricultura, servicios públicos, construcción y minería. BICI = bienes de la tecnología de la información y las comunicaciones; E = núcleo de Europa; EE.UU. = Estados Unidos; H = economías 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; J = Japón; N = productores de recursos naturales; PPA = paridad de poder adquisitivo; PTF = productividad total de los factores; RU = Reino Unido.

**Gráfico 3.3.3. Tecnología de la información y las comunicaciones: Aumento de la productividad y efectos de contagio**  
(Porcentaje)



Fuentes: Corrado *et al.* (2012); Fernald (2014a); Research Institute of Economy, Trade and Industry, base de datos de la productividad industrial de Japón, y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: TIC = tecnología de la información y las comunicaciones. <sup>1</sup>Economías 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.

Durante la década de 1990 y a comienzos de la década de 2000, los bienes y servicios del sector de la TIC constituyeron un foco de dinamismo especialmente fuerte en un contexto poco alentador caracterizado por la reducción del crecimiento de la productividad total de los factores. De hecho, la explosión del crecimiento de la productividad total de los factores registrada en los sectores estadounidenses productores de TIC se contagió a los sectores con uso intensivo de TIC, lo cual aceleró la profundización del capital destinado a la TIC e incrementó también la productividad total de los factores de dichos sectores

**Recuadro 3.3 (continuación)**

(Fernald 2014a, 2014b). Sin embargo, entre comienzos y mediados de la década de 2000, el elevado crecimiento de la productividad total de los factores de la producción de TIC pareció haberse agotado. La profundización del capital y la producción del sector experimentaron una marcada caída durante los años previos a la crisis financiera internacional, y lo mismo ocurrió con el crecimiento de la productividad total de los factores de los sectores con uso intensivo de la TIC, aunque con una ligera demora (gráfico 3.3.3). Esta dinámica quizás explique en parte la desaceleración estimada del crecimiento de la productividad total de los factores de Estados Unidos en los años de gestación de la crisis. En otras economías avanzadas, la profundización del capital dedicado a la TIC desempeñó un papel menor, pero la dinámica y las fechas fueron similares, con un aumento comparable durante la década de 1990, seguido de una desaceleración.

Los datos recabados sobre el sector de la distribución, que ha experimentado la tasa más alta de crecimiento de la productividad total de los factores dentro de los sectores de los servicios, respalda esta apreciación. Los avances acumulados de la TIC se difundieron a lo largo y a lo ancho del sector, y el ascenso de empresas como Walmart y Amazon (Lewis 2005) fue un catalizador para el fuerte crecimiento de la productividad sectorial. Algunos analistas han señalado que estos avances ya habían sido explotados en gran medida para la década de 2000, antes de que estallara la crisis, y que el crecimiento de la productividad dentro del sector de la distribución se estaba enfriando en las economías avanzadas (gráfico 3.3.2, panel 2). Las pérdidas de crecimiento de la productividad quedaron compensadas en parte por las ganancias de sectores “eufóricos”, como el financiero, en algunas economías; la perdurabilidad de estos sectores después de la crisis queda por verse.

### Recuadro 3.4. Efectos de las crisis financieras en la productividad de la mano de obra: El papel de la reasignación sectorial

Las crisis financieras pueden afectar a la productividad de la mano de obra a nivel de toda la economía de dos maneras: 1) a través de su impacto en la productividad de la mano de obra dentro de cada sector económico, y 2) provocando reasignaciones sectoriales de la mano de obra. El efecto de las crisis financieras transmitido a través del segundo canal (reasignación sectorial) es ambiguo, dado que la mano de obra puede reasignarse entre diversos sectores de alta y baja productividad, con un efecto neto poco claro en la productividad agregada de la mano de obra.

Este recuadro examina empíricamente el efecto de las crisis financieras en la productividad de la mano de obra estimando el papel de cada uno de estos dos canales de transmisión. Dado que la limitada disponibilidad de datos no permite examinar el funcionamiento de estos canales durante la crisis financiera internacional, el análisis presentado aquí se basa en crisis financieras anteriores.

El método utilizado para descomponer la productividad agregada en efectos de productividad *dentro* de los sectores y *entre* los sectores se basa en la metodología propuesta por McMillan y Rodrik (2011):

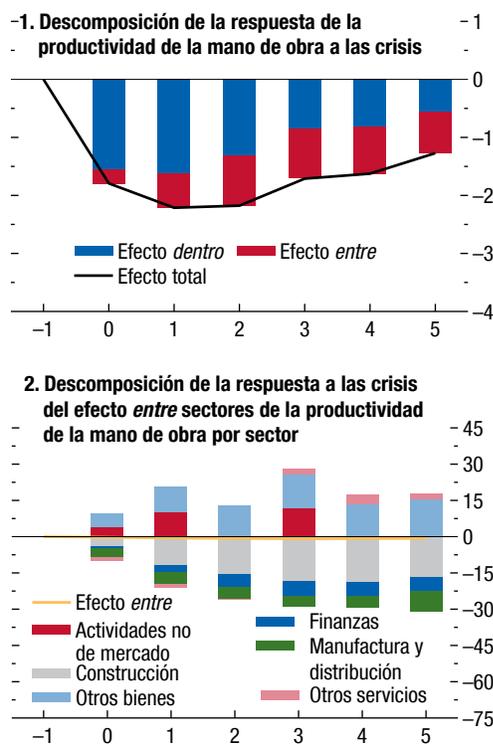
$$y_{t+k} - y_{t-1} = \sum_{i=1}^I \omega_{i,t-1} (y_{i,t+k} - y_{i,t-1}) + \sum_{i=1}^I y_{i,t+k} (\omega_{i,t+k} - \omega_{i,t-1}), \quad (3.4.1)$$

donde  $y_t$  y  $y_{i,t}$  se refieren a la productividad laboral a nivel de la economía y de los sectores, respectivamente, y  $\omega_{i,t}$  es la cuota de empleo en el sector  $i$ . El primer término de la descomposición es la suma ponderada del crecimiento de la productividad dentro de cada sector, cuyas ponderaciones son la cuota de empleo de cada sector en el momento  $t$ . Este término capta el componente del crecimiento de la productividad *dentro* del sector. El segundo término es la parte de la productividad de la mano de obra resultante de la reasignación de recursos entre diferentes sectores y capta el componente del crecimiento de la productividad *entre* sectores.

El análisis aplica el método propuesto por Jordà (2005) al seguir la evolución del crecimiento de la productividad tras una crisis financiera. Neutraliza tendencias previas a la crisis, factores comunes que influyen en la evolución del crecimiento de la productividad tras la crisis, y el crecimiento rezagado de la productividad. En particular, estima la siguiente especificación econométrica:

El autor de este recuadro es Juan Yépez Albornoz.

**Gráfico 3.4.1. Respuesta de la productividad de la mano de obra a las crisis**  
(Porcentaje; años en el eje de la abscisa)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.  
Nota:  $t = 0$  es el año del shock.

$$x_{i,t+k} - x_{i,t-1} = \alpha_c^k + \gamma_t^k + \sum_{j=1}^2 \delta_j^k \Delta y_{t-j} + \beta_k D_t + \sum_{j=1}^2 \theta_j^k D_{t-j} + \sum_{j=0}^{k-1} \rho_j^k D_{t+k-j} + \varepsilon_{i,t+k}^k \quad (3.4.2)$$

donde  $x_{i,t}$  denota el efecto del crecimiento sectorial de la productividad *dentro* del sector  $i$  o *entre* sectores en el momento  $t$ ;  $y$  es el crecimiento de la productividad a nivel de la economía;  $D$  es una variable ficticia de la crisis que asume el valor 1 en los años de crisis, de acuerdo con Laeven y Valencia (2014); y  $\alpha_c$  y  $\gamma_t$  son efectos fijos por país y temporales, respectivamente. La especificación econométrica también neutraliza los efectos rezagados de las crisis e incluye la corrección de sesgo sugerida en Teulings y Zubanov (2014).

**Recuadro 3.4 (continuación)**

Se estima la ecuación (3.4.2) para ocho sectores de 24 economías avanzadas en 1970–2007 con  $k = 0, \dots, 5$ . Las estimaciones econométricas implican que las crisis financieras por lo general tienen un efecto negativo estadísticamente significativo en la productividad de la mano de obra (gráfico 3.4.1, panel 1). Se estima, específicamente, que la productividad de la mano de obra disminuyó de inmediato alrededor de 2%, en promedio, y se mantuvo en torno a 1½% por debajo de la tasa previa a la crisis cinco años después de la misma. La reasignación sectorial (el efecto *entre* sectores) explica alrededor de la mitad de la disminución a mediano plazo de la productividad de la mano de obra. Esto se debe a que la mano de obra

desplazada en sectores relativamente muy productivos —como la manufactura y las finanzas, y en menor medida la construcción— tiende a moverse hacia sectores de baja productividad, como los servicios personales y los servicios no de mercado (gráfico 3.4.1, panel 2).

Estos resultados coinciden con las observaciones empíricas de otros estudios (por ejemplo, Aaronson, Rissman y Sullivan 2004), que sugieren que las finanzas y la manufactura tienden a contraerse más que otros sectores durante las desaceleraciones, en tanto que el empleo en el ámbito de los servicios no de mercado tiende a resistir mejor los cambios de la actividad económica (por ejemplo, Kopelman y Rosen, 2014).

### Recuadro 3.5. Efectos de las reformas estructurales en la productividad total de los factores

Este recuadro examina el impacto de las reformas estructurales en la productividad total de los factores a nivel sectorial. Se basa en el marco conceptual de la “distancia con la frontera tecnológica” (Aghion y Howitt 2006, 2009; Acemoglu, Zilibotti y Aghion, 2006) y evalúa empíricamente la importancia relativa de una variedad de factores estructurales y de políticas en diferentes industrias y países. De acuerdo con este marco, el conjunto de políticas encaminadas a sustentar el crecimiento de la productividad en diferentes industrias y sectores puede variar en función de la distancia que separa a la industria o al sector de la frontera tecnológica.

Para evaluar el efecto de las reformas estructurales en la productividad total de los factores, se utilizan dos especificaciones econométricas. La primera establece si la variación de los indicadores estructurales tiene un impacto sustancial en la productividad total de los factores y si ese impacto depende de la distancia con la frontera tecnológica. Esta especificación neutraliza las características particulares de los países y las industrias y los factores comunes que influyen en la productividad total de los factores, así como la brecha de la productividad total de los factores con respecto a la “frontera mundial”, definida como el nivel más alto de productividad total de los factores en una industria en particular en un año determinado<sup>1</sup>.

Los autores de este recuadro son Minsuk Kim y Aleksandra Zdzienicka. El análisis presentado aquí se basa en Dabla-Norris *et al.* (de próxima publicación).

<sup>1</sup>En particular, la especificación econométrica se estima de la siguiente manera:

$$\begin{aligned} \Delta y_{ijt} = & \beta_0 + \beta_1 \Delta y_{Ljt} + \beta_2 (y_{ijt-1} - y_{Ljt-1}) + \beta_k \sum_k X_{ijt-1}^k \\ & + \beta_l \sum_k X_{ijt-1}^l (y_{ijt-1} - y_{Ljt-1}) + \alpha_1 D_i + \alpha_2 D_j \\ & + \alpha_3 D_t + \varepsilon_{ijt} \end{aligned}$$

donde los subíndices  $i, j$  y  $t$  denotan país, industria y año, respectivamente; el subíndice  $L$  denota el país con el nivel más alto de productividad total de los factores en la industria  $j$  en un año determinado  $t$  (la frontera mundial); y  $\Delta y_{ijt}$  es el crecimiento de la productividad total de los factores, sometido a regresión con las siguientes variables explicativas: 1) el crecimiento de la productividad total de los factores en la frontera mundial ( $\Delta y_{Ljt}$ ); 2) la brecha del nivel de la productividad total de los factores con respecto a la frontera mundial, medida como  $(y_{ijt-1} - y_{Ljt-1})$ ; 3) un conjunto de variables estructurales y de política ( $X_{ijt-1}^k$ ) y los términos de interacción con la brecha de la productividad total de los factores; y 4) variables ficticias correspondientes a país, industria y año. Para más detalles, véase Dabla-Norris *et al.* (de próxima publicación).

Como las reformas de política y los shocks estructurales pueden acarrear costos de ajuste, particularmente cuando la demanda es débil, es útil evaluar el impacto en la productividad *a lo largo del tiempo*. Por lo tanto, la segunda especificación se centra en evaluar el impacto dinámico (a corto y a mediano plazo) de los shocks estructurales —identificados como episodios de gran cambio de los indicadores estructurales— en la productividad total de los factores<sup>2</sup>. El análisis se basa en el método propuesto por Jordà (2005) y traza la evolución de la respuesta de la productividad total de los factores tras estas reformas. Para ello, neutraliza las tendencias previas a la crisis y las características específicas de los países y las industrias, así como los factores comunes que influyen en la evolución de la productividad total de los factores tras las reformas<sup>3</sup>. En ambas especificaciones, la muestra está integrada por datos anuales a nivel de industria de EU KLEMS, que abarca 23 industrias de mercado en 11 economías avanzadas durante el período 1970–2007.

Este recuadro examina cómo afectan las regulaciones institucionales, laborales y de productos a la eficiencia y la convergencia con la frontera<sup>4</sup>, un aspecto importante porque la adopción de regulaciones más estrictas podría restringir el crecimiento de la productividad total de

<sup>2</sup>Para más detalles, véase Dabla-Norris *et al.* (de próxima publicación). Además, los aumentos globales de la productividad probablemente dependan de la magnitud de las reformas y los shocks estructurales.

<sup>3</sup>En particular, la especificación econométrica se estima de la siguiente manera:

$$\begin{aligned} \ln \hat{p}_{i,j,t+k} - \ln \hat{p}_{i,j,t} = & \beta_0^k + \beta_1^k S_{i,j,t} + \beta_2^k S_{i,j,t} \ln \hat{p}gap_{i,j,t} + \beta_3^k \ln \hat{p}gap_{i,j,t} \\ & + \beta_4^k \Delta \ln \hat{p}_{L,j,t} + \beta_5^k X_{it} + \alpha_1^k D_i + \alpha_2^k D_j \\ & + \alpha_3^k D_t + \varepsilon_{i,j,t}^k \end{aligned}$$

donde  $\ln \hat{p}_{ijt}$  es el logaritmo del valor real de la productividad total de los factores en el país  $i$ , la industria  $j$  y el año  $t$  y  $S_{ijt}$  denota variables ficticias correspondientes a reformas; el logaritmo del valor real de la productividad total de los factores en la industria de frontera  $j$  y la brecha tecnológica con respecto a la frontera se indican mediante  $\ln \hat{p}_{Ljt}$  y  $\ln \hat{p}gap_{ijt}$ , respectivamente;  $D_i$ ,  $D_j$  y  $D_t$  son variables ficticias correspondientes a país, industria y tiempo, respectivamente;  $X_{it}$  es un conjunto de variables de control, incluidas variables ficticias correspondientes a recesiones y crisis financieras y crecimiento del PIB; y los coeficientes estimados  $\beta_1$  y  $\beta_2$  captan efectos condicionales e incondicionales (dadas las brechas tecnológicas) de la reforma en el horizonte  $k$ . Para más detalles, véase Dabla-Norris *et al.* (de próxima publicación).

<sup>4</sup>Ambas variables están tomadas de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (indicador Regimpact e índice de legislación sobre protección laboral).

## Recuadro 3.5 (continuación)

Cuadro 3.5.1. Impacto de las fricciones de los mercados de los productos y del trabajo en el crecimiento de la productividad total de los factores

	Todas las industrias		Manufactura (3)	Vinculadas a la TIC <sup>1</sup> (4)	Servicios (5)
	(1)	(2)			
Variable dependiente: Tasa anual de crecimiento de la PTF (porcentaje)					
Tasa de crecimiento de la PTF en la frontera	0,053 (0,014)***	0,052 (0,014)***	0,115 (0,031)***	0,025 (0,013)*	0,013 (0,011)
Brecha de la PTF respecto de la frontera	-0,110 (0,023)***	-0,099 (0,027)***	-0,093 (0,037)**	-0,053 (0,029)*	-0,060 (0,026)**
Regulación del mercado de productos	0,717 (0,460)	0,945 (0,516)*	0,892 (0,786)	-0,199 (0,776)	-1,315 (0,445)***
Regulación del mercado del trabajo	0,825 (0,569)	0,645 (0,624)	0,895 (0,954)	0,395 (0,814)	0,451 (0,640)
Regulación del mercado de productos X brecha de la PTF		0,006 (0,007)	-0,006 (0,008)	-0,010 (0,010)	-0,017 (0,005)***
Regulación del mercado del trabajo X brecha de la PTF		-0,008 (0,008)	-0,007 (0,012)	-0,014 (0,011)	-0,012 (0,011)
Regulación del mercado de productos X variable ficticia de manufactura	-0,638 (0,424)	-1,255 (0,536)**			
Regulación del mercado de productos X variable ficticia de servicios	-0,537 (0,192)***	-1,461 (0,366)***			
Regulación del mercado de productos X brecha de la PTF X variable ficticia de manufactura		-0,014 (0,012)			
Regulación del mercado de productos X brecha de la PTF X variable ficticia de servicios		-0,021 (0,007)***			
Número de observaciones	4.646	4.646	2.424	1.616	1.414
R <sup>2</sup> ajustada	0,20	0,20	0,24	0,29	0,21

Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Los valores *p* se indican entre paréntesis. TIC = tecnología de la información y las comunicaciones; PTF = productividad total de los factores.<sup>1</sup>Industrias con producción intensa de TIC.\**p* < 0,10; \*\**p* < 0,05; \*\*\**p* < 0,01.

los factores al obstaculizar una reasignación eficiente de los recursos entre plantas, empresas e industrias. Las regresiones también incluyen otros factores específicos de industrias que impulsan la expansión de la frontera tecnológica y facilitan la adopción de tecnología, como educación (cuota de la mano de obra altamente calificada dentro de la mano de obra total), innovación (gasto en investigación y desarrollo [I&D] como cuota del valor agregado de la industria) y uso de la tecnología de la información y las comunicaciones (TIC) (cuota de capital dedicado a la TIC dentro del capital total), todos tomados del conjunto de datos de EU KLEMS.

Las estimaciones econométricas obtenidas con la primera especificación señalan que una menor regulación de los mercados de productos y un uso más intenso de la mano de obra altamente calificada y los insumos de

capital de la TIC, así como un aumento del gasto en actividades de I&D, contribuyen de manera positiva y con significancia estadística a la productividad total de los factores (cuadros 3.5.1 y 3.5.2). Los efectos varían según el sector, y suelen ser más intensos cuanto más cerca se encuentre este último de la frontera tecnológica. Por ejemplo, la desregulación del mercado de los productos tiene efectos de productividad totales positivos más fuertes en el sector de los servicios, pero la mano de obra altamente calificada y el gasto en I&D tienen el efecto más enérgico en los sectores vinculados a la TIC. Para expresar estos resultados en términos económicos y dar un ejemplo concreto, las estimaciones sugieren que si Austria redujera las regulaciones del sector de los servicios para hacerlas acordes con las de los Países Bajos, el aumento promedio del crecimiento de la productividad

**Recuadro 3.5 (continuación)**
**Cuadro 3.5.2. Impacto de la tecnología de la información y las comunicaciones, del capital humano y de la investigación y desarrollo**

	Todas las industrias		Manufactura	Vinculadas a	Servicios
	(1)	(2)		la TIC <sup>1</sup>	
Variable dependiente: Tasa anual de crecimiento de la PTF (porcentaje)					
Tasa de crecimiento de la PTF en la frontera	0,043 (0,013)***	0,046 (0,013)***	0,089 (0,030)***	0,028 (0,016)*	0,005 (0,012)
Brecha de la PTF respecto de la frontera	-0,008 (0,005)	-0,026 (0,007)***	-0,043 (0,010)***	-0,076 (0,016)***	-0,038 (0,014)***
Capital TIC	0,024 (0,014)**	0,023 (0,022)	0,146 (0,053)***	0,000 (0,037)	-0,063 (0,037)*
Mano de obra altamente calificada	0,047 (0,024)*	0,120 (0,028)***	0,077 (0,053)	0,183 (0,041)***	0,236 (0,057)***
Gasto en I&D	0,084 (0,048)*	0,195 (0,056)***	0,100 (0,082)	0,480 (0,119)***	0,387 (0,731)
Capital TIC		0,000	0,002	0,000	-0,002
X brecha de la PTF		(0,000)	(0,001)**	(0,001)	(0,001)**
Mano de obra altamente calificada		0,002	0,002	0,003	0,003
X brecha de la PTF		(0,001)***	(0,001)	(0,001)***	(0,001)***
Gasto en I&D		0,002	0,001	0,006	0,013
X brecha de la PTF		(0,001)	(0,001)	(0,002)***	(0,013)
Número de observaciones	2.685	2.685	1.707	849	487
R <sup>2</sup> ajustada	0,11	0,11	0,15	0,21	0,24

Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Los valores  $p$  se indican entre paréntesis. TIC = tecnología de la información y las comunicaciones; I&D = investigación y desarrollo; PTF = productividad total de los factores.

<sup>1</sup>Industrias con producción intensa de TIC.

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

total de los factores en todas las industrias podría ser de 0,2 puntos porcentuales al año, y de alrededor de 0,6 puntos porcentuales en el sector de los servicios. Por el contrario, la regulación del mercado laboral no tiene efectos estadísticamente significativos en la productividad total de los factores, posiblemente debido a la dificultad de medir el grado de flexibilidad del mercado laboral de los distintos países. Finalmente, los resultados de la primera especificación apuntan a efectos de contagio del conocimiento que realzan la productividad, originados en la frontera (captados por el coeficiente de crecimiento de la productividad total de los factores en la frontera) y un efecto de convergencia en los países “seguidores” (medido por el coeficiente de la brecha de la productividad total de los factores).

Las estimaciones econométricas de la segunda especificación confirman los resultados presentados en los cuadros 3.5.1 y 3.5.2, e indican que las reformas suelen estar asociadas a un aumento de la productividad total de los factores tanto a corto como a mediano plazo (gráfico 3.5.1). En términos globales, los resultados

apuntan a un aumento acumulativo a mediano plazo de los niveles promedio de la productividad total de los factores en las distintas industrias tras la implementación de reformas clave; el efecto depende de la reforma en cuestión<sup>5</sup>. Los aumentos más marcados de la productividad total de los factores están vinculados al incremento del capital dedicado a la TIC y la I&D. Los resultados también sugieren que un aumento del capital destinado a infraestructura tiene un impacto positivo en la productividad a más largo plazo. Esto es resultado de las economías de escala, la existencia de externalidades de red y mecanismos que promueven la competencia.

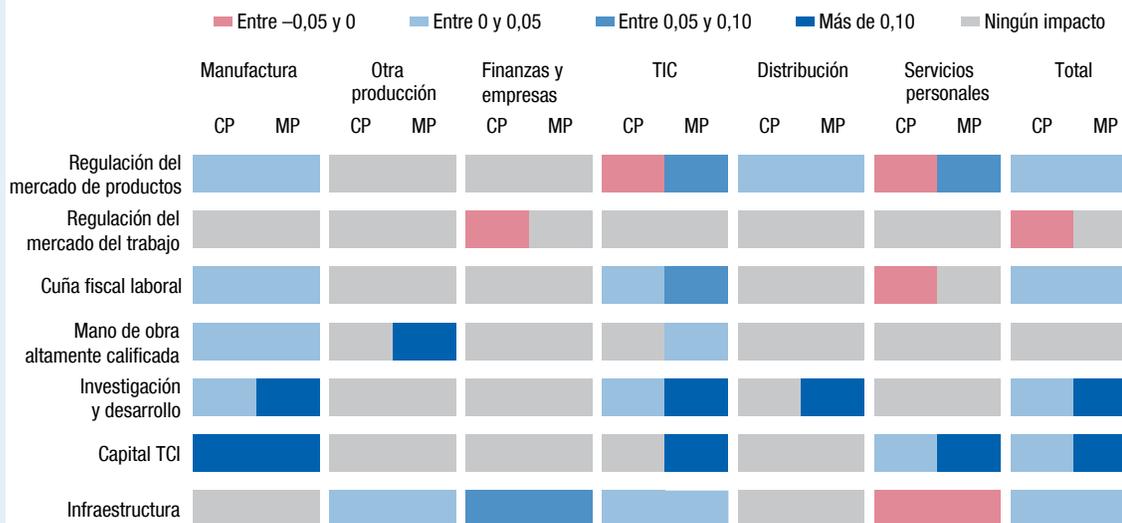
Los efectos varían según el sector y la reforma. Por ejemplo, el aumento de la productividad total de los factores asociado a la liberalización del mercado de los productos es especialmente pronunciado en el ámbito de la TIC, los servicios personales y los

<sup>5</sup>Estos aumentos representan 0,05 a 2 desviaciones estándar de la variación quinquenal acumulada promedio del nivel de la productividad total de los factores de la muestra.

Recuadro 3.5 (continuación)

**Gráfico 3.5.1. Impacto a corto y a mediano plazo de las reformas estructurales en el crecimiento de la productividad total de los factores**

(Porcentaje; brecha tecnológica promedio)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: "Otra producción" incluye agricultura, silvicultura, pesca, minería, excavación e industrias vinculadas a la electricidad, el gas y el agua. CP = corto plazo (tres años); MP = mediano plazo (cinco años); TIC = tecnología de la información y las comunicaciones.

servicios de finanzas y empresas, pero el aumento del gasto en I&D y las reformas educativas producen efectos más grandes en los sectores de la manufactura y la TIC.

El impacto de las reformas también depende de las condiciones iniciales (antes de la reforma) y las condiciones del ciclo económico. Por ejemplo, el efecto de las reformas de los mercados de productos es mayor en los sectores de servicios sumamente regulados (Bourlès *et al.*, 2013) y durante los períodos de expansión. Sin embargo, es posible discernir algunas diferencias en las distintas industrias, especialmente las de la TIC y los servicios personales, donde los aumentos de la productividad suelen ser mayores cuando los niveles

iniciales de capital dedicado a la TIC y la I&D son bajos. Por el contrario, los shocks de infraestructura están asociados a aumentos más fuertes de la productividad durante períodos de desaceleración económica (véase también Abiad, Furceri y Topalova, de próxima publicación).

Por último, las reformas también pueden tener impactos negativos a corto plazo en la productividad total de los factores (por ejemplo, el efecto de la desregulación del mercado de los productos en la productividad total de los factores del sector de la TIC y los servicios personales), posiblemente como consecuencia de los costos de ajuste durante el proceso de reforma (Blanchard y Giavazzi, 2003).

## Referencias

- Aaronson, Daniel, Ellen R. Rissman y Daniel G. Sullivan, 2004, “Can Sectoral Reallocation Explain the Jobless Recovery?”, *Economic Perspectives* [Federal Reserve Bank of Chicago] (28) 2: 36–49.
- Aaronson, Stephanie, Tomaz Cajner, Bruce Fallick, Felix Galbis-Reig, Christopher L. Smith y William L. Wascher, 2014, “Labor Force Participation: Recent Developments and Future Prospects”, Finance and Economics Discussion Series 2014-64, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, Washington.
- Abiad, Abdul, Davide Furceri y Petia Topalova, de próxima publicación, “The Macroeconomic Effects of Public Investment: Evidence from Advanced Economies”, IMF Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Acemoglu, Daron, Fabrizio Zilibotti y Philippe Aghion, 2006, “Distance to Frontier, Selection, and Economic Growth”, *Journal of the European Economic Association* 4 (1): 37–74.
- Aghion, Philippe, y Peter Howitt, 2006, “Joseph Schumpeter Lecture—Appropriate Growth Policy: A Unifying Framework”, *Journal of the European Economic Association* 4 (2–3): 269–314.
- , 2009, *The Economics of Growth*, Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- Aghion, Philippe, y Gilles Saint-Paul, 1998a, “Uncovering Some Causal Relationships between Productivity Growth and the Structure of Economic Fluctuations: A Tentative Survey”, *Labour* 12 (2): 279–303.
- , 1998b, “On the Virtue of Bad Times: An Analysis of the Interaction between Economic Fluctuations and Productivity Growth”, *Macroeconomic Dynamics* 2 (3): 322–44.
- Auerbach, Alan, y Yuriy Gorodnichenko, 2013, “Measuring the Output Responses to Fiscal Policy”, *American Economic Journal: Economic Policy* 4 (2): 1–27.
- Autor, David H., y Mark G. Duggan, 2003, “The Rise in the Disability Payrolls and the Decline in Unemployment”, *Quarterly Journal of Economics* 118 (1): 157–205.
- Balakrishnan, Ravi, Mai Dao, Juan Sole y Jeremy Zook, 2015, “Recent U.S. Labor Force Participation Dynamics: Reversible or Not?”, IMF Working Paper 15/76, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Ball, Laurence M., 2009, “Hysteresis in Unemployment: Old and New Evidence”, NBER Working Paper 14818, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- , 2014, “Long-Term Damage from the Great Recession in OECD Countries”, NBER Working Paper 20185, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Balleer, Almut, Ramón Gomez-Salvador y Jarkko Turunen, 2014, “Labour Force Participation across Europe: A Cohort-Based Analysis”, *Empirical Economics* 46 (4): 1385–415.
- Barro, Robert, y Jong-Wha Lee, 2010, “A New Data Set of Educational Attainment in the World, 1950–2010”, *Journal of Development Economics* 104 (septiembre): 184–98.
- Bassanini, Andrea, y Romain Duval, 2006, “Employment Patterns in OECD Countries: Reassessing the Role of Policies and Institutions”, OECD Working Paper 486, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, París.
- Basu, Susanto, John G. Fernald y Miles S. Kimball, 2006, “Are Technology Improvements Contractionary?”, *American Economic Review* 96 (5): 1418–48.
- Baumol, William J., Sue Anne Batey Blackman y Edward N. Wolff, 1985, “Unbalanced Growth Revisited: Asymptotic Stagnancy and New Evidence”, *American Economic Review* 75 (4): 806–17.
- Beffy, Pierre-Olivier, Patrice Ollivaud, Pete Richardson y Franck Sédillot, 2006, “New OECD Methods for Supply-Side and Medium-Term Assessments: A Capital Services Approach”, OECD Working Paper 482, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, París.
- Benes, Jaromir, Michael Kumhof y Douglas Laxton, 2014, “Financial Crises in DSGE Models: A Prototype Model”, IMF Working Paper 14/57, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Berger, Helge, Tom Dowling, Sergi Lanau, Weicheng Lian, Mico Mrkaic, Marzie Taheri Sanjani y Pau Rabanal, de próxima publicación, “Steady As She Goes—Estimating Potential during Financial ‘Booms and Busts’”, IMF Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Bernal-Verdugo, Lorenzo E., Davide Furceri y Dominique Guillaume, 2013, “Banking Crises, Labor Reforms, and Unemployment”, *Journal of Comparative Economics* 41 (4): 1202–19.
- Blackburn, Keith, y Ragchaasuren Galindev, 2003, “Growth, Volatility and Learning”, *Economics Letters* 79 (3): 417–21.
- Blagrove, Patrick, Roberto Garcia-Saltos, Douglas Laxton y Fan Zhang, 2015, “A Simple Multivariate Filter for Estimating Potential Output”, IMF Working Paper 15/79, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Blanchard, Olivier J., y Francesco Giavazzi, 2003, “Macroeconomic Effects of Regulation and Deregulation in Goods and Labor Markets”, *Quarterly Journal of Economics* 118 (3): 879–907.
- Blanchard, Olivier J., y Lawrence Summers, 1986, “Hysteresis and the European Unemployment Problem”, en *NBER Macroeconomics Annual 1986*, vol. 1, editado por Stanley Fischer, Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- Blanchard, Olivier J., y Justin Wolfers, 2000, “The Role of Shocks and Institutions in the Rise of European Unemployment: The Aggregate Evidence”, *Economic Journal* 110 (462): 1–33.
- Borio, Claudio, Piti Disyatat y Mikael Juselius, 2013, “Rethinking Potential Output: Embedding Information about the Financial Cycle”, Working Paper 404, Banco de Pagos Internacionales, Basilea.

- Bourlès, Renaud, Gilbert Cette, Jimmy Lopez, Jacques Mairesse y Giuseppe Nicoletti, 2013, “Do Product Market Regulations in Upstream Sectors Curb Productivity Growth? Panel Data Evidence for OECD Countries”, *Review of Economics and Statistics* 95 (5): 1750–68.
- Byrne, David M., Steven D. Oliner y Daniel E. Sichel, 2013, “Is the Information Technology Revolution Over?”, *International Productivity Monitor* 25 (1): 20–36.
- Cerra, Valerie, y Sweta Saxena, 2008, “Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery”, *American Economic Review* 98 (1): 439–57.
- Claessens, Stijn, y M. Ayhan Kose, 2013, “Financial Crises: Explanations, Types, and Implications”, IMF Working Paper 13/28, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Claessens, Stijn, y Marco E. Terrones, 2012, “How Do Business and Financial Cycles Interact?”, *Journal of International Economics* 87 (1): 178–90.
- Coe, David T., y Elhanan Helpman, 1995, “International R&D Spillovers”, *European Economic Review* 39 (5): 859–87.
- , y Alexander W. Hoffmaister, 2009, “International R&D Spillovers and Institutions”, *European Economic Review* 53 (7): 723–41.
- Coile, Courtney C., y Phillip B. Levine, 2007, “Labor Market Shocks and Retirement: Do Government Programs Matter?”, *Journal of Public Economics* 91 (10): 1902–19.
- , 2009, “The Market Crash and Mass Layoffs: How the Current Economic Crisis May Affect Retirement”, NBER Working Paper 15395, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Comisión Europea, 2014, “European Economic Forecast”, *European Economy* 7.
- Corrado, Carol, Jonathan Haskel, Cecilia Jona-Lasinio y Massimiliano Iommi, 2012, “Intangible Capital and Growth in Advanced Economies: Measurement Methods and Comparative Results”, IZA Discussion Paper 6733, Institute for the Study of Labor, Bonn.
- Cubeddu, Luis, Alex Culiuc, Ghada Fayad, Yuan Gao, Kalpana Kochhar, Annette Kyobe, Ceyda Oner, Roberto Perrelli, Sarah Sanya, Evridiki Tsounta y Zhongxia Zhang, 2014, “Emerging Markets in Transition: Growth Prospects and Challenges”, IMF Staff Discussion Note 14/06, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Dabla-Norris, Era, Si Guo, Vikram Haksar, Minsuk Kim, Kalpana Kochhar, Kevin Wiseman y Aleksandra Zdzienicka, de próxima publicación, “The New Normal: A Sector-Level Perspective on Productivity Trends in Advanced Economies”, IMF Staff Discussion Note, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Dabla-Norris, Era, Giang Ho, Kalpana Kochhar, Annette Kyobe y Robert Tchaidze, 2013, “Anchoring Growth: The Importance of Productivity-Enhancing Reforms in Emerging Market and Developing Economies”, IMF Staff Discussion Note 13/08, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Decker, Ryan, John Haltiwanger, Ron S. Jarmin y Javier Miranda, 2013, “The Secular Decline in Business Dynamism in the U.S.”, inédito, Universidad de Maryland, College Park, Maryland.
- Elmeskov, Jørgen, y Karl Pichelman, 1993, “Unemployment and Labour Force Participation: Trend and Cycle”, Economics Department Working Paper 130, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, París.
- Fernald, John, 2012, “Productivity and Potential Output before, during, and after the Great Recession”, Working Paper 2012-18, Banco de la Reserva Federal de San Francisco, San Francisco, California.
- , 2014a, “Productivity and Potential Output before, during, and after the Great Recession”, en *NBER Macroeconomics Annual 2014*, vol. 29, Chicago: University of Chicago Press.
- , 2014b, “A Quarterly, Utilization-Adjusted Series on Total Factor Productivity”, Working Paper 2012-19, Banco de la Reserva Federal de San Francisco, San Francisco, California.
- Feyrer, James D., 2007, “Demographics and Productivity”, *Review of Economics and Statistics* 89 (1): 100–9.
- Figura, Andrew, y William Wascher, 2010, “The Causes and Consequences of Sectoral Reallocation: Evidence from the Early 21st Century”, *Business Economics* 45 (1): 49–68.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2012, “Fiscal Policy and Employment in Advanced and Emerging Economies”, IMF Policy Paper, Washington.
- , 2013, “External Balance Assessment (EBA): Technical Background of the Pilot Methodology”, Washington.
- Furceri, Davide, y Annabelle Mourougane, 2012, “The Effect of Financial Crises on Potential Output: New Empirical Evidence from OECD Countries”, *Journal of Macroeconomics* 34 (3): 822–32.
- Furlanetto, Francesco, Paolo Gelain y Marzie Taheri Sanjani, 2014, “Output Gap in Presence of Financial Frictions and Monetary Policy Trade-Offs”, IMF Working Paper 14/128, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Gordon, Robert J., 2012, “Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds”, NBER Working Paper 18315, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- , 2014, “The Demise of U.S. Economic Growth: Restatement, Rebuttal and Reflections”, NBER Working Paper 19895, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Hall, Robert E., 2014, “Quantifying the Lasting Harm to the U.S. Economy from the Financial Crisis”, NBER Working Paper 20183, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Hamilton, James D., 1994, *Time Series Analysis*, Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press.
- Henn, Christian, Chris Papageorgiou y Nikola Spatafora, 2014, “Export Quality in Advanced and Developing Economies:

- Evidence from a New Dataset”, IMF Working Paper 13/108, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Herrendorf, Berthold, Richard Rogerson y Ákos Valentinyi, 2013, “Growth and Structural Transformation”, NBER Working Paper 18996, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Higgins, Matthew, 1998, “Demography, National Savings, and International Capital Flows”, *International Economic Review* 39 (2): 343–69.
- Johansson, Åsa, Yvan Guillemette, Fabrice Murtin, David Turner, Giuseppe Nicoletti, Christine de la Maisonneuve, Phillip Bag-noli, Guillaume Bousquet y Francesca Spinelli, 2013, “Long-Term Growth Scenarios”, Working Paper 1000, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, París.
- Jordà, Òscar, 2005, “Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections”, *American Economic Review* 95 (1): 161–82.
- Kalemlı-Ozcan, Sebnem, 2002, “Does the Mortality Decline Promote Economic Growth?”, *Journal of Economic Growth* 7 (4): 411–39.
- KC, Samir, Bilal Barakat, Anne Goujon, Vegard Skirbekk, Warren C. Sanderson y Wolfgang Lutz, 2010, “Projection of Populations by Level of Educational Attainment, Age, and Sex for 120 Countries for 2005–2050”, *Demographic Research* 22 (15).
- Kopelman, Jason S., y Harvey S. Rosen, 2014, “Are Public Sector Jobs Recession Proof? Were They Ever?”, NBER Working Paper 20692, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Laeven, Luc, y Fabián Valencia, 2014, “Systemic Banking Crises”, en *Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses*, editado por Stijn Claessens, M. Ayhan Kose, Luc Laeven y Fabián Valencia, Washington: Fondo Monetario Internacional.
- Lewis, William W., 2005, *The Power of Productivity: Wealth, Poverty, and the Threat to Global Stability*, Chicago: University of Chicago Press.
- Loungani, Prakesh, y Richard Rogerson, 1989, “Cyclical Fluctuations and the Sectoral Reallocation of Labor: Evidence from the PSID”, *Journal of Monetary Economics* 23 (2): 259–73.
- Martín, Phillip, y Carol A. Rogers, 1997, “Stabilization Policy, Learning by Doing and Economic Growth”, *Oxford Economic Papers* 49 (2): 152–66.
- , 2000, “Long-Term Growth and Short-Term Economic Instability”, *European Economic Review* 44 (2): 359–81.
- McMillan, Margaret S., y Dani Rodrik, 2011, “Globalization, Structural Change and Productivity Growth”, NBER Working Paper 17143, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Mokyr, Joel., 2014, “The Next Age of Invention”, *City Journal* (primer trimestre): 12–20.
- Nabar, Malhar, y Papa N’Diaye, 2013, “Enhancing China’s Medium-Term Growth Prospects: The Path to a High-Income Economy”, IMF Working Paper 13/204, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Nickell, Steve, y Jan Van Ours, 2000, “Why Has Unemployment in the Netherlands and the United Kingdom Fallen So Much?”, *Canadian Public Policy* 26 (1): 201–20.
- Okun, Arthur M., 1970, *The Political Economy of Prosperity*, Washington: Brookings Institution.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), 2010, “The OECD Innovation Strategy: Getting a Head Start on Tomorrow”, Dirección de Ciencia, Tecnología e Innovación, París.
- Papageorgiou, Chris, y Nikola Spatafora, 2012, “Economic Diversification in LICs: Stylized Facts and Macroeconomic Implications”, IMF Staff Discussion Note 12/13, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Pindyck, Robert S., 1991, “Irreversibility, Uncertainty and Investments”, *Journal of Economic Literature* 29: 1110–48.
- , y Andrés Solimano, 1993, “Economic Instability and Aggregate Investments”, en *NBER Macroeconomics Annual*, editado por Olivier J. Blanchard y Stanley Fischer, 259–318, Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- Pritchett, Lant, y Lawrence H. Summers, 2014, “Asiaphoria Meets Regression to the Mean”, NBER Working Paper 20573, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Quint, Dominic, y Pau Rabanal, 2014, “Monetary and Macrop-udential Policy in an Estimated DSGE Model of the Euro Area”, *International Journal of Central Banking* 10 (2): 169–236.
- Rabanal, Pau, y Marzie Taheri Sanjani, de próxima publicación, “Incorporating Financial Cycles in Output Gap Measures: Estimates for the Euro Area”, IMF Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Ramey, Valerie A., y Matthew D. Shapiro, 2001, “Displaced Capital: A Study of Aerospace Plant Closings”, *Journal of Political Economy* 109 (5): 958–92.
- Reifschneider, Dave, William L. Wascher y David Wilcox, 2013, “Aggregate Supply in the United States: Recent Developments and Implications for the Conduct of Monetary Policy”, Finance and Economics Discussion Series 77, Junta de la Reserva Federal, Washington.
- Riosmena, Fernanda, Isolde Prommer, Anne Goujion y Samir KC, 2008, “An Evaluation of the IIASA/VID Education-Specific Back Projections”, Interim Report 019, International Institute for Applied System Analysis, Laxenburgo, Austria.
- Rondeau, Fabien, y Sébastien Pommier, 2012, “Factors of R&D Spillovers and European Integration”, *Economics Bulletin* 32 (3): 1970–77.
- Stock, James H., y Mark W. Watson, 2007, “Why Has U.S. Inflation Become Harder to Forecast?”, *Journal of Money, Credit and Banking* 39 (Suppl. 1): 3–33.
- Teulings, Coenraad N., y Nick Zubanov, 2014, “Is Economic Recovery a Myth? Robust Estimation of Impulse Response Functions”, *Journal of Applied Econometrics* 29 (3): 497–514.

*La inversión privada fija en las economías avanzadas se contrajo de manera abrupta durante la crisis financiera mundial, y la recuperación registrada desde entonces fue muy moderada. La inversión, en general, se desaceleró de manera más gradual en el resto del mundo. Aunque la inversión en vivienda cayó de manera especialmente marcada durante la crisis, la inversión empresarial representa la mayor parte de la caída, y el factor que la frena es la debilidad de la actividad económica. En algunos países, otros factores que contribuyen a la situación son las restricciones financieras y la incertidumbre en torno de las políticas. Estos resultados sugieren que abordar la debilidad general de la actividad económica es crucial para recuperar el crecimiento de la inversión privada.*

**E**l desempeño decepcionante de la inversión privada fija fue parte prominente del debate sobre políticas públicas en los últimos años<sup>1</sup>. Como se sugiere en el capítulo 3, el nivel bajo de inversión privada registrado desde la crisis ya contribuyó a la caída en el crecimiento potencial del producto en muchas economías. En algunos países, la deficiente inversión empresarial marcó un contraste con la ebullición de los mercados de acciones, lo que sugiere una posible desconexión entre la toma de riesgos económicos y la de riesgos financieros, como se analiza en la edición de octubre de 2014 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (informe GFSR). Se han hecho algunas propuestas que apuntan a promover que las empresas aumenten el gasto de capital<sup>2</sup>.

Los autores de este capítulo son Aqib Aslam, Samya Beidas-Strom, Daniel Leigh (jefe del equipo), Seok Gil Park y Hui Tong, con apoyo de Gavin Asdorian, Joshua Bosshardt, Angela Espiritu, Hao Jiang, Yun Liu y Hong Yang. Sebnem Kalemli-Ozcan fue la consultora externa.

<sup>1</sup>La “inversión fija” se refiere a la inversión en activos físicos, como equipos y estructuras (a diferencia, por ejemplo, de las inversiones en mano de obra, gastos por operaciones en curso, materiales o activos financieros), y también a los productos de propiedad intelectual (por ejemplo, gastos en investigación y desarrollo y otros derechos que ofrecen servicios a largo plazo a las empresas). A lo largo del capítulo, el término “inversión” se refiere específicamente a la inversión fija.

<sup>2</sup>Por ejemplo, la propuesta de la Comisión Europea de crear el Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas, que contempla la distribución de los riesgos entre el sector público y el sector privado.

Sin embargo, no hay consenso respecto de la razón de la debilidad. Para algunos, es un síntoma del contexto económico de debilidad general. Por ejemplo, en Chinn (2011) y Krugman (2011) se sugiere que la inversión privada de Estados Unidos, si cabe, tuvo desde el comienzo de la crisis una solidez mayor que la que podría haberse esperado en función de la precaria actividad económica. Otros sugieren que la inversión privada fue más floja que la que podría explicarse a partir del producto, lo que resalta el papel de impedimentos especiales. El Banco Europeo de Inversiones (2013) observa que la causa inmediata más importante de la baja inversión de Europa fue la incertidumbre. En Buti y Mohl (2014) se destaca el rol de la inversión pública deficiente, la fragmentación financiera y la mayor incertidumbre al momento de limitar la inversión privada en la zona del euro. En un estudio de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (Lewis *et al.*, 2014) se considera que el poco crecimiento del producto registrado desde la crisis, si bien fue un factor importante, no puede explicar la reducción de la inversión en algunas de las principales economías avanzadas, como Alemania, Estados Unidos, Francia y Japón. ¿Cómo deben interpretar las autoridades la deficiencia de la inversión privada?

A fin de contribuir al debate de políticas y para poner en una perspectiva internacional los resultados de algunos estudios recientes, este capítulo se concentra en las siguientes cinco preguntas:

- ¿Hay un desplome mundial de la inversión privada? ¿Qué economías registraron la mayor deficiencia en el desempeño de la inversión privada desde la crisis?
- El desplome marcado de la inversión privada de las economías avanzadas, ¿se debe únicamente a la debilidad del sector inmobiliario o es más amplia? ¿Cómo se comparó el desempeño de la inversión residencial con el de otras categorías de inversión? ¿Y cómo cambian los resultados entre distintas economías?
- ¿Qué proporción de la caída de la inversión empresarial refleja la floja actividad económica? En particular, ¿qué proporción de la inversión empresarial, comparada con los pronósticos previos a la

crisis, puede explicarse a partir de la debilidad del producto?

- ¿Qué empresas recortaron más la inversión? ¿Qué implica eso en términos de qué canales —más allá del producto— fueron pertinentes al momento de explicar la deficiente inversión?
- ¿Existe una desconexión entre los mercados financieros y las decisiones de inversión de las empresas? ¿Fue la respuesta de las empresas a los incentivos del mercado de acciones inusualmente débil?

A fin de abordar estas preguntas, en este capítulo se evalúa la evolución reciente de la inversión privada, tanto en economías avanzadas como en economías de mercados emergentes y en desarrollo. Enfatizando las economías avanzadas, en las que fue especialmente notable la disminución de la inversión privada, en el capítulo se evalúa qué tan amplia es la base de la caída en la inversión, comparando la inversión residencial y la no residencial. Luego se investiga qué proporción de la tendencia desfavorable de la inversión privada no residencial puede explicarse a partir de la deficiencia del producto. A fin de ofrecer datos adicionales respecto de qué factores, más allá del producto, limitaron la inversión, en el capítulo se investiga qué tipos de empresas recortaron más la inversión, utilizando un enfoque empírico de “diferencias en diferencias”. Por último, en el capítulo se evalúa, utilizando modelos basados en la “Q” de Tobin, si las valoraciones y la rentabilidad del mercado financiero han perdido la conexión con las decisiones de inversión de las empresas.

Los principales resultados del capítulo son los siguientes:

- La contracción marcada registrada en la inversión privada durante la crisis y la recuperación precaria posterior fueron un fenómeno limitado, principalmente, a las economías avanzadas. En esas economías, desde la crisis, la inversión privada cayó en promedio un 25% respecto de los pronósticos previos a la crisis, y la recuperación ha sido muy limitada. En contraste, la inversión privada en economías de mercados emergentes y en desarrollo se desaceleró gradualmente en los últimos años, tras el boom registrado entre principios y mediados de la década de 2000.
- La caída de la inversión de las economías avanzadas ha sido general. Aunque la contracción fue más marcada en el sector (inmobiliario) residencial privado, la inversión (empresarial) no residencial —que representa una proporción mucho mayor de la inversión total— explica gran parte (más de dos tercios)

de la caída<sup>3</sup>. Hay pocos indicios de recuperación hacia las tendencias de inversión previas a la crisis en ambos sectores.

- Todo indica que la deficiencia general de la actividad económica registrada desde la crisis es la principal limitación a la inversión empresarial en las economías avanzadas. En las encuestas, las empresas suelen mencionar la demanda baja como factor predominante. El precedente histórico indica que la inversión empresarial, si se desvió, se desvió poco respecto de lo que podría esperarse dada la flojedad de la actividad económica de los últimos años. Las desviaciones respecto de ese patrón, en general, fueron reducidas en relación con la pérdida general de inversión —como mucho, la quinta parte de la pérdida total registrada desde la crisis—, y no fueron estadísticamente significativas. El presente análisis utiliza una estrategia empírica novedosa que aborda inquietudes relacionadas con la causalidad inversa que va de la inversión al producto, además de modelos de inversión de “acelerador” más convencionales. Aunque todo indica que la causa inmediata de la caída en la inversión empresarial es la deficiente actividad económica, eso se debe a varios factores, y vale la pena reconocer que, como se explica en el capítulo 3, una proporción importante de la pérdida de producto respecto de las tendencias previas a la crisis ya puede tomarse como permanente.
- Más allá de la deficiente actividad económica, existen datos empíricos que indican que las restricciones financieras y la incertidumbre respecto de las políticas tienen un papel independiente al momento de refrenar la inversión en algunas economías, incluidas las economías de la zona del euro con diferenciales de endeudamiento elevados durante la crisis de deuda soberana 2010–11. Otros datos empíricos provienen del análisis a nivel de las empresas realizado en el capítulo. En particular, las empresas de sectores que dependen más de fondos externos, como las empresas farmacéuticas, registraron una mayor baja de la inversión desde el comienzo de la crisis. Este resultado guarda coherencia con la idea de que la debilidad del sistema financiero y de los

<sup>3</sup>La inversión pública constituye menos del 20% de la inversión total (privada y pública) en las economías avanzadas. Aunque la inversión pública también cayó en varias de estas economías en los últimos años (véase el capítulo 3 en la edición de octubre de 2014 del informe WEO), tras un aumento inicial como resultado del estímulo fiscal, la contracción de la inversión total correspondió, en gran medida, a la inversión privada.

balances de las empresas limitó la inversión. En relación con el efecto de la incertidumbre, las empresas con precios de acciones que en general responden más a los indicadores de incertidumbre agregada recortaron más la inversión en años recientes, incluso si se tiene en cuenta el papel de las escasas ventas. Esta conclusión es coherente con la idea de que, teniendo en cuenta el carácter irreversible y desparejo de los proyectos de inversión, la incertidumbre fue un factor que desalentó la inversión.

- Por último, en relación con la desconexión aparente entre el desempeño pujante del mercado de acciones y el crecimiento relativamente limitado de la inversión en algunas economías, en el capítulo se observa que tampoco es inusual. En línea con gran parte de las investigaciones existentes, la conclusión es que la relación entre las valoraciones del mercado y la inversión empresarial es positiva, pero deficiente. De cualquier modo, algunos datos empíricos sugieren que el desempeño del mercado de acciones es un indicador anticipado de la inversión a futuro, lo que implica que, si el mercado de acciones mantiene su pujanza, la inversión empresarial podría repuntar.

### ¿Hay un desplome mundial de la inversión privada?

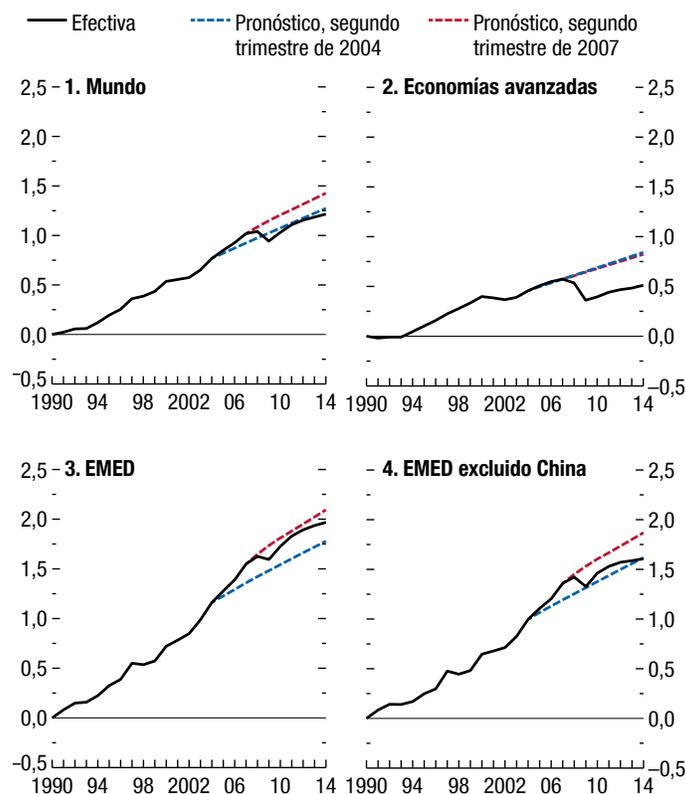
La contracción marcada registrada en la inversión privada durante la crisis financiera mundial y desde entonces, combinada con la debilidad de la recuperación posterior, es un fenómeno mayormente limitado a las economías avanzadas (gráfico 4.1). En el caso de las economías avanzadas contempladas como grupo, la inversión privada decreció un 25% en 2008–14, respecto de los pronósticos hechos a principios de 2007, antes del comienzo de la crisis<sup>4</sup>. La deficiencia de la inversión es clara en casi todas las economías avanzadas, aunque algunas registraron una contracción reducida de la inversión privada y una recuperación más rápida, a causa, por ejemplo, de booms de minería y de energía, como Australia, Canadá y Noruega (gráfico 4.2).

A fin de verificar si los resultados corresponden al impacto de un boom o un deterioro inmediatamente anteriores a la crisis, el análisis se repite sobre la base

<sup>4</sup>Los pronósticos de inversión privada utilizados en este caso se toman de *Consensus Forecasts* de Consensus Economics. En los casos en los que esa fuente no está disponible, se usan las proyecciones del informe WEO.

**Gráfico 4.1. Inversión privada real**  
(Índice log, 1990 = 0)

La inversión privada fija en las economías avanzadas se contrajo de manera abrupta durante la crisis, y desde entonces la recuperación fue muy moderada. La desaceleración de la inversión en el resto del mundo ha sido, en general, más gradual y desde niveles inusualmente altos.



Fuentes: Consensus Economics; FMI, base de datos del Monitor Fiscal, y estimaciones del personal técnico del FMI.

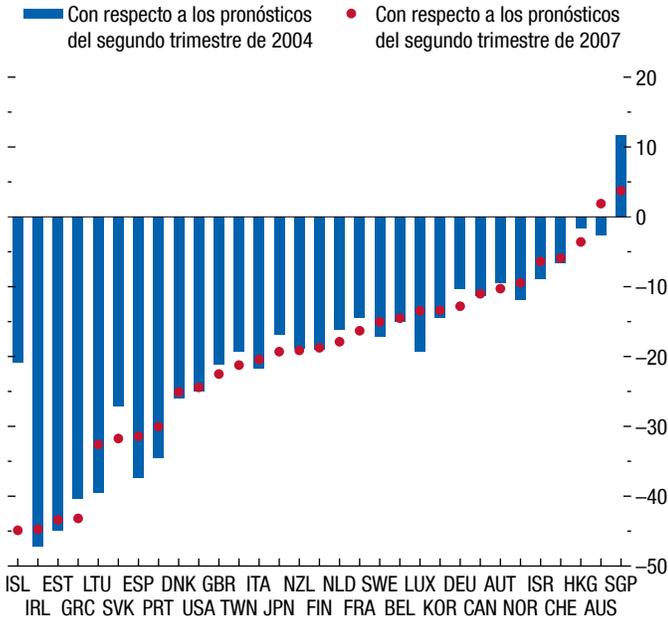
Nota: El gráfico presenta datos, en los casos en los que están disponibles, para los grupos de países definidos en el apéndice estadístico del informe WEO. EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo.

de desvíos respecto de los pronósticos hechos en 2004, tres años antes del comienzo de la crisis. En el caso de las economías avanzadas, la caída estimada es similar en casi todos los casos<sup>5</sup>. Este desplome también aparece en los casos en los que los resultados se comparan con las tendencias históricas a largo plazo de la inversión privada calculadas en el período 1990–2004. También surge cuando se tienen en cuenta los coeficientes de

<sup>5</sup>En el caso de Islandia, el desplome medido es sustancialmente más profundo si se lo compara con el pronóstico de 2007 respecto del 2004, lo que refleja el crecimiento rápido y las correcciones al alza en las proyecciones de crecimiento en los años de boom previos a la crisis.

**Gráfico 4.2. Inversión privada real; 2008–14**  
(Desviación promedio porcentual de pronósticos previos a la crisis)

La deficiencia de la inversión es clara en la mayoría de las economías avanzadas, con pocas excepciones.



Fuentes: Consensus Economics; FMI, base de datos del Monitor Fiscal, y estimaciones del personal técnico del FMI.

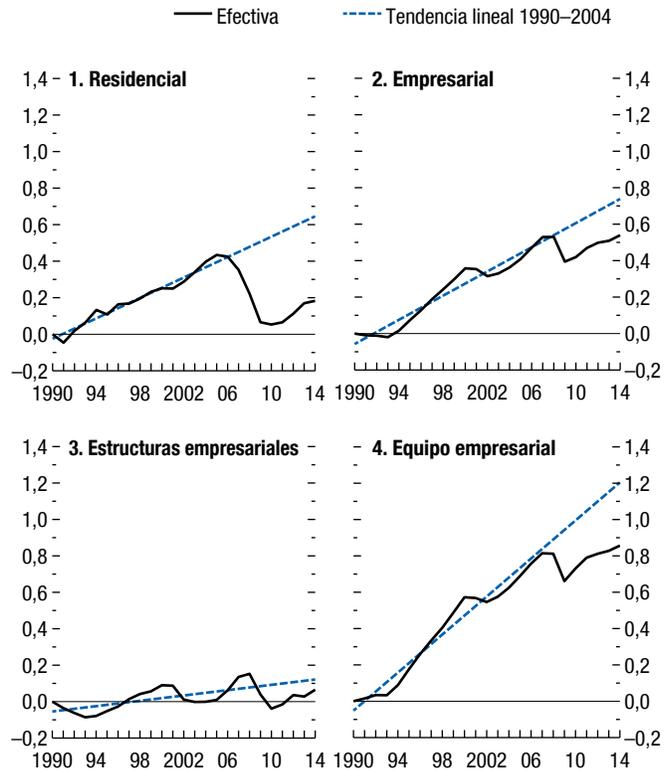
Nota: En las leyendas de datos en el gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

inversión privada sobre el PIB, que se redujeron respecto de los promedios históricos a largo plazo en las economías avanzadas.

La inversión se desaceleró más gradualmente en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, tomadas como grupo, que en las economías avanzadas, y respecto de niveles inusualmente elevados. La desaceleración reciente se da tras un período de crecimiento rápido de los años de boom de mediados de la década de 2000. La inversión privada sigue, en términos generales, cerca de los pronósticos realizados a principios de la década de 2000. No obstante, respecto de los pronósticos hechos en el punto máximo del boom, como en 2007, se registró una desaceleración. Los factores que contribuyeron varían entre regiones, pero incluyen la disminución en el precio de las materias primas, los efectos derrame de la floja demanda en el exterior, y las condiciones financieras internas y externas, más limitadas (recuadro 4.1).

**Gráfico 4.3. Categorías de inversión fija real**  
(Índice log, 1990 = 0)

La caída de la inversión ha sido general, con pocas señales de recuperación tanto en el sector de inversión residencial (inmobiliario) como en el sector de inversión no residencial (empresarial).



Fuentes: Haver Analytics, autoridades nacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: En el gráfico se presentan datos de 28 economías avanzadas: Alemania, Australia, Austria, Canadá, Corea, Dinamarca, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Israel, Italia, Japón, Letonia, Luxemburgo, Malta, Nueva Zelanda, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, República Checa, República Eslovaca, Singapur, Suecia.

El desempeño de la inversión privada en las economías avanzadas, notablemente inferior, justifica concentrarse en esas economías en lo que resta del capítulo.

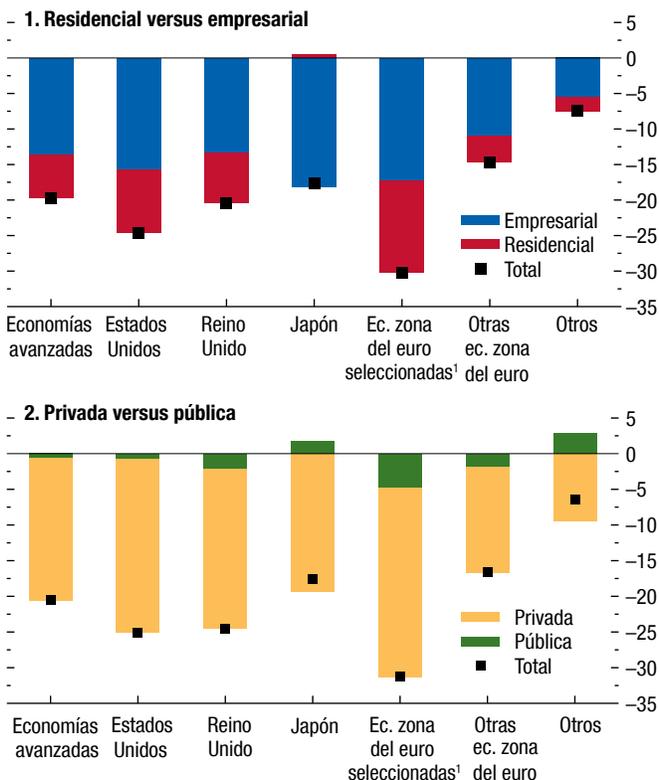
### El desplome de la inversión privada, ¿se debe al sector inmobiliario o se debe a factores más amplios?

El deterioro de la inversión fija en las economías avanzadas tuvo una base amplia: tanto la inversión residencial (vivienda) como la no residencial (empresarial) dan pocas muestras de recuperación (gráfico 4.3). La inversión privada residencial tuvo la contracción más marcada, pero es la inversión empresarial, que repre-

### Gráfico 4.4. Descomposición de la caída de la inversión; 2008–14

(Desviación porcentual promedio de pronósticos del segundo trimestre de 2007)

La inversión residencial disminuyó de manera especialmente pronunciada; sin embargo, es la inversión empresarial la que representa la mayor parte de la caída, dada su mayor participación en la inversión total. La contribución directa de la inversión pública a la reciente caída fue relativamente pequeña.



Fuentes: Consensus Economics; Haver Analytics; FMI, base de datos del Monitor Fiscal; autoridades nacionales, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: En el gráfico se presentan datos de 28 economías avanzadas: Alemania, Australia, Austria, Canadá, Corea, Dinamarca, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Israel, Italia, Japón, Letonia, Luxemburgo, Malta, Nueva Zelandia, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, República Checa, República Eslovaca, Singapur, Suecia.

<sup>1</sup>Economías de la zona del euro (España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal) con diferenciales de endeudamiento altos durante la crisis de la deuda soberana de 2010–11.

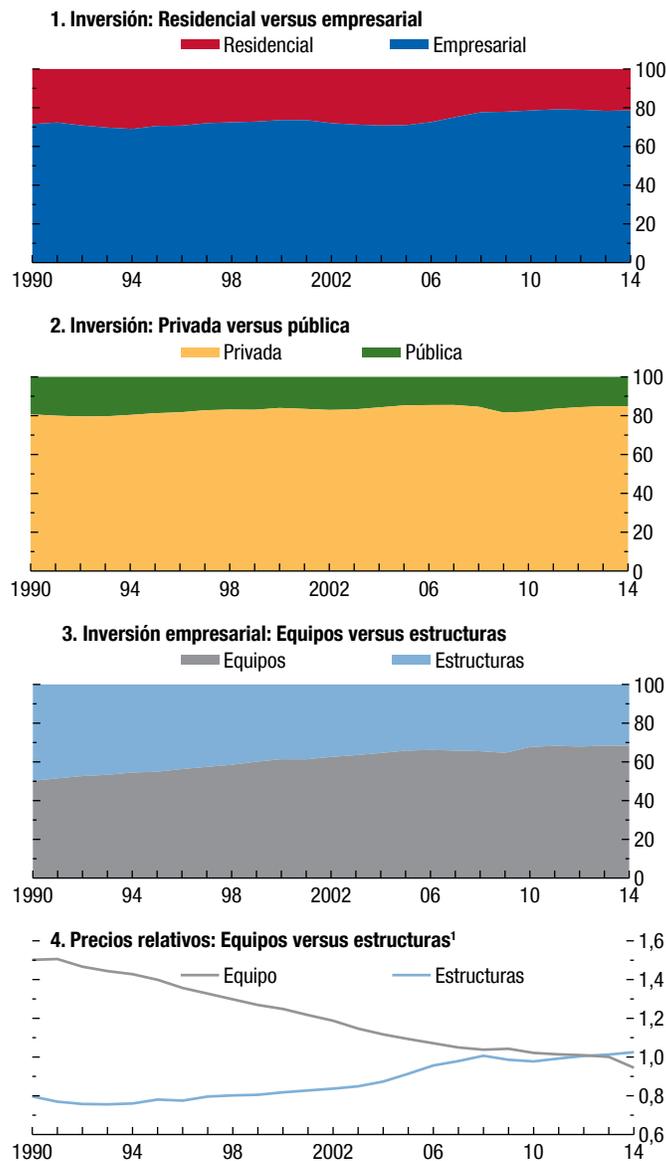
senta una proporción mucho mayor de la inversión total, la que explica la mayor parte (más de dos tercios) del desplome de la inversión (gráficos 4.4 y 4.5)<sup>6</sup>. Dentro de la inversión empresarial, las categorías de estructuras y equipo y software se contrajeron respecto de las

<sup>6</sup>Teniendo en cuenta la falta de pronósticos separados sobre la inversión residencial y distintas categorías de inversión no residencial, en el análisis se compara la evolución de las categorías de inversión respecto de las tendencias lineales previas a las crisis estimadas para el período 1990–2004.

### Gráfico 4.5. Participaciones y precios relativos de las categorías de inversión

(Porcentaje de la inversión fija total, salvo indicación en contrario)

La participación de la inversión en equipos en la inversión privada total ha aumentado, lo que refleja, en parte, su precio relativo decreciente. Se registró un repunte en la inversión pública en 2009–10 gracias al estímulo fiscal, pero este fue solo un breve interludio en un descenso que comenzó mucho antes de la crisis.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos del Monitor Fiscal; autoridades nacionales, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: En el gráfico se presentan datos de 28 economías avanzadas: Alemania, Australia, Austria, Canadá, Corea, Dinamarca, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Israel, Italia, Japón, Letonia, Luxemburgo, Malta, Nueva Zelandia, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, República Checa, República Eslovaca, Singapur, Suecia.

<sup>1</sup>El precio relativo se calcula como el coeficiente del deflactor de la categoría de inversión sobre el deflactor general del PIB.

tendencias previas a la crisis<sup>7</sup>. Esto es preocupante, ya que se considera que la inversión empresarial representa una contribución especialmente productiva al stock de capital (Kopcke, 1993), por lo que es esencial para respaldar la capacidad productiva y la competitividad a futuro de la economía. Al mismo tiempo, a pesar del desplome, la proporción de inversión en equipos del total de inversión privada va en aumento (gráfico 4.5), lo que refleja en parte la caída de su precio relativo y el aumento de la tasa de depreciación de capital (Summers, 2014).

La inversión pública representó una contribución directa relativamente pequeña, respecto de la inversión privada, al desplome reciente de la inversión total (gráfico 4.5). El ligero repunte registrado en la inversión pública en 2009–10 en Estados Unidos y otras economías a partir del estímulo fiscal no fue sino un breve interludio en una caída prolongada y gradual que comenzó décadas antes de la crisis (gráfico 4.5). Como se indica en el capítulo 3 de la edición de octubre de 2014 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés), la caída de la inversión pública también puede reducir la actividad económica y la inversión privada. Eso constituye un efecto indirecto adicional de la inversión pública sobre la inversión total, no reflejado en la descomposición contable del gráfico 4.5.

### ¿Qué proporción del desplome de la inversión empresarial refleja la debilidad de la actividad económica?

El diseño de políticas para promover la recuperación de la inversión empresarial exige un diagnóstico claro de la debilidad de la misma. La caída de la inversión, ¿responde principalmente a la debilidad actual del contexto económico o a impedimentos especiales? Si la deficiente inversión es principalmente un síntoma del bajo nivel de ventas, los pedidos de respaldar la demanda agregada, lo que incluye el uso de políticas macroeconómicas, podría justificarse. Sin embargo, si la floja inversión no puede explicarse tan bien a partir del crecimiento lento de la actividad económica y, en cambio, responde a otros obstáculos, esos obstáculos deben eliminarse antes de que la inversión pueda hacer una recuperación sostenida. El análisis de estas preguntas se concentra en la inversión empresarial: el com-

<sup>7</sup>Véase el anexo 4.1, donde se presenta la metodología utilizada para calcular estas contribuciones.

ponente más grande de la inversión privada, y el que representa la mayor parte del desplome de la inversión.

¿Cómo puede hacer la deficiente actividad económica que la inversión empresarial disminuya? Una consecuencia estándar de los modelos teóricos indica que las empresas reducen la inversión cuando las oportunidades de vender sus productos son acotadas. Así, es probable que un clima económico débil, tanto actual como a futuro, que redunde en ventas actuales y esperadas bajas, reduzca los incentivos de las empresas para invertir en nuevo capital. La debilidad de la demanda de productos también puede obstaculizar la inversión a través del canal del “acelerador financiero”, en el que los mercados de crédito amplifican y propagan los shocks reales y monetarios en la economía<sup>8</sup>. Por ejemplo, una caída de las ventas puede perjudicar la posición financiera de una empresa, limitando su capacidad de reembolsar préstamos y de endeudarse para financiar nuevas inversiones.

Esta sección comienza evaluando si la correlación reciente de la inversión y el producto ha sido inusual respecto de la norma histórica. El paso siguiente es cuantificar la influencia de la actividad económica débil sobre el desempeño deficiente de la inversión. En ambas subsecciones, el análisis se concentra en un panel de economías avanzadas. Por último, la sección complementa la evaluación amplia de varios países con estimaciones específicas de cada país del monto de inversión empresarial “explicado” y “no explicado” por el producto.

### ¿Ha sido inusual la correlación entre la inversión empresarial y el producto registrada desde la crisis?

En recesiones anteriores se registraron diversos patrones para las trayectorias relativas de la inversión y el producto. Esos patrones son antecedentes naturales que pueden usarse como referencia para analizar la evolución conjunta de la inversión y el producto tras la crisis financiera mundial. Hay un consenso que sostiene que la caída de la inversión registrada durante la crisis y después, en general, fue mucho peor que las de recesiones previas. Sin embargo, es importante ubicar esa caída en el contexto del comportamiento del producto.

<sup>8</sup>La relación inversa entre la prima de financiamiento externo —la diferencia entre el costo que enfrenta un prestatario para recaudar fondos de manera externa y el costo de oportunidad de los fondos internos— y la posición financiera de la empresa prestataria crea un canal a través del cual un shock económico, que en otro contexto sería breve, puede tener efectos duraderos. Véase Bernanke, Gertler y Gilchrist (1996).

A fin de evaluar ese aspecto, en el capítulo se comparan la inversión y el producto posteriores a recesiones históricas con sus pronósticos respectivos publicados en las ediciones de primavera de *Consensus Forecasts* de Consensus Economics y el informe WEO del FMI en el año de cada recesión. Este método de cálculo de la contracción de la inversión es similar al utilizado en la sección anterior para cuantificar la desviación entre la inversión y los pronósticos previos a la crisis<sup>9</sup>. Sobre la base de los datos, pronósticos incluidos, la muestra cubre 27 economías avanzadas.

Según ese análisis, la inversión se contrajo más tras la crisis financiera mundial que en recesiones históricas (gráfico 4.6). En el caso de las economías avanzadas, tomadas como grupo y ponderadas según el PIB, la inversión empresarial se redujo un 20% respecto de los pronósticos previos a la crisis, en promedio, en los seis años transcurridos desde el comienzo de la crisis financiera mundial. En el caso de las economías avanzadas que sufrieron crisis bancarias, la caída fue todavía mayor, de aproximadamente un 22%, mientras que la caída en el caso de las economías avanzadas que evitaron las crisis bancarias fue de aproximadamente un 16%<sup>10</sup>. En contraste, la caída de la inversión en los seis años posteriores a cada una de las recesiones históricas promedió un 10%.

Sin embargo, la contracción del producto también fue más severa que la de las recesiones históricas, lo que implica una correlación generalmente normal de la inversión y el producto. La respuesta relativa de la inversión, en general, fue entre dos y tres veces mayor

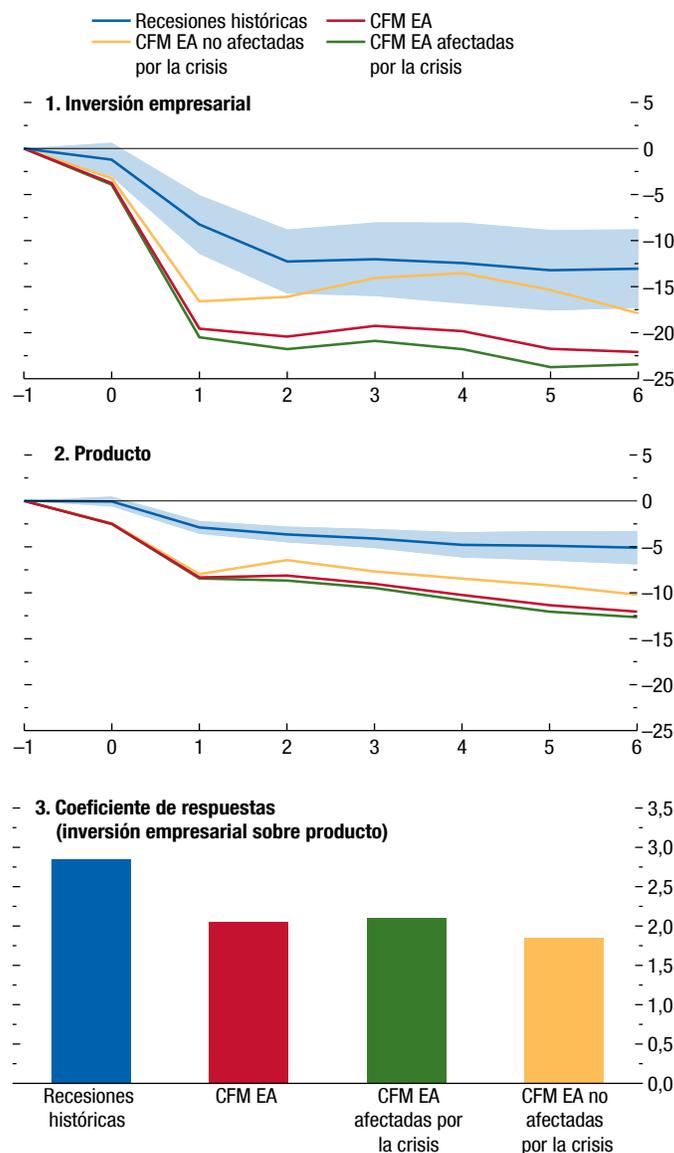
<sup>9</sup>Las fechas de inicio de las recesiones se identifican según el algoritmo de puntos máximos y mínimos del producto de Harding y Pagan (2002), según se calcula en Claessens, Kose y Terrones (2012). En el segundo trabajo se identifica el comienzo de las recesiones con datos trimestrales. El presente análisis, que utiliza datos anuales, considera que el comienzo de la recesión es el inicio del año que incluye el trimestre inicial de la recesión. Por ejemplo, en este trabajo se supone que comienza en 1990 una recesión que se inició en el cuarto trimestre de 1990. En el anexo 4.1 se presentan las fuentes utilizadas para recopilar los datos sobre la inversión incluidos en el capítulo.

<sup>10</sup>Estos dos grupos se basan en el conjunto de datos de crisis bancarias de Laeven y Valencia (2012), según el cual 19 economías avanzadas sufrieron una crisis bancaria entre 2007 y la publicación del estudio. Se considera que 13 de esas economías sufrieron una “crisis bancaria sistémica” (Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Estados Unidos, Grecia, Irlanda, Islandia, Letonia, Luxemburgo, los Países Bajos y el Reino Unido) y seis sufrieron “casos ambiguos” (Eslovenia, Francia, Italia, Portugal, Suecia y Suiza). En el estudio se llega a la conclusión de que 13 economías avanzadas no sufrieron crisis bancarias durante el período: Australia, Canadá, Corea, Estonia, Finlandia, Israel, Japón, Lituania, Nueva Zelanda, Noruega, la República Checa, la República Eslovaca y Singapur.

### Gráfico 4.6. Inversión empresarial real y producto real con respecto a los pronósticos: Recesión histórica y crisis financiera mundial

(Desviación porcentual de pronósticos del año de la recesión, salvo indicación en contrario; años en el eje de la abscisa, salvo indicación en contrario)

La inversión empresarial real se contrajo más drásticamente luego de la crisis financiera mundial que en recesiones históricas. Sin embargo, la contracción del producto también ha sido más drástica que luego de recesiones anteriores. En general, la inversión registró un descenso ligeramente menor con respecto a la contracción del producto que en recesiones anteriores.



Fuentes: Consensus Economics, Haver Analytics, autoridades nacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Para recesiones históricas,  $t = 0$  es el año de la recesión. Las desviaciones de recesiones históricas (1990–2002) se calculan con respecto a los pronósticos del segundo trimestre del año de la recesión. Las recesiones son las que se identifican en Claessens, Kose, y Terrones (2012). Para la crisis financiera mundial (CFM),  $t = 0$  es el año 2008. Las desviaciones se calculan con respecto a los pronósticos previos a la crisis (segundo trimestre de 2007). Las áreas sombreadas denotan intervalos de confianza de 90%. En los paneles 1 y 2 se presentan datos de las economías avanzadas (EA) que figuran en el cuadro del anexo 4.1.1. Las economías avanzadas CFM afectadas y no afectadas por la crisis son las que se identifican en Laeven y Valencia (2012).

que la del producto en recesiones anteriores, y esa respuesta relativa fue similar en el contexto actual (gráfico 4.6)<sup>11</sup>. En todo caso, la inversión se contrajo relativamente menos respecto de la contracción del producto que en recesiones anteriores.

Al mismo tiempo, el carácter endógeno de la inversión y el producto —es decir, la retroalimentación simultánea que va del producto a la inversión y de nuevo al producto— complica la interpretación de estos resultados. Las conclusiones sobre el movimiento relativo de la inversión y el producto sugieren que no ocurrió nada inusual. Sin embargo, para determinar si la deficiencia de la inversión fue principalmente un *síntoma* de la floja actividad económica, se necesita una estimación que trate el tema de la causalidad inversa<sup>12</sup>.

### ¿Qué proporción puede explicarse a partir del producto? Datos basados en variables instrumentales

En esta subsección se analiza hasta qué punto la baja actividad económica contribuyó a la caída de la inversión empresarial, utilizando un enfoque sencillo, pero novedoso, basado en variables instrumentales. El enfoque estima la relación histórica entre la inversión y el producto según fluctuaciones macroeconómicas que no responden a una contracción de la inversión empresarial. El capítulo se concentra en los cambios de política fiscal motivados principalmente por el deseo de

reducir el déficit presupuestario y no por una respuesta al estado actual o a futuro de la economía<sup>13</sup>.

Los resultados de ese ejercicio se utilizan posteriormente para predecir la contracción de la inversión que se habría esperado luego de 2007 en función de la contracción observada en el producto<sup>14</sup>. Esa caída pronosticada para la inversión tras 2007 se compara luego con la caída efectiva de la inversión, a fin de evaluar si la inversión fue inusualmente deficiente, dada su relación histórica con el producto: en otras palabras, si la caída efectiva supera la pronosticada. Si la contracción del producto registrada en el período respondió a una contracción de la inversión empresarial, la caída de la inversión tendría que haber sido mayor que la pronosticada por la relación inversión-producto histórica, sobre la base de fluctuaciones del producto *no* causadas por la inversión empresarial.

En este capítulo se estima la relación inversión-producto histórica utilizando los cambios de política fiscal apuntados a reducir los déficits presupuestarios para un período de muestra que finaliza en 2006. La serie de los cambios de política fiscal —reducciones del gasto público o aumentos de los impuestos inducidos por políticas— es de carácter “narrativo”. Se toman de Devries *et al.* (2011), donde se examinan los documentos de políticas contemporáneos de 17 economías de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico a fin de identificar cambios de la política fiscal motivados por un deseo de reducir los déficits presupuestarios, y no orientados a contrarrestar las condiciones económicas actuales o esperadas. Como se informa en Guajardo, Leigh y Pescatori (2014), se concluye que estos cambios de política fiscal narrativos no tienen correlación con el estado de la economía. En el contexto de este capítulo, resulta reconfortante que tampoco tengan correlación con la inversión empresarial desfasada<sup>15</sup>. Esos cambios de políticas representan una fuente de fluctuaciones del producto no activadas principalmente por una contracción de la inversión

<sup>11</sup>Estos resultados son sólidos respecto del método de medir la contracción de la inversión y el producto tras la crisis y luego de recesiones históricas. En particular, si bien el resultado de referencia de que la inversión registra una contracción entre dos y tres veces mayor que la del producto está basado en desviaciones respecto de los pronósticos previos a las crisis y a las recesiones, el resultado es similar si se lo compara con pronósticos univariados (método de proyección local). A nivel más general, el resultado de que la inversión se contrae entre dos y tres veces tanto como el producto guarda coherencia con las investigaciones que muestran que la inversión varía de manera relativamente clara en respuesta a las condiciones económicas generales. En la misma línea, como la inversión es más volátil que el producto, una caída de la relación inversión-PIB tras la crisis no sugiere necesariamente que la baja de la inversión haya sido mayor que la que puede explicarse a partir de la disminución del producto.

<sup>12</sup>Cabe aclarar que la conclusión que indica que la correlación reciente de la inversión y el producto en las economías avanzadas ha sido normal en términos generales no es coherente con la observación, destacada en el recuadro 1.2 de la edición de octubre de 2014 del informe WEO, de que los errores negativos en el pronóstico de inversión representan más de la mitad de los errores de pronósticos negativos recientes para el crecimiento del producto. A causa de la volatilidad de la inversión respecto del producto, generalmente elevada, la inversión también representó más de la mitad de los errores negativos en el pronóstico de crecimiento en el período previo a la crisis.

<sup>13</sup>A fin de evaluar la solidez de los resultados, en el capítulo también se analiza una fuente alternativa de fluctuaciones, no activadas por la inversión empresarial: las recesiones vinculadas con el desplome del mercado inmobiliario (anexo 4.3).

<sup>14</sup>Como en el caso anterior, la contracción del producto se mide como la diferencia entre el PIB real efectivo y los pronósticos previos a la crisis publicados en las ediciones de primavera de 2007 de *Consensus Forecasts de Consensus Economics* y el informe WEO del FMI.

<sup>15</sup>Una regresión de los shocks fiscales sobre la inversión empresarial desfasada arroja un coeficiente de pendiente cercano a cero, con un valor *p* del 32%.

empresarial, por lo que son adecuadas para aislar el efecto del producto sobre la inversión.

La relación inversión-producto estimada resultante implica que una baja del 1% en el producto corresponde a una baja del 2,4% en la inversión<sup>16</sup>. Esa relación estimada se analiza luego de forma conjunta con la desviación efectiva del producto con el pronóstico previo a la crisis desde 2007, a fin de ofrecer una idea de cómo se habría esperado que evolucione la inversión luego de la crisis, dado el cambio del producto.

El análisis sugiere que la mayor parte de la caída de la inversión empresarial registrada desde la crisis refleja el bajo nivel de actividad económica (gráfico 4.7). En el caso de las economías avanzadas tomadas como grupo, la baja pronosticada en la inversión empresarial desde la crisis, que promedia un 21%, en términos ponderados según el PIB se acerca a la trayectoria efectiva de la inversión. La caída efectiva de la inversión, que promedia un 20%, se ubica claramente dentro del intervalo de confianza de 90% de la predicción. Así, es poca la proporción de la caída registrada en la inversión que queda sin explicar si se tienen en cuenta los efectos esperados de la caída del producto. Esta conclusión, que sostiene que es poca la proporción de la deficiencia en inversión que queda sin explicar, también se cumple si las economías avanzadas se dividen en subgrupos amplios de economías que sufrieron una crisis bancaria tras 2007 y economías que no la sufrieron.

A fin de evaluar si los resultados responden al impacto de un boom o un deterioro inmediatamente anteriores a la crisis, el análisis se repite sobre la base de desviaciones con los pronósticos hechos en 2004,

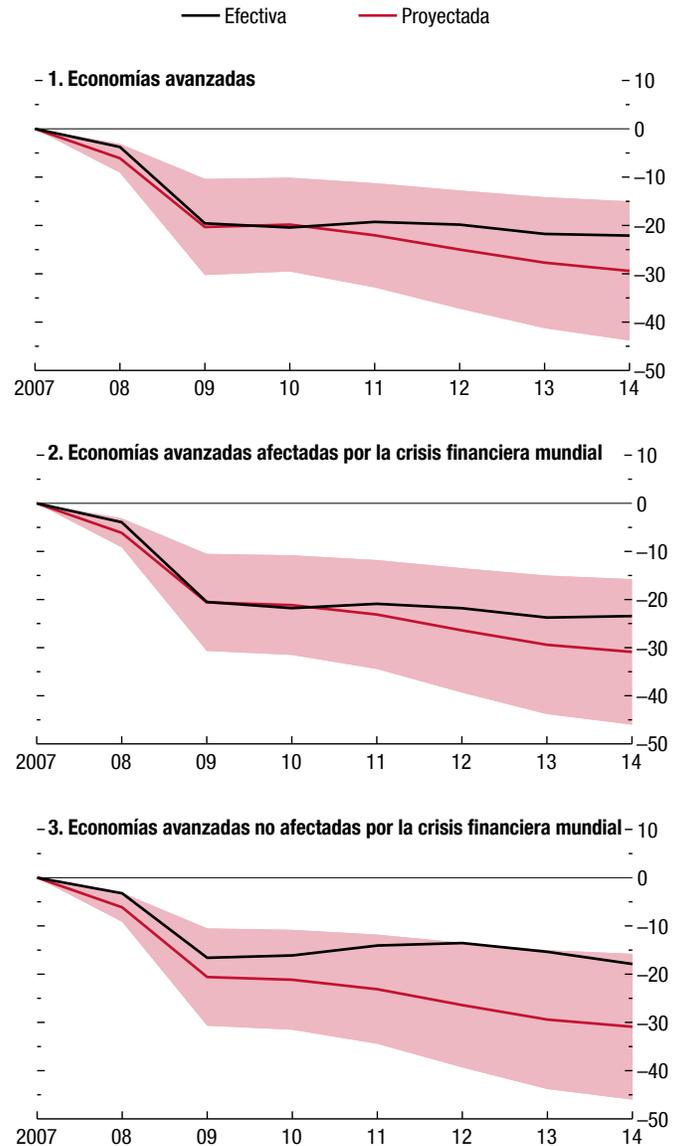
<sup>16</sup>Los resultados de la estimación se obtienen mediante una regresión de cuadrados mínimos en dos etapas. La ecuación estimada es

$$\Delta \ln I_{i,t} = \alpha_i + \lambda_t + \beta \{ \text{Instrumentada } \Delta \ln Y_{i,t} \} + \rho \Delta \ln I_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t,p}$$

donde,  $i$  denota el  $i$ -ésimo país, y  $t$  denota el  $t$ -ésimo año;  $\Delta \ln I_{i,t}$  es la variación en la inversión empresarial real (log); y  $\Delta \ln Y_{i,t}$  es la variación en el PIB real (log). La ecuación tiene en cuenta el valor desfasado del término de inversión, dado que los proyectos de inversión pueden distribuirse a lo largo del tiempo, e incluye un conjunto completo de efectos fijos de país ( $\alpha_i$ ) y de momento ( $\lambda_t$ ). Según se informa en el cuadro del anexo 4.3.1, los resultados de regresión de la primera etapa indican que los shocks fiscales narrativos tienen poder explicativo respecto del crecimiento del PIB real (el estadístico  $F$  en el instrumento excluido tiene un valor  $p$  de menos del 0,01% [o la centésima parte del 1%] y está por encima de 15). La segunda etapa arroja una estimación de  $\beta$  de 2,4 que es estadísticamente significativa al nivel del 1%. La trayectoria predicha para la inversión respecto del pronóstico sobre la base de la evolución del producto respecto del pronóstico se define como  $\ln I_{i,t} - F_{i,2007} \ln I_{i,t} = \beta (\ln Y_{i,t} - F_{i,2007} \ln Y_{i,t})$ , donde  $F_{i,2007}$  se refiere al pronóstico del segundo trimestre de 2007.

**Gráfico 4.7. Inversión empresarial real: Efectiva y proyectada sobre la base de la actividad económica**  
(Desviación porcentual de inversión de pronósticos del segundo trimestre de 2007)

La mayor parte de la caída de la inversión empresarial posterior a la crisis refleja la debilidad de la actividad económica. Para los grandes grupos de economías avanzadas, existe poca inversión no explicada.



Fuentes: Consensus Economics, Haver Analytics, autoridades nacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.  
Nota: Predicción sobre la base de las estimaciones sobre la relación inversión-producto que figura en el cuadro del anexo 4.3.1 y de la caída poscrisis del producto con respecto a los pronósticos previos a la crisis del segundo trimestre de 2007. Las áreas sombreadas denotan intervalos de confianza de 90%. Las economías avanzadas afectadas y no afectadas por la crisis financiera mundial son las que se identifican en Laeven y Valencia (2012).

tres años antes del comienzo de la crisis. Según se informa en el anexo 4.3, los resultados son similares, y también se cumplen si se aplican pruebas de solidez adicionales. En cada caso, los datos empíricos que indican que la inversión es más débil que la que podría esperarse son pocos o nulos.

A nivel general, estos resultados son coherentes con la idea de que la deficiencia de la inversión empresarial en las economías avanzadas es, a nivel general, principalmente un síntoma de la baja actividad económica. Sin embargo, aunque todo indica que la causa aproximada de la caída en la inversión empresarial registrada desde la crisis es la baja actividad económica, esa baja se debe a varios factores, entre los que hay factores financieros.

### Observaciones específicas sobre los distintos países

Los resultados presentados hasta ahora, correspondientes a grupos de economías avanzadas, podrían ocultar casos específicos de deficiencia no explicada en la inversión empresarial, que van más allá de lo que podría esperarse en función de la actividad económica. En esta subsección, por ende, se presentan estimaciones de la proporción de la deficiencia de la inversión que podría explicarse mediante la dinámica de producto, sobre la base de modelos de inversión estimados al nivel de cada país.

El análisis se basa en el modelo convencional acelerador de la inversión, que se aplica a una muestra de 19 economías avanzadas. Un supuesto clave indica que las empresas ajustan su stock de capital gradualmente hacia un nivel proporcional al producto. Además, se supone que las empresas invierten para reemplazar el capital que se deprecia a lo largo del tiempo. De acuerdo con esos supuestos, la teoría predice que la inversión debe responder de manera positiva a los cambios actuales y desfasados del producto y al stock de capital rezagado<sup>17</sup>. En la bibliografía empírica se

<sup>17</sup>En Jorgenson y Siebert (1968) se ofrece una derivación del modelo del acelerador. Sobre la base de la teoría subyacente al modelo, la especificación empírica que suele estimarse sigue la de Oliner, Rudebusch y Sichel (1995):

$$I_t = \alpha + \sum_{i=0}^N \beta_i \Delta K_{t-i}^* + \delta K_{t-1}^*$$

donde  $I_t$  denota la inversión empresarial real y  $\Delta K_t^*$  denota la variación en el stock de capital deseado, que, a su vez, se supone es proporcional a la variación del producto:  $\Delta K_t^* = \zeta \Delta Y_t$ . A fin de atenuar los problemas de causalidad inversa, un enfoque típico implica abandonar el valor contemporáneo de la variación del producto. El análisis, en este caso, incluye 12 rezagos de las variaciones del producto ( $N = 12$ ), lo que también es una elección convencional. También se sigue la bibliografía al momento de normalizar la

concluye que este modelo tiene bases sólidas: por ejemplo, en Oliner, Rudebusch y Sichel (1995) y en Lee y Rabanal (2010), en el caso de Estados Unidos, y, más recientemente, en FMI (2014a) y en Barkbu *et al.* (2015), en el caso de las economías de Europa<sup>18</sup>. En función de la disponibilidad de datos y de la economía en cuestión, la muestra comienza entre el primer trimestre de 1990 y el segundo trimestre de 2000, y finaliza en el tercer trimestre de 2014<sup>19</sup>.

A nivel general, los resultados específicos de los distintos países confirman la conclusión anterior: es poca la deficiencia no explicada de la inversión en los últimos años. En el gráfico 4.8 se presentan los valores efectivos y los proyectados de la inversión empresarial en Alemania, Estados Unidos, Francia y Japón<sup>20</sup>. Los valores efectivos y los proyectados son similares, y las diferencias con el nivel proyectado suelen estar dentro del intervalo de confianza de 90% del modelo<sup>21</sup>. Así, todo indica que el modelo explica satisfactoriamente la deficiencia de la inversión respecto de los pronósticos previos a la crisis, que también se muestran en el gráfico 4.8. El modelo también ofrece, en general, un ajuste adecuado con las demás economías de la muestra, con residuales que por lo general no son estadísticamente distintos de cero y que explican, en el mejor de los casos, la quinta parte de

ecuación según el stock de capital desfasado,  $K_{t-1}$ , a fin de abordar los problemas de no estacionalidad, y de calcular los errores estándar utilizando el procedimiento de Newey-West con un parámetro de truncamiento de rezago de 3, una opción habitual para las muestras de este tamaño. Los resultados de la estimación se presentan en el cuadro del anexo 4.5.1.

<sup>18</sup>Véanse FMI (2014b) y FMI (2014c), donde se presentan otros análisis de la inversión privada en países europeos específicos.

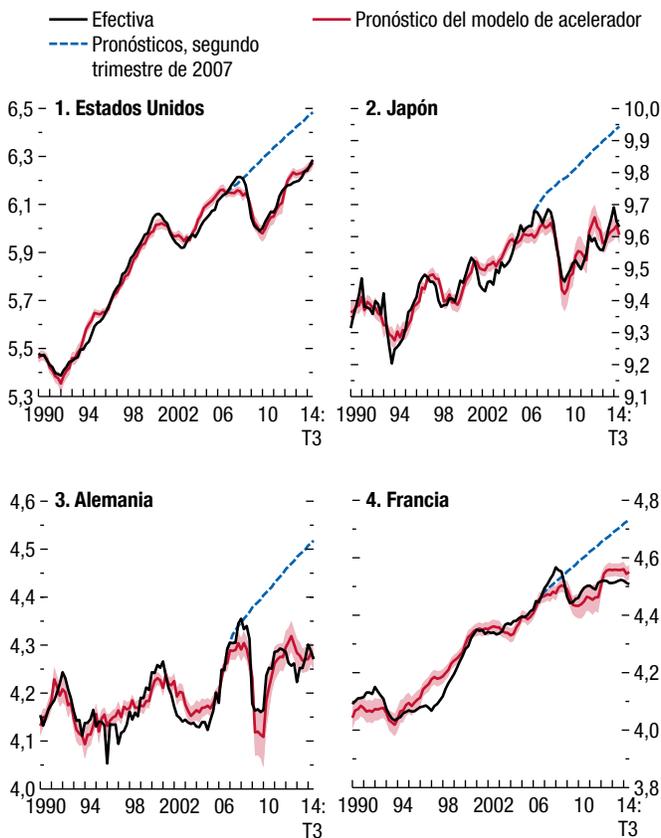
<sup>19</sup>En algunas economías, son limitados los datos sobre el stock de capital empresarial, lo que reduce el tamaño de la muestra. Teniendo en cuenta esa limitación, el análisis se realiza “en la muestra”, utilizando la muestra completa que termina en 2014. No obstante, en el caso de las ocho economías de la muestra con datos que comienzan en 1990 (es decir, que cubren al menos dos ciclos económicos), el análisis también se repite, a los fines de mejorar la solidez, “fuera de la muestra”, sobre la base de los datos que llegan a 2006 (gráfico del anexo 4.5.1 y cuadro del anexo 4.5.2).

<sup>20</sup>El modelo arroja valores proyectados para la tasa de inversión (la inversión como proporción del stock de capital del período anterior). En el gráfico 4.8 se actualiza la escala de los valores ajustados según el stock de capital desfasado a fin de obtener valores proyectados para el nivel de inversión. A fin de poner los residuales en perspectiva, el gráfico también muestra el nivel efectivo de inversión y el pronóstico previo a la crisis, que se toma de la edición de abril de 2007 de los *Consensus Forecasts* de Consensus Economics o, si no está disponible, de la edición de abril de 2007 del informe WEO.

<sup>21</sup>Según se informa en el gráfico del anexo 4.5.2, el resultado de un ajuste adecuado entre los valores efectivos y los proyectados de la inversión empresarial también se cumple si se amplía la especificación de referencia a fin de que incluya el costo para el usuario del capital.

**Gráfico 4.8. Modelo de acelerador: Inversión empresarial real (Índice log)**

La inversión empresarial efectiva se ha acercado al nivel pronosticado por el modelo de acelerador desde la crisis.



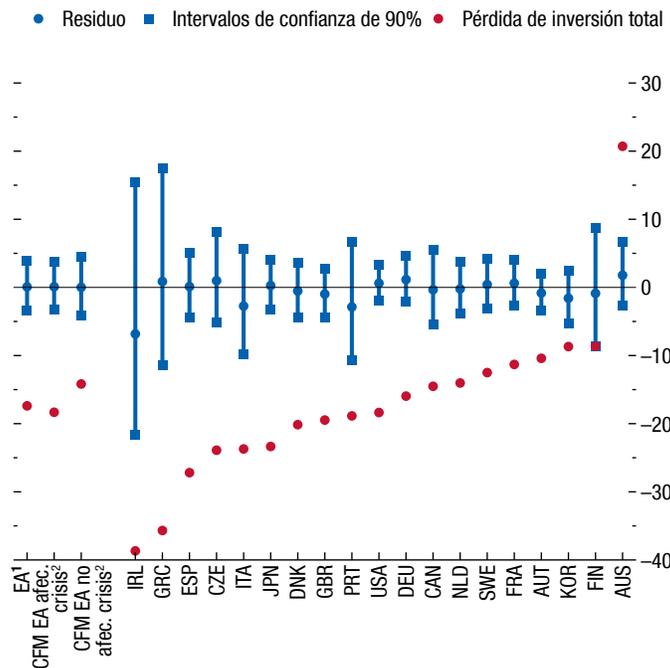
Fuentes: Consensus Economics, Haver Analytics, autoridades nacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.  
 Nota: Los pronósticos de inversión del modelo de acelerador se calculan multiplicando el valor pronosticado para la tasa de inversión por el stock de capital desfasado. Las áreas sombreadas denotan intervalos de confianza de 90%, con base en el estimador Newey-West.

la pérdida total de inversión respecto de los pronósticos previos a la crisis sobre el período 2008–14 (gráfico 4.9). Además, esos resultados guardan coherencia con los presentados en la subsección anterior. En el gráfico 4.9 se ofrecen promedios ponderados según el PIB de estos resultados específicos de los distintos países correspondientes a las economías avanzadas de la muestra, y esos resultados aportan pocas pruebas de una deficiencia de inversión no explicada.

Al mismo tiempo, el análisis revela unos pocos casos de deficiencia de inversión en el período 2011–14 que el modelo no logra explicar. En particular, en el caso de

**Gráfico 4.9. Inversión empresarial real: Residuos del modelo de acelerador y pérdidas de inversión con respecto a los pronósticos previos a la crisis; 2008–14 (Porcentaje)**

Generalmente, el modelo proporciona un ajuste adecuado, y los residuos son, típica y no estadísticamente, distintos de cero y dan cuenta, como máximo, de un quinto de la pérdida total con respecto a los pronósticos para 2008–14 realizados antes de la crisis financiera mundial.

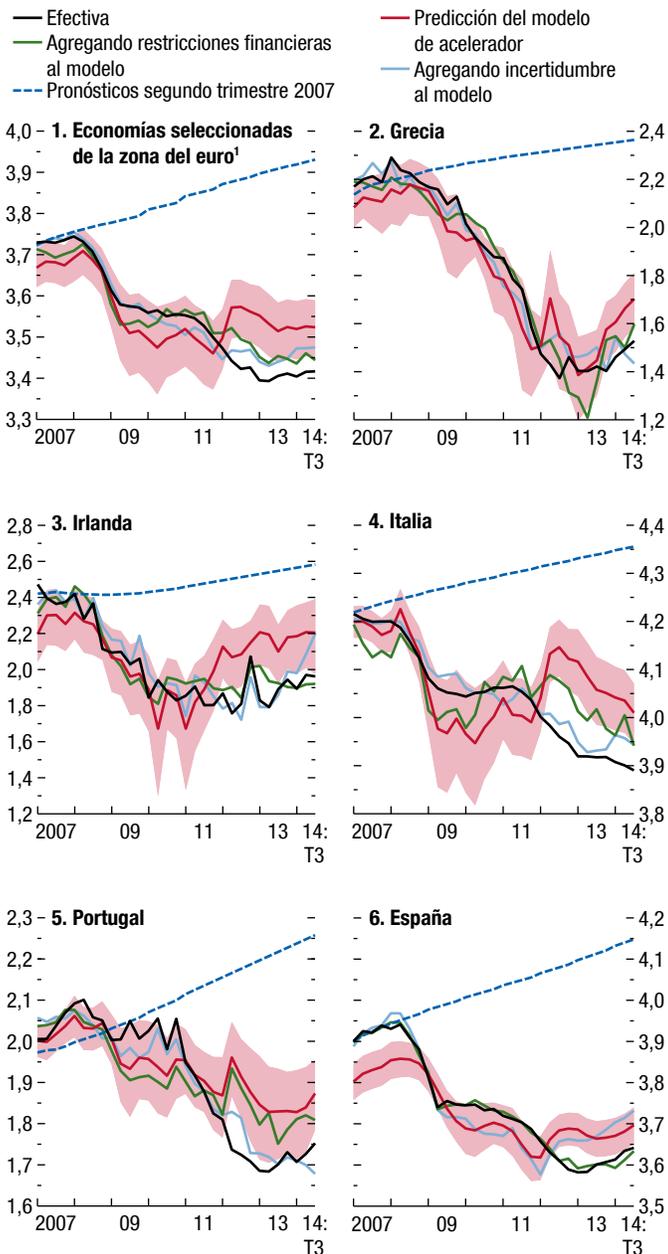


Fuentes: Consensus Economics, Haver Analytics, autoridades nacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.  
 Nota: La pérdida de inversión total denota desviaciones promedio de la inversión efectiva de los pronósticos previos a la crisis (segundo trimestre de 2007). Los residuos denotan desviaciones promedio de la inversión efectiva de las predicciones del modelo de acelerador. En las leyendas de datos en el gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).  
<sup>1</sup>19 economías avanzadas, como se indica en el gráfico.  
<sup>2</sup>Las economías avanzadas CFM afectadas y no afectadas por la crisis son las que se identifican en Laeven y Valencia (2012).

las economías de la zona del euro con diferenciales de endeudamiento elevados en la crisis de deuda soberana de 2010–11, la inversión real efectiva se ubica un 7% por debajo del nivel que implica el modelo del acelerador, en promedio, en el período 2011–14, aunque la brecha no siempre es estadísticamente significativa (gráfico 4.10). A fin de contextualizar estos residuales, recordemos que la caída de la inversión respecto de las proyecciones previas a la crisis promedió aproximadamente un 40% por año desde la crisis. Y, durante 2008–10, la inversión se mantuvo aproximadamente un 4% por encima del nivel proyectado para esas

**Gráfico 4.10. Economías seleccionadas de la zona del euro: Modelo de acelerador; rol de las restricciones financieras e incertidumbre en torno a las políticas**  
(Índice log)

En algunas economías de la zona del euro existen casos de deficiencia de inversión no explicada en 2011–14, y los datos señalan que las restricciones financieras y la incertidumbre en torno a las políticas, no solo el producto, frenan la inversión. Al comienzo de la crisis, la inversión estaba por encima del nivel pronosticado para estas economías.



Fuentes: Consensus Economics, Haver Analytics, autoridades nacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Los valores ajustados de la inversión se calculan multiplicando los valores ajustados de la tasa de inversión por el stock de capital desfasado. Las áreas sombreadas denotan intervalos de confianza de 90%, con base en el estimador Newey-West.

<sup>1</sup>Economías de la zona del euro (España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal) con diferenciales de endeudamiento altos durante la crisis de la deuda soberana de 2010–11.

economías, en promedio, aunque la desviación no era estadísticamente significativa<sup>22</sup>.

A fin de investigar la razón de estos casos de deficiencia de inversión no explicada, el análisis tiene en cuenta dos factores que se enfatizaron en el debate sobre políticas: las restricciones financieras y la incertidumbre política. Las empresas con restricciones financieras enfrentan dificultades al momento de ampliar la inversión empresarial porque carecen del financiamiento para hacerlo, independientemente de sus perspectivas de negocios. En este caso, las restricciones financieras se miden como el porcentaje de los encuestados que figuran en Encuestas de Consumo y Empresas de la Comisión Europea, que identifican esas restricciones como un factor que limita su producción empresarial<sup>23</sup>. La incertidumbre respecto de las perspectivas económicas puede desalentar la inversión por el carácter desigual e irreversible de los proyectos de inversión. En este caso se mide de acuerdo con el índice de incertidumbre política de Baker, Bloom y Davis (2013), que se basa en la información de las noticias de la incertidumbre económica relacionada con las políticas<sup>24</sup>. Si estas variables se suman directamente al modelo estimado, el análisis puede revelar su influencia independiente —más allá del rol que tienen a través del producto— sobre la inversión<sup>25</sup>.

Los resultados guardan coherencia con la idea de que, en el caso de algunas economías, las restricciones financieras y la incertidumbre política tuvieron un rol que va más allá del producto al momento de obstaculizar la

<sup>22</sup>La inversión en España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal promedió aproximadamente un 1,1% del PIB menos que la proyección del modelo en 2011–14, y aproximadamente un 0,6% del PIB más que la proyección del modelo en 2008–10.

<sup>23</sup>En estas encuestas se solicita a los encuestados que identifiquen los factores que restringen su producción, si existen. Aunque las variables basadas en encuestas tienen limitaciones, la variable en principio refleja tanto el rol de los costos de endeudamiento como el rol de las restricciones cuantitativas al endeudamiento (racionamiento del crédito). A fin de que sea más fácil interpretar los resultados de la regresión, la variable se normaliza sustrayendo la media, de cada economía, y dividiendo según la desviación estándar. Así, el índice tiene una media de 0 y una desviación estándar de 1.

<sup>24</sup>Según se explica en Baker, Bloom y Davis (2013), el índice cuantifica la cobertura en los periódicos de términos relacionados con la incertidumbre respecto de la política económica (anexo 4.1). El índice también incorpora información sobre el grado de desacuerdo entre pronosticadores profesionales acerca de la evolución futura de variables macroeconómicas pertinentes para la política, como la inflación y los saldos presupuestarios gubernamentales. Así, puede reflejar la incertidumbre acerca de las perspectivas económicas generales.

<sup>25</sup>La influencia normal de ambas variables sobre la inversión a través del producto ya estaría reflejada en el modelo de referencia estimado anteriormente.

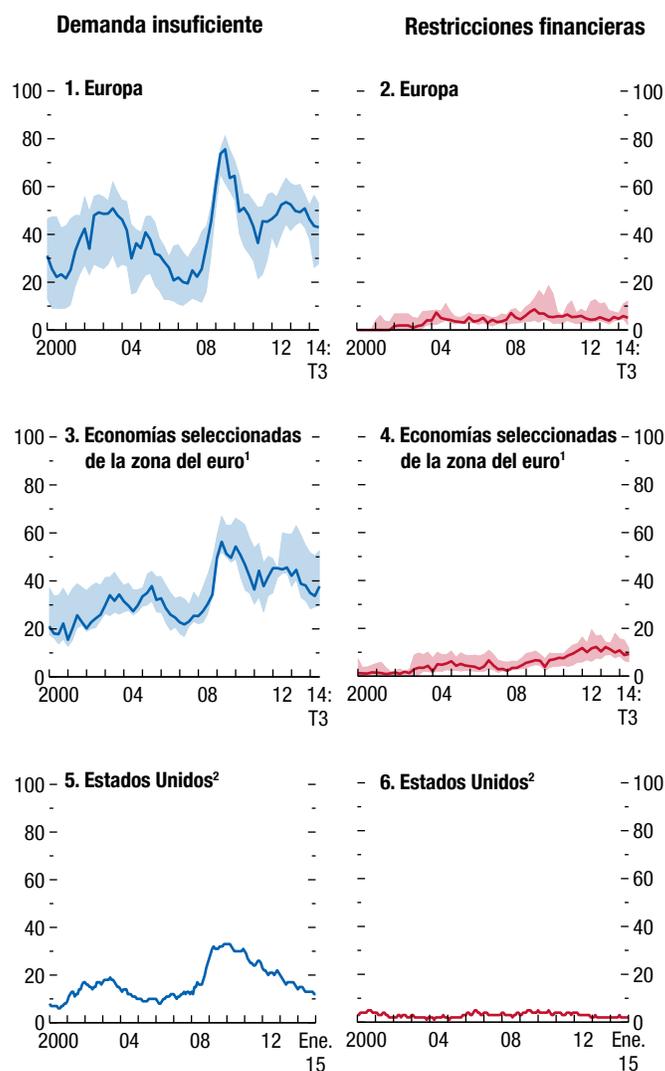
inversión en años recientes. En el caso de las economías de la zona del euro con diferenciales de endeudamiento elevados durante la crisis de deuda soberana de 2010–11, agregando las variables al modelo del acelerador se reduce el grado de inversión no explicado. El gráfico 4.10 muestra los resultados de agregar esas variables, de a una, al modelo de referencia. Las estimaciones del coeficiente de regresión subyacente típicamente también tienen el signo negativo esperado y son estadísticamente significativas, aunque no siempre son económicamente significativas<sup>26</sup>. Estos resultados mixtos reflejan la dificultad inherente al momento de separar los roles independientes de estas variables que afectan toda la economía, además de la cantidad limitada de observaciones sobre cada país, desde la crisis, con datos de restricciones e incertidumbre disponibles.

A nivel general, los resultados de esta sección indican que la mayor parte del desplome de la inversión empresarial registrada desde la crisis refleja el bajo nivel de producto y guardan coherencia con la idea de que la deficiencia de la inversión es principalmente un síntoma de un contexto económico deficiente. Los resultados también son coherentes con las encuestas de empresas, que a menudo indican que la falta de demanda de los clientes es el principal de los factores que limitan la producción (gráfico 4.11). También existen algunos datos que sugieren que las restricciones financieras y la incertidumbre política tienen un rol en algunas economías. No obstante, identificar el efecto de esos factores sobre la base de datos macroeconómicos es difícil, especialmente teniendo en cuenta la cantidad limitada de observaciones sobre cada país desde la crisis. Por ende, en la próxima sección se trabaja con datos a nivel de las empresas, para evaluar más claramente si las restricciones financieras y la incertidumbre política limitaron la inversión desde la crisis.

### Gráfico 4.11. Respuestas a encuestas de empresas: Factores que limitan la producción

(Porcentaje)

En las encuestas, las empresas señalan una demanda insuficiente por parte de los clientes como factor dominante.



Fuentes: Comisión Europea, Business and Economic Surveys; National Federation of Independent Business, *Small Business Economic Trends*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: En el gráfico, las líneas sólidas indican la mediana del porcentaje de los encuestados de los distintos países del grupo, e indican que la demanda y las restricciones financieras, respectivamente, han limitado la producción; las áreas sombreadas muestran la dispersión entre los países (los percentiles 25 y 75 de la muestra).

<sup>1</sup>Economías de la zona del euro (España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal) con diferenciales de endeudamiento altos durante la crisis de la deuda soberana de 2010–11.

<sup>2</sup>Porcentaje de pequeñas empresas encuestadas por la National Federation Independent Business que señalaron las “pocas ventas” (línea azul) o las “tasas financieras y de interés” (línea roja) como el problema más importante que afrontan; promedio móvil de tres meses.

<sup>26</sup>Según se informa en el cuadro del anexo 4.5.3, las estimaciones del coeficiente implican que un aumento de una desviación estándar en la variable de restricciones financieras corresponde a una caída en la tasa de inversión (la inversión como proporción del stock de capital del año anterior) de entre 0 y 1,1 puntos porcentuales del stock de capital. Un aumento de una desviación estándar en la variable de incertidumbre política se vincula con una caída de la tasa de inversión de entre 0 y 0,4 puntos porcentuales del stock de capital. A fin de contextualizar esas estimaciones, cabe señalar que la tasa de inversión de España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal es en promedio del 2,3% del stock de capital.

## ¿Qué empresas recortaron más la inversión? El rol de las restricciones financieras y la incertidumbre política

A fin de ofrecer más datos acerca de qué factores, más allá de la actividad económica agregada, restringieron la inversión desde el comienzo de la crisis, en esta sección se analiza qué tipos de empresas recortaron más su inversión en los últimos años. El análisis se concentra en el rol de las restricciones financieras y la incertidumbre política, sobre el que el análisis de la sección anterior ofrece datos interesantes. En particular, en esta sección se analiza si la menor disponibilidad de crédito generó una baja en la inversión empresarial, luego de tener en cuenta el efecto de las ventas y otros factores sobre la inversión. También se analiza si los períodos de incertidumbre elevada tuvieron un rol independiente en la reducción de la inversión de las empresas.

El uso de datos a nivel de las empresas presenta algunas ventajas notables. La gran cantidad de observaciones permite que el análisis tenga en cuenta muchísimos factores que afectan la inversión, lo que incluye el uso de efectos fijos a nivel de la empresa, a nivel del año de la industria y a nivel del año del país. Este análisis utiliza datos anuales de 27.661 empresas de 32 economías avanzadas en el período 2000–13, basados en datos anuales tomados de Worldscope de Thomson Reuters<sup>27</sup>.

Al mismo tiempo, el uso de datos a nivel de las empresas exige algunas precauciones. Como los datos de Worldscope de Thomson Reuters cubren únicamente empresas que cotizan en bolsa, los resultados obtenidos no cubren necesariamente la totalidad de la economía, que incluye a pequeñas y medianas empresas que no cotizan en bolsa. Además, los datos sobre la inversión a nivel de las empresas se basan en el gasto de capital total, tanto en la economía interna como en el extranjero. No obstante, en este contexto, resulta reconfortante que la suma de la inversión de todas las empresas del conjunto de datos tenga correlación con la inversión empresarial interna tomada de las cuentas nacionales<sup>28</sup>. Esto sugiere que los resultados obtenidos

<sup>27</sup>Los datos se toman de Worldscope de Thomson Reuters y muestran los balances, los flujos de caja y los estados de resultados de todas las empresas no financieras que cotizan en bolsa.

<sup>28</sup>A nivel general, según los datos a nivel de las empresas, la inversión de las empresas del conjunto de datos totaliza un 37% del total de inversión empresarial (de toda la economía) en el período 2000–13. No obstante, es reconfortante que, según se informa en el cuadro del anexo 4.2.1, la inversión empresarial total y la suma de la inversión a nivel de las empresas tienen correlación. En particular, un

en esta sección, correspondientes a las empresas que cotizan en bolsa, son pertinentes para las empresas a nivel general.

### El rol de las restricciones financieras

A fin de arrojar luz sobre el rol de la disponibilidad de crédito reducida al momento de limitar la inversión, en esta subsección se analiza si, en las crisis bancarias recientes, las empresas de sectores con más dependencia financiera registraron una mayor caída de la inversión que las de otros sectores.

La metodología es similar al enfoque de “diferencia en diferencia” de Dell’Ariccia, Detragiache y Rajan (2008), donde se investiga el impacto de las crisis bancarias previas (durante 1980–2000) sobre la producción de las empresas, tanto en economías avanzadas como en economías de mercados emergentes. La premisa del enfoque de diferencia en diferencia es que si la disponibilidad de crédito es pertinente para la reducción de la inversión cuando se produce una crisis bancaria, se podría esperar que los sectores que recurren mayormente al financiamiento externo recorten sus inversiones más que otros sectores. Vale la pena reconocer que, si bien este enfoque de diferencia en diferencia es idóneo para analizar factores que explican las diferencias de desempeño de distintas empresas tras las crisis bancarias, no cuantifica directamente los efectos sobre la totalidad de la economía.

El análisis de esta subsección cubre el período 2000–13 y se concentra en las economías avanzadas, lo que implica que la mayor parte de las crisis bancarias de la muestra son las registradas desde 2007. A diferencia de la investigación incluida en Dell’Ariccia, Detragiache y Rajan (2008), el foco en este caso está puesto en la inversión empresarial, y no en la producción de las empresas. De acuerdo con los estudios, la dependencia de una empresa del financiamiento externo se mide según la fracción de su inversión que no se financia con fondos internos<sup>29</sup>. Por ejemplo, uno

aumento del 1% en la inversión empresarial total se asocia, en promedio, con un aumento del 0,8% en la suma de la inversión a nivel de las empresas. El resultado de una relación que es prácticamente uno a uno entre la inversión empresarial de toda la economía y la inversión a nivel de las empresas se cumple con diversas divisiones de muestra, e incluso si se tienen en cuenta efectos fijos de país y de tiempo.

<sup>29</sup>La ecuación estimada tiene la tasa de inversión de la empresa (el gasto de capital como proporción del stock de capital del año anterior) como variable dependiente en el lado izquierdo. En el lado derecho, la variable explicativa de interés es el nivel de dependencia

**Cuadro 4.1. Datos a nivel de empresas: Canal de limitaciones financieras**

	(1)	(2)	(3)
Variable dependiente: Coeficiente de inversión empresarial sobre capital desfasado			
Crisis bancaria x dependencia financiera	-0,024*** (0,007)	-0,023*** (0,007)	-0,026*** (0,008)
Recesión x dependencia financiera			0,008 (0,006)
Coeficiente de ventas sobre capital desfasado		0,008*** (0,000)	0,008*** (0,000)
Q de Tobin desfasada		0,042*** (0,002)	0,042*** (0,002)
Efectos fijos			
Empresa	Y	Y	Y
Sector x año	Y	Y	Y
País x año	Y	Y	Y
Número de observaciones	161.073	160.239	160.239
R <sup>2</sup>	0,03	0,13	0,13

Fuentes: Haver Analytics, autoridades nacionales, Worldscope de Thomson Reuters y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En el cuadro se presentan los resultados de una regresión de panel con efectos fijos a nivel de empresas, los sectores por año y los países por año. Las fechas de las crisis bancarias se identifican en Laeven y Valencia (2012). Las fechas de las recesiones se tomaron de Claessens, Kose y Terrones (2012). Los errores estándar se muestran entre paréntesis.

\*\*\* $\rho < 0,01$ .

de los sectores que más dependen del financiamiento externo es el de medicamentos y productos farmacéuticos; y uno de los que menos dependen del financiamiento externo es el de bebidas.

Los resultados de la estimación son coherentes con la idea de que la contracción de la disponibilidad de crédito en las crisis bancarias recientes tuvo un rol en

financiera, vinculado con una variable que indica si la economía está experimentando una crisis bancaria. La ecuación estimada es

$$\frac{I_{ijk,t}}{K_{ijk,t-1}} = \beta \text{Dependencia financiera}_j \times \text{Crisis bancaria}_{k,t} + \sum_l \gamma_l x_{ijk,t} + \alpha_i + \sum_{k,t} \lambda_{k,t} d'_{k,t} + \sum_{j,t} \phi_{j,t} d'_{j,t} + \epsilon_{ijk,t}$$

donde  $i$  denota la  $i$ -ésima empresa,  $j$  denota el  $j$ -ésimo sector y  $k$  denota el  $k$ -ésimo país. La ecuación también tiene en cuenta dos factores clave a nivel de las empresas, incluidos en los términos  $x$ : el nivel de ventas y la Q de Tobin en el período anterior. De acuerdo con los estudios, la Q de Tobin se calcula utilizando datos de Worldscope de Thomson Reuters como la suma del valor de mercado del capital y el valor en libros de la deuda, dividido por el valor en libros de los activos. Por último, como ya se indicó, la ecuación tiene en cuenta efectos fijos de las empresas ( $\alpha_i$ ) y efectos fijos de año del sector ( $d_{j,t}$ ) y del año del país ( $d_{k,t}$ ). Como en el trabajo innovador de Rajan y Zingales (1998), el análisis supone que la dependencia de una empresa del financiamiento externo es una característica intrínseca de su sector industrial. En el anexo 4.2 se ofrecen detalles acerca de cómo se calcula la aproximación a nivel del sector de la dependencia intrínseca de una empresa del financiamiento externo. Los errores estándar se agrupan en el nivel año-país-sector de tres dígitos. Los resultados del análisis son similares si la variable ficticia de la crisis bancaria tiene un rezago de un año y si la muestra se limita a los años posteriores a 2006.

la reducción de la inversión empresarial. En particular, según se indica en el cuadro 4.1, los sectores con mayor dependencia financiera invierten significativamente menos que los sectores con menor dependencia durante crisis bancarias. En las crisis bancarias, los sectores con más dependencia financiera (los ubicados en el 25% superior de la distribución de dependencia externa) registran una caída de la tasa de inversión —el gasto de capital como proporción del stock de capital del año anterior— aproximadamente 1,6 puntos porcentuales mayor que la de sectores con menos dependencia financiera (los ubicados en el 25% inferior de la distribución de dependencia externa)<sup>30</sup>. Esa diferencia representa aproximadamente un 10% de la mediana de la tasa de inversión de la muestra, de un 16%<sup>31</sup>.

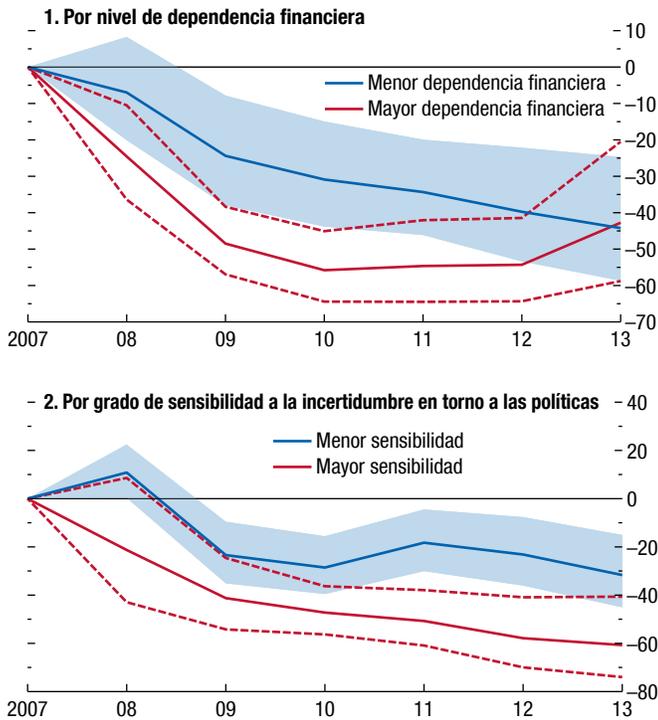
<sup>30</sup>Como se indica en el cuadro 4.1, se estima que el coeficiente sobre la interacción de la dependencia financiera y la crisis bancaria es de -0,02, lo que implica que el aumento del nivel de dependencia desde el 25% inferior al 25% superior de la distribución —un aumento de 0,8 unidades en el índice— reduce la tasa de inversión 1,6 puntos porcentuales ( $-0,02 \times 0,8 \times 100$ ). La estimación es muy estadísticamente significativa (a nivel del 1%) y sólida tras la inclusión de controles a nivel de las empresas en la especificación, además del conjunto de efectos fijos ya mencionados.

<sup>31</sup>Estos resultados podrían estar afectados por el “sesgo de supervivencia”, que sesga el análisis en contra de los resultados que respaldan la influencia de las restricciones financieras. En particular, las empresas que sufrieron las restricciones financieras más serias durante la crisis y dejaron de funcionar quedan excluidas de la muestra por definición. A pesar de su exclusión, el análisis muestra efectos significativos de las restricciones financieras, lo que sugiere que los efectos reales de esas restricciones podrían ser mayores que los que se informan aquí.

**Gráfico 4.12. Inversión de empresas desde la crisis, por tipo de empresa**

(Porcentaje; respuestas a los impulsos sobre la base del método de proyección local)

Las empresas de los sectores que son más financieramente dependientes redujeron la inversión en forma más pronunciada que otras empresas, particularmente al comienzo de la crisis. Las empresas de los sectores más sensibles a la incertidumbre en torno a las políticas también redujeron su inversión en mayor medida que otras empresas.



Fuentes: Thomson Reuters Worldscope y estimaciones del personal técnico del FMI. Nota: Las empresas menos (más) financieramente dependientes y menos (más) sensibles son las que se ubican en el 25% más bajo (más alto) de la dependencia externa y la distribución de la sensibilidad basada en información de las noticias, respectivamente, como se explica en este capítulo. Las áreas sombreadas (menos dependiente/sensible) y las líneas punteadas (más dependiente/sensible) denotan intervalos de confianza de 90%. La muestra abarca todas las economías avanzadas excepto Chipre, Letonia, Malta y San Marino.

En el gráfico 4.12 se ofrece una ilustración sencilla de este resultado, informando la evolución de la inversión de las empresas en el 25% superior y en el 25% inferior de la distribución de dependencia externa de todas las economías avanzadas desde 2007. Teniendo en cuenta la falta de proyecciones previas a la crisis sobre la inversión en sectores específicos, los resultados se presentan como desviaciones respecto de una proyección univariada de la inversión<sup>32</sup>. El gráfico

<sup>32</sup>En particular, el gráfico muestra las respuestas de impulso sobre la base del método de proyección local de Jordà (2005), según se describe en el anexo 4.4. A los fines de esta ilustración, el análisis

sugiere que en 2009, la inversión había caído un 50%, respecto de la proyección, en las empresas en los sectores con mayor dependencia financiera: aproximadamente el doble que la disminución de la inversión de empresas en sectores con menor dependencia financiera. En 2009–10, la diferencia entre los dos grupos de empresas es estadísticamente significativa. En años más recientes, no obstante, la diferencia entre los dos grupos se reduce, y en 2013 deja de ser evidente.

El efecto de las crisis bancarias sobre la inversión empresarial analizado hasta ahora podría, en principio, reflejar la respuesta normal de los balances de las empresas a una recesión, y no obstáculos especiales producto de la debilidad del sector financiero. Muchas crisis bancarias coinciden con las recesiones, en las que el nivel de ventas bajo redundaría en balances más débiles, lo que podría llevar a las empresas que dependen más del financiamiento externo a realizar un nivel desproporcionadamente menor de inversiones.

A fin de distinguir el efecto de esos efectos de las recesiones sobre el balance de los efectos específicos de las crisis bancarias, el análisis tiene en cuenta efectos diferenciales separados durante recesiones y durante crisis bancarias. Si ambos efectos se tienen en cuenta, el efecto estimado de las crisis bancarias no cambia respecto de la estimación de referencia, lo que sugiere que los resultados reflejan distorsiones en la oferta de crédito relacionadas con las crisis bancarias (cuadro 4.1)<sup>33</sup>. Aunque en este capítulo no se profundiza el análisis de los roles específicos de la deficiencia de los balances de las empresas y la oferta de crédito reducida, se realizan cada vez más estudios sobre el tema, y sugieren que ambos canales han sido importantes<sup>34</sup>.

no tiene en cuenta efectos fijos del año del país, el año del sector o las empresas, ni otras características sectoriales de las empresas, que podrían contribuir al impacto de otros canales a través de la dependencia financiera.

<sup>33</sup>Sobre la base de Dell’Ariccia, Detragiache y Rajan (2008), en el capítulo se hace una distinción entre los dos efectos agregando un término de interacción a la ecuación de referencia estimada:  $\text{Dependencia financiera}_j \times \text{Recesión}_{k,t}$ . Según se informa en el cuadro 4.1, el coeficiente de este término es estadísticamente no distinto de cero, mientras que el coeficiente sobre la variable de interés clave,  $\text{Dependencia financiera}_j \times \text{Crisis bancaria}_{k,t}$ , no cambia y sigue siendo estadísticamente significativo.

<sup>34</sup>Por ejemplo, en Kalemlı-Ozcan, Laeven y Moreno (de próxima publicación) se investigan los roles separados de la deficiencia de los balances corporativos, el exceso de deuda corporativa y la deficiencia de los balances bancarios al momento de reducir la inversión en Europa en años recientes utilizando un conjunto de datos a nivel de las empresas sobre pequeñas y medianas empresas, en los que cada empresa se vincula con su banco. Los autores concluyen que los tres factores redujeron la inversión en empresas pequeñas, pero que el

### El rol de la incertidumbre política

Con el objetivo de esclarecer el rol de la incertidumbre sobre la reducción de la inversión, en esta subsección se analiza si la inversión en sectores que son más sensibles a la incertidumbre es menor durante épocas de incertidumbre elevada en toda la economía.

El enfoque es análogo al enfoque de diferencia en diferencia adoptado en la última subsección. La premisa es que si el canal de incertidumbre es importante para la reducción de la inversión, eso debería reflejarse en un desempeño relativamente peor, durante períodos de incertidumbre elevada en toda la economía, en los sectores más sensibles a la incertidumbre que en los sectores menos sensibles. La sensibilidad de una empresa a la incertidumbre en la totalidad de la economía se mide según la correlación habitual del retorno sobre el stock de capital y la incertidumbre de la economía, teniendo en cuenta la rentabilidad de mercado a nivel general<sup>35</sup>. La incertidumbre de toda la economía, a su vez, se mide sobre la base de los indicadores de incertidumbre sobre la política económica de Baker, Bloom y Davis (2013), basado en información de las noticias, que se utilizaron anteriormente en el presente capítulo. Intuitivamente, los sectores más sensibles a la incertidumbre incluyen aquellos en los que sería lógico esperar decisiones de inversión desiguales e irreversibles, como, por ejemplo, el trabajo con concreto; los menos sensibles incluyen, por ejemplo, los servicios de veterinaria<sup>36</sup>.

exceso de deuda corporativa (definido según el coeficiente deudaganancias a largo plazo) fue el más importante.

<sup>35</sup>Como en el caso anterior, la ecuación estimada tiene la tasa de inversión de la empresa como variable dependiente en el lado izquierdo. En el lado derecho, la variable independiente de interés es el nivel de sensibilidad a la incertidumbre vinculado con el nivel de volatilidad del mercado de acciones. La ecuación estimada es

$$\frac{I_{ijk,t}}{K_{ijk,t-1}} = \beta \text{ Sensibilidad a la incertidumbre}_j \times \text{Volatilidad}_{k,t} + \sum_t \gamma_t x_{ijk,t} + \alpha_i + \sum_{k,t} \lambda_{k,t} d_{k,t} + \sum_{j,t} \phi_{j,t} d_{j,t} + \epsilon_{ijk,t}$$

donde se incluye el mismo conjunto de controles adicionales que se utilizó anteriormente. El nivel de volatilidad agregada en el mercado de acciones del país  $k$  en el año  $t$  ( $\text{Volatilidad}_{k,t}$ ) se mide en este caso como la desviación estándar de la rentabilidad semanal del índice del mercado de acciones a nivel del país. La volatilidad del mercado de acciones tiene una correlación elevada con el índice de incertidumbre política de toda la economía desarrollado en Baker, Bloom y Davis (2013). El indicador de sensibilidad a la incertidumbre corresponde al nivel de los sectores y no varía con el tiempo. Se estima sobre la base de una muestra previa a la crisis que abarca el período 2000–06.

<sup>36</sup>Como en el caso del índice de dependencia financiera específico de los sectores utilizado anteriormente, la estimación de la sensibilidad a la incertidumbre específica de los sectores se

Los resultados de la estimación son generalmente coherentes con la idea de que un aumento de la incertidumbre en toda la economía hace que las empresas inviertan menos. En particular, según se informa en el cuadro 4.2, los sectores que son más sensibles a la incertidumbre registran una mayor caída de la inversión que sectores menos sensibles durante períodos de incertidumbre elevada en toda la economía. Los resultados son económica y estadísticamente significativos, e implican que, si se registran niveles máximos de volatilidad bursátil en toda la economía (en el 10% superior de los episodios, que en general corresponden a 2008–09 en la muestra), la inversión en los sectores más sensibles a la incertidumbre (los del 25% superior de la distribución) registra una caída de 1,3 puntos porcentuales mayor que la que registra la inversión en los sectores menos sensibles (los del 25% inferior). Este diferencial representa aproximadamente un 8% de la mediana de la tasa de inversión de 16 puntos porcentuales (1,3/16)<sup>37</sup>.

En el panel 2 del gráfico 4.12 se ofrece una ilustración simple de esta conclusión, mediante la evolución de la inversión en las empresas del 25% superior y las del 25% inferior de la distribución de sensibilidad a la incertidumbre de todas las economías avanzadas desde 2007<sup>38</sup>. Se sugiere que en 2011 la inversión había bajado aproximadamente un 50% respecto del pronóstico en los sectores más sensibles a la incertidumbre: más del doble de la caída registrada en los sectores menos sensibles. En 2011–12, la diferencia entre los dos grupos es estadísticamente significativa. Luego de ese período, la diferencia se desvanece.

calcula para Estados Unidos y se aplica a las demás economías. En particular, la mediana del coeficiente a nivel de las empresas obtenido para cada sector de Estados Unidos se aplica a las demás economías.

<sup>37</sup>Como se indica en el cuadro 4.2, se estima que el coeficiente sobre la interacción de la incertidumbre (basada en información de las noticias) y la volatilidad del mercado de acciones efectiva es de  $-0,02$ . La estimación es muy significativa estadísticamente (a nivel del 1%) y sólida tras la inclusión de controles a nivel de las empresas en la especificación, además del conjunto de efectos fijos mencionado anteriormente. La estimación implica que si se registran niveles máximos de incertidumbre en toda la economía en el 10% superior de la distribución (una volatilidad de más de 4,46), las empresas de los sectores más sensibles (el 25% superior de la distribución) deberían registrar un nivel de inversión sustancialmente menor que las de los sectores menos sensibles (el 25% inferior de la distribución). En particular, el cambio desde el 25% inferior al 25% superior de las empresas en términos de sensibilidad (una diferencia de 0,14 unidades en el índice) implica una reducción de la tasa de inversión de 1,3 puntos porcentuales ( $-0,02 \times 0,14 \times 4,46 \times 100$ ).

<sup>38</sup>Como en el caso anterior, el gráfico muestra las respuestas de impulso sobre la base del método de proyección local.

**Cuadro 4.2. Datos a nivel de empresas: Canal de incertidumbre política**

	(1)	(2)	(3)
Variable dependiente: Coeficiente de inversión empresarial sobre capital desfasado			
Volatilidad del mercado x sensibilidad a la incertidumbre política	-0,010* (0,006)	-0,028*** (0,008)	-0,017** (0,008)
Crisis bancaria x dependencia financiera		-0,024*** (0,007)	-0,023** (0,007)
Coeficiente de ventas sobre capital desfasado			0,008*** (0,000)
Q de Tobin desfasado			0,042*** (0,002)
Efectos fijos			
Empresa	Y	Y	Y
Sector x año	Y	Y	Y
País x año	Y	Y	Y
Número de observaciones	202.211	160.476	159.645
R <sup>2</sup>	0,03	0,03	0,13

Fuentes: Haver Analytics, autoridades nacionales, Worldscope de Thomson Reuters y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En el cuadro se presentan los resultados de una regresión de panel con efectos fijos a nivel de empresas, los sectores por año y los países por año. La volatilidad del mercado se mide como la desviación estándar de la rentabilidad semanal del índice bursátil de cada país. La sensibilidad a la incertidumbre política se basa en las medidas de incertidumbre relativa a la política económica de Baker, Bloom y Davis (2013) calculadas a partir de la información de las noticias. Las fechas de las crisis bancarias se identifican en Laeven y Valencia (2012). Los errores estándar se muestran entre paréntesis.

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

A nivel general, los resultados basados en datos a nivel de las empresas confirman que, más allá de la debilidad de la actividad económica a nivel agregado, algunos datos empíricos sugieren que las restricciones financieras y la incertidumbre política tuvieron efectos independientes sobre la inversión.

### Las decisiones de inversión de las empresas, ¿se desconectaron de la rentabilidad y las valoraciones de los mercados financieros?

A pesar de la recuperación sostenida que registraron los mercados de acciones desde la crisis, la inversión se mantiene en niveles reducidos. Esta divergencia aparente entre la búsqueda de riesgos económicos y financieros ya se resaltó en la edición de octubre de 2014 del informe GFSR. Lo que es preciso determinar es si la inversión empresarial se separó de algún modo de las expectativas crecientes de rentabilidad a futuro, según se ven en la mejora del desempeño de los mercados de acciones.

A fin de responder a esa pregunta, en esta sección se utiliza el modelo de inversión de la Q de Tobin. Según la teoría subyacente al modelo, desarrollado por Tobin (1969) y formalizado en Mussa (1977) y Abel (1983), las empresas deben invertir en capital hasta el punto en que el producto marginal del capital sea igual a su costo para el usuario. En otras palabras, si el rendimiento de una unidad de capital extra es mayor que su costo, se justifica la inversión adicional. Ese coeficiente

de rendimiento-costos se conoce como “Q de Tobin” (o “Q marginal”) y suele aproximarse según el coeficiente de la valoración de una empresa en el mercado de acciones sobre el costo de reemplazo de su capital (también conocido como “Q promedio”)<sup>39</sup>. Por ende, la teoría adelantaría una relación estrecha entre los mercados de acciones y la inversión, suponiendo que la posibilidad de sustituir el financiamiento interno por el externo sea perfecta. A fin de estimar esa relación, se utilizan datos de las autoridades nacionales sobre el gasto de capital y la Q de Tobin de toda la economía<sup>40</sup>.

La debilidad de la relación entre las tasas de inversión y las Q de Tobin contemporáneas es notable, pero

<sup>39</sup>Como se muestra en Hayashi (1982), la Q marginal y la Q promedio pueden ser iguales en algunas condiciones, como en los casos de competencia perfecta, mercados de capitales perfectos y cierta forma de costos de ajuste. De acuerdo con la bibliografía, en el capítulo se elabora la Q de Tobin como el coeficiente de los pasivos de capital de las corporaciones no financieras sobre sus activos financieros totales, utilizando datos de flujo de caja tomados de fuentes nacionales.

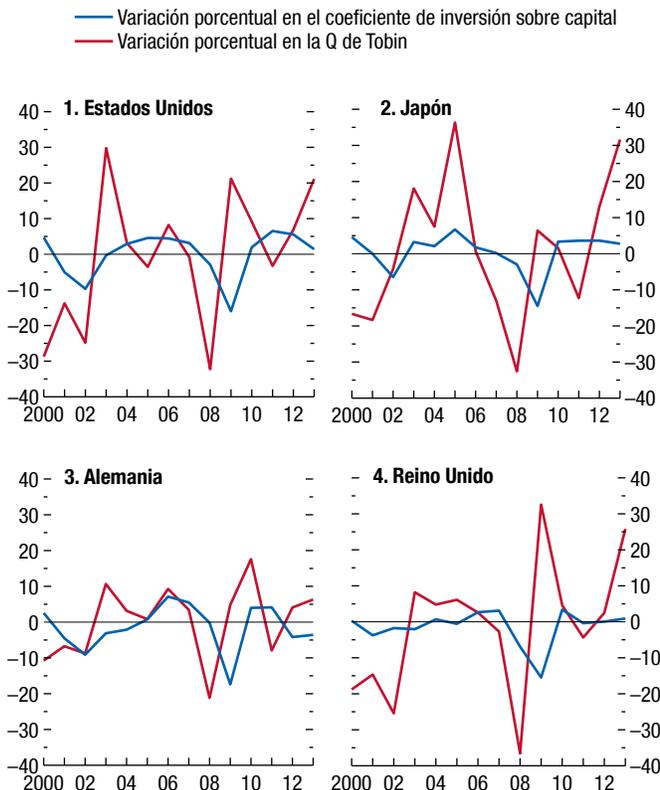
<sup>40</sup>En función de la bibliografía relacionada (Blanchard, Rhee y Summers (1993), por ejemplo), la ecuación, estimada sobre datos anuales agregados de 2000–13, se formula de la siguiente manera:

$$\Delta \ln \frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}} = \alpha_i + \lambda_t + \beta_0 \Delta \ln Q_{i,t} + \beta_1 \Delta \ln Q_{i,t-1} + \beta_2 \Delta \ln Q_{i,t-2} + \varepsilon_{i,t}$$

donde  $Q_{i,t}$  denota la Q de Tobin agregada del país  $i$  en el año  $t$  y  $\alpha_i$  y  $\lambda_t$  denotan los efectos fijos de país y de año, respectivamente. Según se informa en el cuadro 4.3, el análisis también se repite con controles adicionales (flujo de caja y ganancias).

**Gráfico 4.13. La Q de Tobin y los coeficientes de inversión empresarial sobre capital reales**

La inversión no ha ido a la par de la Q de Tobin en años recientes. Sin embargo, esto no es históricamente extraordinario.



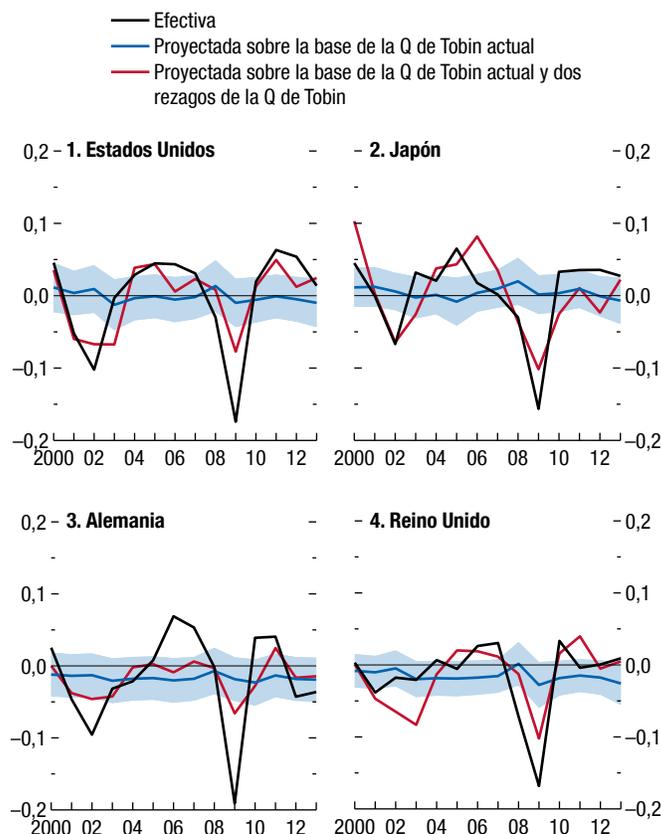
Fuentes: Haver Analytics, autoridades nacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.

no inusual en términos históricos. En el caso de cuatro de las principales economías avanzadas, se concluye que la Q de Tobin aumentó de manera mucho más marcada en los últimos años que la inversión empresarial (gráfico 4.13). Esto también se cumple en la relación estimada entre el crecimiento de la inversión y los cambios contemporáneos de la Q de Tobin, que arroja un coeficiente cercano a cero (cuadro 4.3). La relación es débil si la muestra de estimación se limita al período previo a la crisis (que finaliza en 2006) y también si se incluyen los años transcurridos desde el comienzo de la crisis. Esas conclusiones son coherentes con la bibliografía más general, donde no es llamativo registrar una conexión débil entre la inversión empresarial y los incentivos del mercado de acciones<sup>41</sup>.

<sup>41</sup>Teniendo en cuenta esta relación débil con la Q de Tobin, algunos estudios se concentran en cambio en el efecto de las ganancias y

**Gráfico 4.14. Inversión: Efectiva y proyectada sobre la base de la Q de Tobin**  
(Puntos porcentuales)

Históricamente, la Q de Tobin tiene poca relación con la inversión del año actual. La Q de Tobin tiene mayor poder explicativo para predecir inversiones futuras.



Fuentes: Haver Analytics, autoridades nacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: En el gráfico se indican los valores proyectados y efectivos de la variación del logaritmo del coeficiente de inversión sobre capital. Las áreas sombreadas denotan intervalos de confianza de 90%.

Al mismo tiempo, algunos datos empíricos indican que, históricamente, el desempeño del mercado de acciones es un indicador anticipado de la inversión a futuro. En particular, la tasa de crecimiento de la inversión proyectada está cerca de la efectiva una vez que se incluyen valores desfasados de la Q de Tobin (gráfico 4.14 y cuadro 4.3). El ajuste es aún mejor si se incluyen en el modelo las ganancias corrientes o el flujo de caja corriente. A nivel general, estos resultados sugieren que a pesar de la aparente desconexión

los flujos de caja corrientes sobre la inversión (véase Fazzari, Hubbard y Petersen (1988), por ejemplo).

**Cuadro 4.3. Inversión, Q de Tobin, rentabilidad y caja**

	Precrisis		Muestra completa			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Variable dependiente: Tasa de crecimiento del coeficiente de inversión sobre capital						
Tasa de crecimiento de Q de Tobin <sub>t</sub>	0,026 (0,021)	0,024 (0,037)	-0,030 (0,018)	-0,004 (0,022)	-0,002 (0,018)	0,012 (0,019)
Tasa de crecimiento de Q de Tobin <sub>t-1</sub>		0,103*** (0,022)		0,211*** (0,038)	0,175** (0,047)	0,194*** (0,041)
Tasa de crecimiento de Q de Tobin <sub>t-2</sub>		0,082** (0,026)		0,110*** (0,022)	0,096** (0,024)	0,103*** (0,025)
Crecimiento del resultado operativo <sub>t</sub>					0,030** (0,010)	
Crecimiento del resultado operativo <sub>t-1</sub>					0,028** (0,009)	
Crecimiento del resultado operativo <sub>t-2</sub>					0,005 (0,009)	
Crecimiento de flujos de caja <sub>t</sub>						0,072*** (0,014)
Crecimiento de flujos de caja <sub>t-1</sub>						0,046* (0,017)
Crecimiento de flujos de caja <sub>t-2</sub>						0,004 (0,018)
Número de observaciones	181	151	293	261	245	249
R <sup>2</sup> ajustada	-0,001	0,117	0,001	0,266	0,354	0,354

Fuentes: Haver Analytics, autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En el cuadro se presentan los resultados de una regresión de panel con efectos fijos por país; los errores estándar robustos a heteroscedasticidad se muestran entre paréntesis. La muestra comprende a 17 economías avanzadas, 1990–2013. La muestra precrisis termina en 2006.

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

entre los mercados de acciones y la inversión, si las acciones se mantienen en niveles positivos, la inversión podría repuntar en algún momento.

### Implicaciones en materia de políticas

El análisis de este capítulo sugiere que el principal factor que retrasa la inversión empresarial desde la crisis financiera mundial es el bajo nivel general de la actividad económica. Las empresas reaccionaron a la baja de las ventas —tanto actual como a futuro— recortando el gasto de capital. Los datos tomados de las encuestas de empresas ofrecen respaldo complementario: las empresas a menudo mencionan la falta de demanda de los clientes como el principal factor que limita la producción. Más allá del bajo nivel de la actividad económica, otros factores, como las restricciones financieras y la incertidumbre política, también recortaron la inversión en algunas economías, en especial las de la zona del euro con diferenciales de endeudamiento elevados en la crisis de deuda soberana de 2010–11. La confirmación de estos factores adicionales proviene del análisis basado en datos a nivel de las empresas incluido en el capítulo.

Entonces, ¿qué políticas podrían promover una recuperación de la inversión? Los resultados del capítulo sugieren que abordar la deficiencia más amplia de la actividad económica es crucial para respaldar la inversión privada. Según se explica en el capítulo 3, una proporción importante de la pérdida de producto registrada desde la crisis ya puede tomarse como permanente, por lo que es poco probable que las políticas logren que la inversión regrese totalmente a su tendencia previa a la crisis. Sin embargo, eso no implica que no haya margen para utilizar políticas fiscales y monetarias para ayudar a sostener la recuperación y, así, para promover que las empresas inviertan. Como se indica en el capítulo 1, en muchas economías avanzadas, la política monetaria acomodaticia sigue siendo esencial para evitar que las tasas de interés reales aumenten de manera prematura, dadas la capacidad económica ociosa, persistente e importante, y la intensa dinámica de desinflación.

Además, son sólidos los argumentos a favor del aumento de la inversión pública en infraestructura en las economías avanzadas con necesidades de infraestructura claramente identificadas y procesos de inversión pública eficientes, y a favor de las reformas

económicas estructurales en términos más generales. En este contexto, la inversión pública en infraestructura adicional podría justificarse como medio para activar la demanda en el corto plazo, elevar el producto potencial en el mediano plazo y, así, lograr un “efecto de atracción” en la inversión privada (capítulo 3 de la edición de octubre de 2014 del informe WEO). También existe una necesidad general de aplicar reformas estructurales en muchas economías, lo que incluye, por ejemplo, las reformas tendientes a fortalecer la participación de la fuerza laboral y el empleo potencial, teniendo en cuenta el envejecimiento de la población (capítulo 3). Como mejoran las perspectivas de producto potencial, esas medidas podrían promover la inversión privada. Por último, los datos presentados en el presente capítulo que indican que las restricciones financieras refrenan la inversión sugieren que podrían ser importantes las políticas tendientes a aliviar las restricciones relacionadas con la crisis, lo que incluye el tratamiento del exceso de deuda y el saneamiento de los balances de los bancos destinado a mejorar la disponibilidad de crédito. A nivel general, una iniciativa de políticas integral destinada a expandir el producto contribuiría a lograr un aumento sostenido de la inversión privada.

## Anexo 4.1. Datos agregados

### Fuentes de datos

Las fuentes de datos primarios para este capítulo son la base de datos del informe WEO del FMI, el *Monitor Fiscal* de abril de 2014, Haver Analytics y la base de datos Worldscope de Thomson Reuters<sup>42</sup>.

### Inversión y PIB

Los datos sobre la inversión nominal y real se recopilan principalmente de fuentes nacionales con frecuencia anual y trimestral. La inversión residencial, en su mayoría, se compone de la inversión en viviendas. La inversión no residencial o “empresarial” se define como la suma de la inversión fija en equipos, maquinaria, productos de propiedad intelectual, y otros edificios y estructuras. Las contribuciones del sector público a

la inversión residencial y no residencial se excluyen de estas categorías cuando se dispone de datos acerca de esas contribuciones. Cuando no se dispone de datos sobre las contribuciones del sector público, la evolución de la inversión no residencial privada y la inversión no residencial total pueden divergir. Los datos del PIB provienen de las mismas fuentes nacionales que los datos de la inversión.

### *Stock de capital y costo del capital para el usuario*

Las series del stock de capital se recopilan para 19 economías avanzadas a partir de fuentes nacionales y, cuando no se dispone de estas, del Penn World Table (cuadro del anexo 4.1.1). Las series del stock de capital sobre activos fijos correspondientes a inversión empresarial se utilizan siempre que están disponibles. Se emplea la interpolación lineal para convertir las series anuales del stock de capital a frecuencia trimestral. Luego, los datos trimestrales se extrapolan utilizando tasas de depreciación implícitas por país, que, a su vez, se calculan sobre la base de la ecuación estándar de acumulación de capital combinada con datos preexistentes sobre el stock de capital y el flujo de inversión. El costo del capital para el usuario se elabora como la suma de la tasa de interés real de cada país y la tasa de depreciación multiplicada por el precio relativo de los bienes de inversión sobre el producto. Las tasas de interés reales se definen como las tasas de préstamo de las instituciones financieras monetarias para nuevas empresas con todos los vencimientos (en los países de la zona del euro) y como el rendimiento de los bonos corporativos (en Japón y Estados Unidos) menos la variación interanual en el deflactor de la inversión. El precio relativo de los bienes de inversión se define como el coeficiente del deflactor de la inversión sobre el deflactor del PIB general.

### *Respuestas a las encuestas de empresas: Factores que limitan la producción*

Para las economías europeas, las respuestas a encuestas se toman de las encuestas a empresas y consumidores de la Comisión Europea para el sector manufacturero, que muestran el porcentaje de los encuestados que indican cada factor enumerado como limitante de la producción. Para el análisis desarrollado en este capítulo, se utilizan las respuestas brindadas para dos de los factores: “limitaciones financieras” y “demanda”. Los datos están disponibles para las economías europeas con frecuencia trimestral. En el caso de Estados Unidos, las respuestas a encuestas se

<sup>42</sup>La lista en el informe WEO de 37 economías avanzadas se utiliza como base para el análisis que se desarrolla en este capítulo. El rango máximo de datos disponibles abarca el período 1960–2014, y los datos para 2014 son preliminares. Las limitaciones que presentan los datos reducen el tamaño de la muestra en varios casos, como se señala en el cuerpo principal.

### Cuadro del anexo 4.1.1. Fuentes de datos

País	Inversión empresarial	Stock de capital
Alemania	Statistics Bundesamt/Haver Analytics	Statistics Bundesamt/Haver Analytics
Australia	Oficina Estadística de Australia /Haver Analytics	Penn World, cuadro 8.0
Austria	Oficina Estadística de las Comunidades Europeas/Haver Analytics	Eurostat
Bélgica	Banque Nationale de Belgique/Haver Analytics	...
Canadá	Statistics Canada/Haver Analytics	Statistics Canada/Haver Analytics
Corea	Banco de Corea/Haver Analytics	Banco de Corea
Dinamarca	Oficina Estadística de las Comunidades Europeas/Haver Analytics	Eurostat
Eslovenia	Oficina Estadística de las Comunidades Europeas/Haver Analytics	...
España	Oficina Estadística de las Comunidades Europeas/Haver Analytics	Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas
Estados Unidos	Oficina de Análisis Económico/Haver Analytics	Oficina de Análisis Económico/Haver Analytics
Estonia	Oficina Estadística de las Comunidades Europeas/Haver Analytics	...
Finlandia	Oficina Estadística de las Comunidades Europeas/Haver Analytics	Eurostat
Francia	Oficina Estadística de las Comunidades Europeas/Haver Analytics	Eurostat
Grecia	Hellenic Statistical Authority (ELSTAT)/Haver Analytics	Penn World, cuadro 8.0
Islandia	Statistics Iceland/Haver Analytics	...
Israel	Departamento Central de Estadística/Haver Analytics	...
Italia	Istituto Nazionale di Statistica/Haver Analytics	Eurostat
Japón	Oficina del Gabinete/Haver Analytics	RIETI, Base de datos de Japón sobre productividad industrial
Letonia	Oficina Estadística de las Comunidades Europeas/Haver Analytics	...
Luxemburgo	Oficina Estadística de las Comunidades Europeas/Haver Analytics	...
Malta	Oficina Estadística de las Comunidades Europeas/Haver Analytics	...
Noruega	Estadísticas Noruega/Haver Analytics	...
Nueva Zelandia	Estadísticas Nueva Zelandia/Haver Analytics	...
Países Bajos	Oficina Estadística de las Comunidades Europeas/Haver Analytics	Eurostat
Portugal	Oficina Estadística de las Comunidades Europeas/Haver Analytics	Penn World, cuadro 8.0
Reino Unido	Office of National Statistics/Haver Analytics	Office of National Statistics/Haver Analytics
República Checa	Oficina Estadística de las Comunidades Europeas/Haver Analytics	Eurostat
República Eslovaca	Oficina de Estadística de la República Eslovaca	...
Singapur	Departamento de Estadística/Haver Analytics	...
Suecia	Oficina Estadística de las Comunidades Europeas/Haver Analytics	Eurostat

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: No hay datos disponibles sobre inversión empresarial para Chipre, Irlanda, Lituania, la RAE de Hong Kong, San Marino, Suiza ni la provincia china de Taiwan. RIETI = Instituto de Investigación Económica, Comercial e Industrial.

toman de la encuesta de pequeñas empresas de la Federación Nacional de Empresas Independientes sobre el problema más importante que estas enfrentan. Para el análisis del capítulo, se emplean las respuestas brindadas para dos factores: “pocas ventas” y “tasas financieras y de interés”.

#### *Incertidumbre política*

Para este capítulo, se utiliza el índice de incertidumbre política basado en las informaciones de las noticias de Baker, Bloom y Davis (2013), elaborado para las grandes economías avanzadas en <http://www.policyuncertainty.com>. De las economías de la zona del euro, el índice está disponible para Alemania, España, Francia e Italia. Para las demás economías de la zona del euro, se utiliza el promedio de la zona como valor de reemplazo.

#### **Pronósticos y tendencias previos a la crisis**

Los pronósticos previos a la crisis acerca de la inversión privada y sus componentes que se muestran en los gráficos 4.1 y 4.2 se basan en las ediciones de primavera de *Consensus Forecasts* de Consensus Economics correspondientes a los años de interés (2004 y 2007) o, cuando no se dispone de esos datos, en la base de datos del informe WEO del FMI. Las tendencias lineales previas a la crisis que se muestran en el gráfico 4.3 se elaboraron utilizando datos del período 1990–2004.

#### **Descomposición de la caída de la inversión**

Para la descomposición que se muestra en el gráfico 4.4, se utilizaron datos del *Consensus Forecasts* de Consensus Economics de la primavera de 2007 tanto para la inversión privada total como para la inversión no

residencial (empresarial). El pronóstico de la inversión residencial se computó como la diferencia entre el pronóstico de la inversión privada total y el de la inversión no residencial (panel 1). Para la descomposición de la inversión total (que incluye la inversión pública y la privada), el pronóstico de la inversión total proviene de la edición de abril de 2007 del informe WEO. Luego, el pronóstico de la inversión pública se computó como la diferencia entre el pronóstico del informe WEO para la inversión total y el de Consensus Economics para la inversión privada mencionada previamente. Para el cálculo de descomposición, se multiplicó la desviación de cada componente con respecto al pronóstico previo a la crisis por su proporción en la inversión total. Para el panel 1, se utiliza la proporción en la inversión privada total. Para el panel 2, se emplea la proporción en la inversión total (pública y privada).

### Anexo 4.2. Datos de empresas

Se utilizan datos anuales de Worldscope de Thomson Reuters sobre balances, flujos de caja y estados de resultados para todas las empresas no financieras cuyas acciones se cotizan en bolsa. Los datos abarcan 28 economías avanzadas. El período de la muestra es 2000–13. Los datos se *winsorizan* a nivel de 1% para reducir la influencia de los valores atípicos.

#### Comparación entre los datos de empresas y los datos agregados

A fin de comparar los datos de la inversión a nivel de las empresas con los datos de inversión de la econo-

mía en su conjunto, se realizan regresiones de panel de la tasa anual de crecimiento de la inversión agregada a nivel de las empresas sobre la tasa de crecimiento de la inversión empresarial en toda la economía a partir de las cuentas nacionales. Los resultados sugieren que un cambio de 1% en la inversión en la economía en su conjunto está asociado a un cambio en la inversión empresarial de alrededor de 0,8% (cuadro del anexo 4.2.1). Por lo tanto, los datos a nivel de las empresas parecen plasmar la dinámica esencial de los datos de la inversión empresarial de toda la economía.

#### Elaboración del índice de dependencia financiera sectorial

La aproximación sectorial de la dependencia intrínseca de una empresa del financiamiento externo para la inversión fija se elabora siguiendo la metodología formulada por Rajan y Zingales (1998). Específicamente,

$$\text{Dependencia financiera} = \frac{\text{Gastos de capital} - \text{Flujos de caja}}{\text{Gasto de capital}}$$

A los efectos de este capítulo, el índice se elabora siguiendo el enfoque de Tong y Wei (2011) y de Claessens, Tong y Wei (2012). Para cada empresa de Estados Unidos, el índice se computa para el período previo a la crisis (1990–2006) sobre la base de datos anuales tomados del *Compustat USA Industrial Annual*. Luego, se obtiene el valor sectorial del índice para Estados Unidos calculando la mediana entre todas las empresas del sector (al nivel de tres dígitos de la Clasificación Industrial Uniforme [SIC], por sus siglas en inglés). Mientras que Rajan y Zingales (1998) abarcan solo

#### Cuadro del anexo 4.2.1. Inversión empresarial agregada comparada con la inversión nacional

Ecuación estimada:

Crecimiento de la inversión empresarial agregada<sub>*i,t*</sub> =  $\alpha_i + \lambda_t + \beta$ {crecimiento de la inversión empresarial en cuentas nacionales<sub>*i,t*</sub>} +  $\varepsilon_{i,t}$

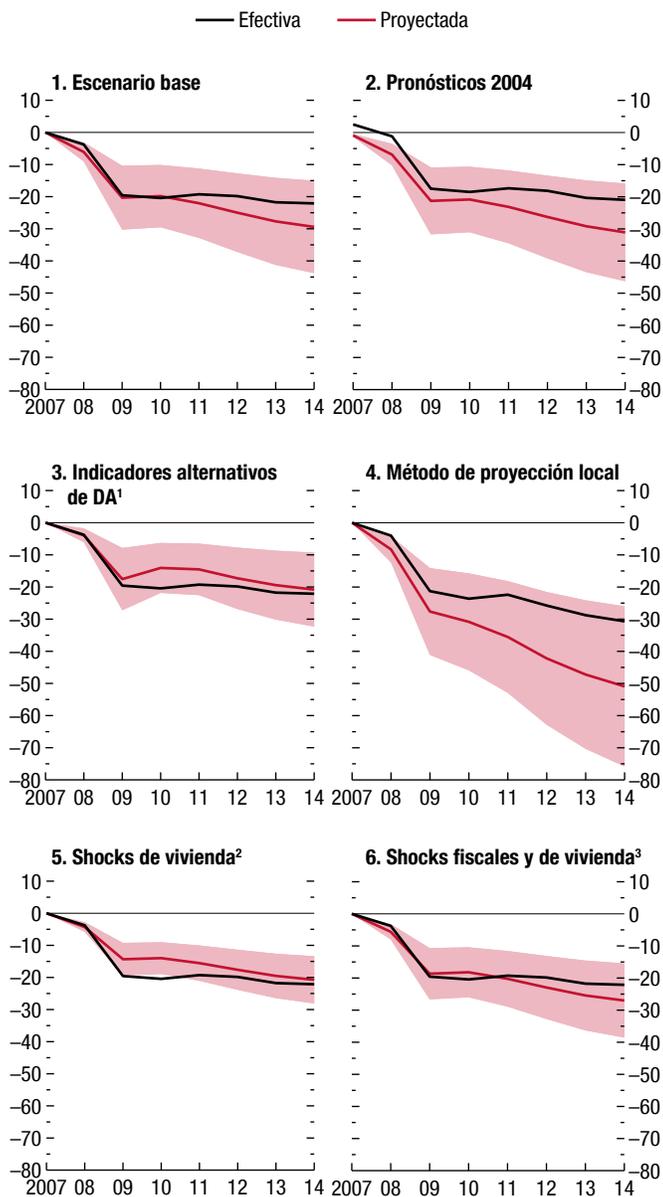
	Muestra completa	Antes de 2007	Después de 2007
$\beta$	0,834*** (0,161)	0,904*** (0,237)	0,719** (0,238)
Número de observaciones	482	315	167
R <sup>2</sup> ajustada	0,378	0,375	0,372

Fuentes: Haver Analytics, autoridades nacionales, Worldscope de Thomson Reuters y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En el cuadro se presentan los resultados de una regresión de panel con efectos fijos por país y temporales; los errores estándar robustos a heteroscedasticidad se muestran entre paréntesis. Se omiten los valores extremos.

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

**Gráfico del anexo 4.3.1. Inversión empresarial real efectiva y proyectada: Solidez**



Fuentes: Haver Analytics, autoridades nacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Las áreas sombreadas denotan intervalos de confianza de 90%. La muestra abarca las economías avanzadas que figuran en el cuadro del anexo 4.1.1.

<sup>1</sup>Sobre la base de la relación entre la inversión y los indicadores alternativos de demanda agregada (DA), que se define como la suma del consumo interno y las exportaciones.

<sup>2</sup>Sobre la base de las recesiones relacionadas con los colapsos de los precios de las viviendas.

<sup>3</sup>Se utilizan tanto shocks de políticas fiscales como las recesiones relacionadas con los colapsos de los precios de las viviendas.

40 sectores (en su mayoría, de dos dígitos de la SIC), aquí el análisis se amplía para abarcar 111 sectores (de tres dígitos de la SIC). Luego, al igual que en Rajan y Zingales (1998), se supone para el análisis que la misma dependencia intrínseca del financiamiento externo se aplica al sector correspondiente de todas las demás economías, sobre la base del argumento de que las empresas estadounidenses son las menos propensas a padecer limitaciones en lo que respecta al financiamiento en épocas normales y, por lo tanto, cabe esperar que el valor que asigne el índice a un sector determinado en el caso de Estados Unidos represente el valor mínimo para las empresas del mismo sector en otras economías.

### Anexo 4.3. Estimación de variables instrumentales

En la subsección “¿Qué proporción puede explicarse a partir del producto? Datos basados en variables instrumentales” se estiman los efectos de la actividad económica en la inversión utilizando un enfoque de cuadrados mínimos en dos pasos. La ecuación estimada es

$$\Delta \ln I_{i,t} = \alpha_i + \lambda_t + \beta \{ \text{Instrumentada } \Delta \ln Y_{i,t} \} + \rho \Delta \ln I_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}, \quad (\text{A4.3.1})$$

donde  $i$  denota el  $i$ ésimo país y  $t$  denota el  $t$ ésimo año;  $\Delta \ln I_{i,t}$  es la variación en la inversión empresarial real (log.); y  $\Delta \ln Y_{i,t}$  es la variación en el PIB real (log.). El enfoque incluye un conjunto completo de efectos fijos por país ( $\alpha_i$ ) para tomar en cuenta las diferencias entre las tasas de crecimiento normales de cada país. También incluye un conjunto completo de efectos fijos temporales ( $\lambda_t$ ) para tomar en cuenta los shocks globales. Como ya se mencionó, en el primer paso, el crecimiento del producto,  $\Delta \ln Y_{i,t}$ , se regresa sobre la serie narrativa de los cambios en la política fiscal de Devries *et al.* (2011). En el segundo paso, esas tasas instrumentadas del crecimiento del producto se regresan sobre el crecimiento de la inversión empresarial.

La estimación de referencia de  $\beta$  es 2,4, lo que implica que una reducción de 1% del producto se asocia con una reducción de 2,4% de la inversión (cuadro del anexo 4.3.1). A fin de obtener una trayectoria proyectada de la inversión con relación al pronóstico, esa estimación se utiliza junto con la ecuación

$$\ln I_{i,t} - F_{i,2007} \ln I_{i,t} = \beta (\ln Y_{i,t} - F_{i,2007} \ln Y_{i,t}), \quad (\text{A4.3.2})$$

**Cuadro del anexo 4.3.1. Relación inversión/producto: Estimación de variables instrumentales**

Ecuación estimada del crecimiento:

$$\text{Crecimiento de la inversión empresarial}_t (\Delta \ln I_{i,t}) = \alpha_i + \lambda_t + \beta \{\text{Instrumentada } \Delta \ln Y_{i,t}\} + \rho \Delta \ln I_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

	(1)	(2)	(3)	(4)
$\beta$	2,445*** (0,726)	2,633*** (0,883)	1,719*** (0,371)	2,243*** (0,583)
$\rho$	0,128* (0,066)	0,179*** (0,062)	0,108* (0,064)	0,138** (0,064)
$R^2$	0,652	0,465	0,511	0,659
Número de observaciones	356	356	604	356
Estadístico $F$ de primera etapa	15,916	18,461	6,843	11,899
Valor $p$	<0,0001	<0,0001	0,0090	<0,0001
Valor $p$ de restricciones de sobreidentificación	...	...	...	0,516
Definición de $Y_{i,t}$	PIB	C + X	PIB	PIB
Instrumentos para $\Delta \ln Y_{i,t}$	Shocks fiscales	Shocks fiscales	Shocks de la vivienda	Shocks fiscales y de la vivienda

Fuentes: Haver Analytics, autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En el cuadro se presentan estimaciones puntuales; los errores estándar robustos a heteroscedasticidad se muestran entre paréntesis. Los shocks fiscales denotan cambios en la política fiscal motivados principalmente por el deseo de reducir el déficit presupuestario (Devries *et al.*, 2011). Los shocks de viviendas denotan recesiones asociadas con caídas en los precios de las viviendas (Claessens, Kose y Terrones, 2012). C = consumo; X = exportaciones.

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

donde  $F_{i,2007}$  denota el pronóstico del segundo trimestre de 2007 y  $\ln I_{i,t}$  y  $\ln Y_{i,t}$  denotan los niveles logarítmicos del PIB empresarial y real respectivamente del año  $t$ . El intervalo de confianza del 90% para la predicción se computa utilizando el error estándar de  $\beta$  ( $\pm 1,645$  veces el error estándar).

El resultado principal al emplear este enfoque es que la caída efectiva de la inversión empresarial desde la crisis no es menor que lo esperado dado el producto, y la trayectoria efectiva de la inversión está dentro del intervalo de confianza del 90% de la predicción (gráfico 4.7). Ese resultado se mantiene al repetir el análisis sobre la base de las desviaciones de la inversión y el producto con respecto al pronóstico del segundo trimestre de 2004, en lugar del segundo trimestre de 2007. Al reemplazar las desviaciones de la inversión y el producto de los pronósticos del informe WEO y Consensus Economics por las desviaciones de las tendencias univariantes estimadas con el método de proyección local (anexo 4.4), tampoco se obtienen indicios de una caída mayor que la explicada en la inversión (gráfico del anexo 4.3.1).

También se obtiene un resultado similar al repetir el análisis reemplazando el producto de la ecuación estimada por una medida de la demanda agregada que excluye la inversión. En particular, la ecuación (A4.3.1) vuelve a estimarse con el término  $\Delta \ln Y_{i,t}$  redefinido como la variación en la suma (log.) del consumo total

(privado y público) y las exportaciones. Tal como en la referencia, el primer paso es fuerte (cuadro del anexo 4.3.1). El estadístico  $F$  del instrumento excluido tiene un valor  $p$  inferior al 0,01% (un centésimo de un 1%) y es mayor de 15, lo que indica que los cambios narrativos en materia de política fiscal tienen poder explicativo para el crecimiento de las ventas internas y externas. El segundo paso da una estimación de 2,6 para  $\beta$ . Al combinarla con la trayectoria del consumo y las exportaciones desde 2007 en relación con el pronóstico, esa estimación vuelve a dar como resultado una caída proyectada de la inversión empresarial cercana a la trayectoria efectiva de la inversión (gráfico del anexo 4.3.1).

**Uso de las caídas de precios de las viviendas como variable instrumental alternativa**

El análisis también se repite con un instrumento alternativo basado en las recesiones asociadas con las caídas de precios de las viviendas. Esas caídas implican una reducción brusca del patrimonio de los hogares y, por ende, una contracción del consumo de los hogares y la inversión residencial. Por lo tanto, esas situaciones pueden proporcionar otra fuente de fluctuaciones del producto no provocadas por una contracción de la inversión empresarial. Los datos sobre recesiones y caídas de precios de las viviendas están tomados

de Claessens, Kose y Terrones (2012). Los resultados generales obtenidos al utilizar este enfoque, en términos de la estimación de  $\beta$  y de la trayectoria proyectada para la inversión, son similares a los de referencia (cuadro del anexo 4.3.1 y gráfico del anexo 4.3.1). No obstante, el primer paso no es tan fuerte: el valor  $p$  es apenas menor del 1% y el estadístico  $F$  es menor de 10. Al utilizar las recesiones por las caídas de precios de las viviendas junto con los cambios en la política fiscal —un conjunto de dos instrumentos—, se obtienen resultados más sólidos en el primer paso, y la trayectoria proyectada implícita de la inversión es similar a la de referencia.

#### Anexo 4.4. Métodos de proyección local

Los métodos de proyección local se utilizan para estimar las reacciones del producto y la inversión tras episodios específicos. Tal como en el capítulo 3, la metodología empleada es la que se expone por primera vez en Jordà (2005) y se desarrolla en Teulings y Zubanov (2014). En este capítulo, se la utiliza como una prueba de solidez para las desviaciones de la inversión y el producto con respecto a los pronósticos anteriores a la crisis del informe WEO y Consensus Economics.

El método consiste en estimar regresiones separadas para la variable de interés (la inversión o el producto) a distintos plazos aplicando la siguiente especificación:

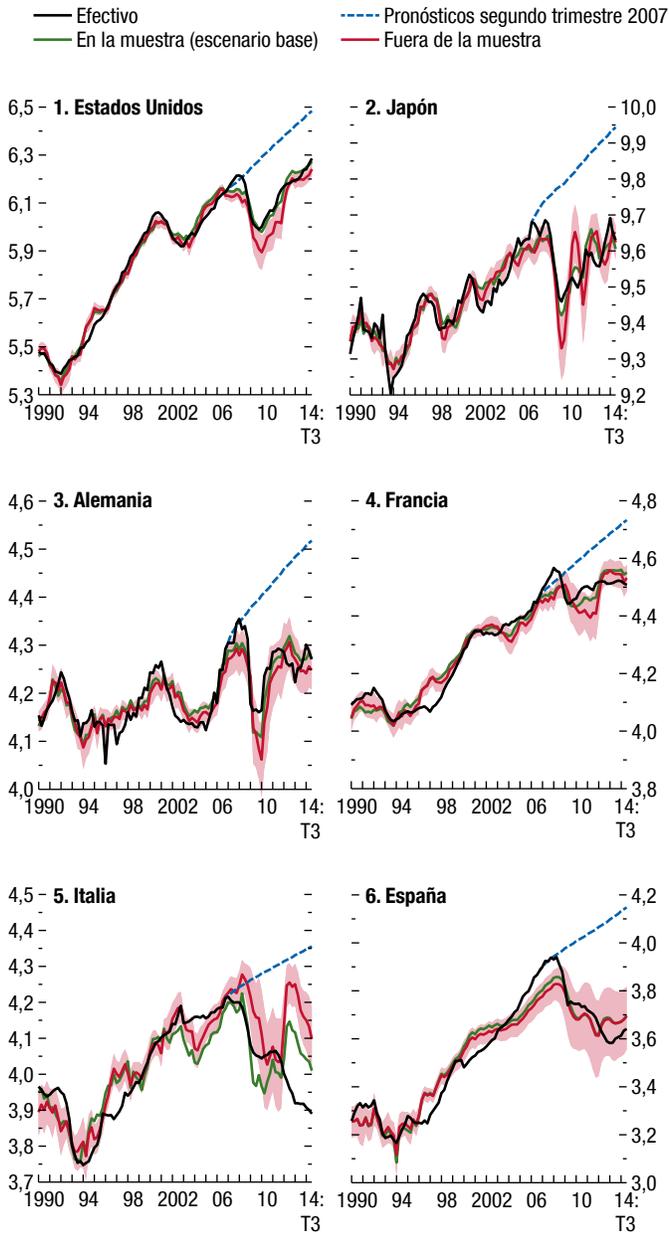
$$y_{i,t+h} = \alpha_i^h + \lambda_i^h + \beta_{i,1}^h S_{i,t} + \sum_{j=1}^p \beta_{i,2}^h S_{i,t-j} + \sum_{j=0}^{h-1} \beta_{i,3}^h S_{i,t+h-j} + \sum_{j=1}^p \beta_{i,4}^h y_{i,t-j} + \varepsilon_{i,t}^h, \quad (\text{A4.4.1})$$

donde  $y$  denota la tasa de crecimiento de la variable de interés;  $i$  denota a los países;  $t$  denota los años;  $h$  denota el horizonte de proyección tras el momento  $t$ ;  $p$  denota la cantidad de rezagos incluidos, y  $S$  es la variable ficticia de indicador del episodio, que en este capítulo indica el inicio de la crisis financiera mundial (gráfico 4.12 y gráfico del anexo 4.3.1).

#### Anexo 4.5. Resultados de la estimación del modelo de acelerador

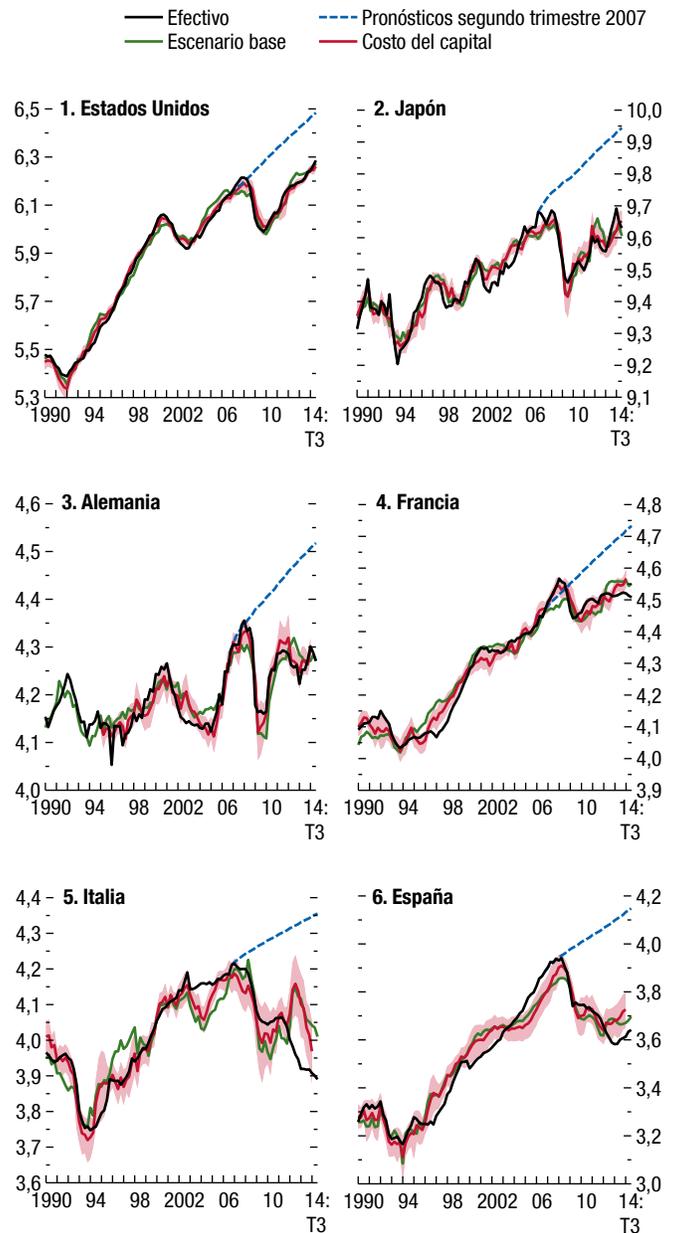
En este anexo se proporcionan los resultados de la estimación de la referencia y las versiones ampliadas del modelo de acelerador comentado en el cuerpo principal del capítulo (véanse los gráficos del anexo 4.5.1 y 4.5.2 y los cuadros del anexo 4.5.1, 4.5.2 y 4.5.3).

**Gráfico del anexo 4.5.1. Modelo de acelerador: En la muestra y fuera de la muestra**  
(Índice log)



Fuentes: Consensus Economics, Haver Analytics, autoridades nacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.  
Nota: Los valores ajustados de la inversión se calculan multiplicando los valores ajustados de la tasa de inversión por el stock de capital desfasado. Las áreas sombreadas denotan intervalos de confianza de 90%, sobre la base del estimador Newey-West.

**Gráfico del anexo 4.5.2. Modelo de acelerador: Costo del capital para el usuario**  
(Índice log)



Fuentes: Consensus Economics, Haver Analytics, autoridades nacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.  
Nota: Los valores ajustados de la inversión se calculan multiplicando los valores ajustados de la tasa de inversión por el stock de capital desfasado. Las áreas sombreadas denotan intervalos de confianza de 90%, sobre la base del estimador Newey-West.

### Cuadro del anexo 4.5.1. Modelo de acelerador de referencia

$$\text{Ecuación estimada: } \frac{I_t}{K_{t-1}} = \frac{\alpha}{K_{t-1}} + \sum_{i=1}^{12} \beta_i \frac{\Delta Y_{t-i}}{K_{t-1}} + \delta + \varepsilon_t$$

	$\alpha$	$\delta$	$\Sigma\beta$	Número de observaciones	$R^2$
Alemania	40,55***	0,00***	1,679***	99	0,95
Australia	27,15***	0,03***	0,620	99	0,88
Austria	5,43***	0,01***	1,725***	62	0,82
Canadá	-41,11***	0,03***	1,265***	99	0,83
Corea	13.296,28***	0,01***	6,063***	99	0,92
Dinamarca	-53,79***	0,02***	3,254***	82	0,60
España	4,60***	0,02***	3,414***	99	0,78
Estados Unidos	-230,26***	0,03***	3,150***	99	0,91
Finlandia	-7,20***	0,03***	3,291***	86	0,73
Francia	-26,04***	0,03***	2,902***	99	0,51
Grecia	-0,01	0,02***	2,950***	66	0,82
Irlanda	0,81	0,01*	4,932***	58	0,55
Italia	-1,35	0,01***	4,616***	99	0,64
Japón	1.494,51*	0,02***	2,084***	99	0,85
Países Bajos	-25,01***	0,03***	3,260***	99	0,82
Portugal	2,31	0,01***	4,765***	66	0,89
Reino Unido	11,47***	0,01***	1,969***	99	0,73
República Checa	9,59	0,01***	3,431***	62	0,70
Suecia	-77,94***	0,05***	3,212***	74	0,69

Fuentes: Haver Analytics, autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

\* $p < 0,10$ ; \*\*\* $p < 0,01$ ; estimador de Newey-West.

### Cuadro del anexo 4.5.2. Modelo de acelerador: Estimaciones dentro y fuera de la muestra

$$\text{Ecuación estimada: } \frac{I_t}{K_{t-1}} = \frac{\alpha}{K_{t-1}} + \sum_{i=1}^{12} \beta_i \frac{\Delta Y_{t-i}}{K_{t-1}} + \delta + \varepsilon_t$$

	Referencia			Muestra precrisis		
	$\Sigma\beta$	$R^2$	Número de observaciones	$\Sigma\beta$	$R^2$	Número de observaciones
Alemania	1,679***	0,95	99	1,702***	0,952	68
España	3,414***	0,78	99	3,005***	0,497	68
Estados Unidos	3,150***	0,91	99	3,833***	0,934	68
Francia	2,902***	0,51	99	3,082***	0,576	68
Italia	4,616***	0,64	99	3,882***	0,464	68
Japón	2,084***	0,85	99	2,151***	0,873	68

Fuentes: Haver Analytics, autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El modelo de referencia se estimaba sobre una muestra que abarca el período desde el primer trimestre de 1990 hasta el segundo trimestre de 2014. La estimación fuera de la muestra se basa en una muestra que abarca el período desde el primer trimestre de 1990 hasta el cuarto trimestre de 2006.

\*\*\* $p < 0,01$ ; estimador de Newey-West.

**Cuadro del anexo 4.5.3. Economías seleccionadas de la zona del euro: Modelo de referencia y modelo de acelerador aumentado; muestra ecualizada**

$$\text{Ecuación estimada: } \frac{I_t}{K_{t-1}} = \frac{\alpha}{K_{t-1}} + \sum_{i=1}^{12} \beta_i \frac{\Delta Y_{t-i}}{K_{t-1}} + \sum_{i=1}^{12} \gamma_i X_{t-i} + \delta + \varepsilon_t$$

	Referencia			Limitaciones financieras agregadas			
	$\Sigma\beta$	$R^2$	Número de observaciones	$\Sigma\beta$	$\Sigma\gamma$	$R^2$	Número de observaciones
España	6,170***	0,91	59	2,898***	-0,373***	0,99	59
Grecia	2,957***	0,80	59	1,455***	-0,136*	0,90	59
Irlanda	4,932***	0,55	58	6,093***	-1,109***	0,81	58
Italia	2,776***	0,72	59	4,101***	-0,167**	0,72	59
Portugal	4,301***	0,87	59	5,489***	0,098	0,85	59

	Referencia			Incertidumbre agregada			
	$\Sigma\beta$	$R^2$	Número de observaciones	$\Sigma\beta$	$\Sigma\gamma$	$R^2$	Número de observaciones
España	6,170***	0,91	59	6,438***	0,0384	0,89	59
Grecia	2,957***	0,80	59	1,402**	-0,391***	0,92	59
Irlanda	4,932***	0,55	58	2,784***	-0,249***	0,80	58
Italia	2,776***	0,72	59	1,853**	-0,096	0,83	59
Portugal	4,301***	0,87	59	-0,585	-0,226***	0,95	59

Fuentes: Haver Analytics, autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En el cuadro se presentan los resultados de un conjunto de economías del euro (España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal) con diferenciales de endeudamiento elevados durante la crisis de la deuda soberana de 2010–11. Se utiliza la misma cantidad de observaciones para estimar las especificaciones del modelo de referencia y las del modelo aumentado.  $x$  denota la variable adicional agregada a la ecuación (las limitaciones financieras o la incertidumbre política). El modelo de referencia se vuelve a estimar con una muestra ecualizada, para la que se dispone de las variables adicionales. La variable de incertidumbre política solo está disponible para España e Italia; para Grecia, Irlanda y Portugal se emplea el nivel promedio de incertidumbre política de la zona del euro.

\* $p < 0,10$ ; \*\* $p < 0,05$ ; \*\*\* $p < 0,01$ ; estimador de Newey-West.

### Recuadro 4.1. Después del boom: La inversión privada en las economías de mercados emergentes y en desarrollo

Tras el enérgico crecimiento de la inversión privada que se vivió en las economías de mercados emergentes y en desarrollo durante el auge de la década de 2000, la mayoría de las regiones experimentaron una desaceleración en los últimos años. En muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inversión volvió a condecirse con los pronósticos de principios de esa década, pero no llega a lo previsto durante el pico del boom, como en el segundo trimestre de 2007 (gráfico 4.1.1)<sup>1</sup>.

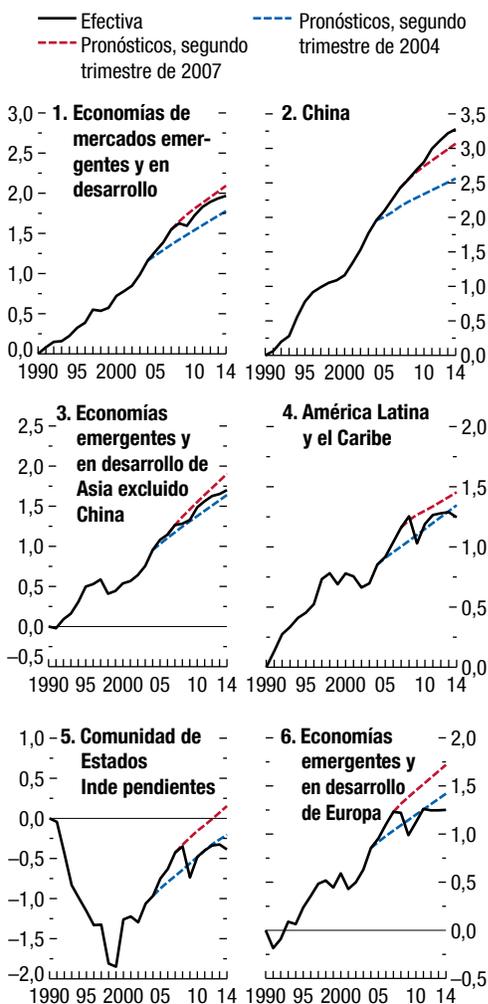
Hubo varias situaciones que, en un principio, amortiguaron la inversión en las economías de mercados emergentes y en desarrollo tras el inicio de la crisis financiera mundial, y la inversión se recuperó con rapidez. Entre esas situaciones se cuentan el estímulo de la política macroeconómica, que funcionó a modo de apuntalamiento (por ejemplo, en China y en varias economías asiáticas), y una fuerte mejoría en los términos de intercambio e ingresos de capital sólidos, que también fue de gran ayuda (sobre todo en América Latina y el Caribe). Pero el rebote no duró mucho tiempo, y una desaceleración se hizo sentir a partir de 2011, con importantes decepciones en materia de inversión en la mayoría de las regiones de mercados emergentes en el período 2011–13 (véase el recuadro 1.2 de la edición de octubre de 2014 del informe WEO).

Es probable que parte de la desaceleración en la inversión experimentada desde 2011 refleje la debilidad general de la actividad económica. La desaceleración de la inversión coincidió con una reducción del crecimiento general del producto, tanto corriente como esperado (véase el capítulo 3), y es posible que las empresas hayan reaccionado a la disminución asociada de las ventas reduciendo la inversión. No obstante, a diferencia de lo ocurrido en las economías avanzadas, la desaceleración relativa de la inversión comparada con la del producto fue notablemente importante en términos históricos, lo que sugiere que hubo también otros factores en juego, además del producto (véase el gráfico 4.1.2). En particular, en episodios anteriores de debilitamiento imprevisto del crecimiento del producto, en general, la

Los autores de este recuadro son Samya Beidas-Strom, Nicolás Magud y Sebastián Sosa.

<sup>1</sup>La inversión privada como proporción del stock de capital en las economías de mercados emergentes y en desarrollo también se redujo en los últimos años, aunque permanece por encima de los niveles de principios de la década de 2000 que precedieron al boom (gráfico 3.10).

**Gráfico 4.1.1. Inversión privada fija real**  
(Índice log, 1990 = 0)



Fuentes: Consensus Economics; FMI, base de datos del Monitor Fiscal, y estimaciones del personal técnico del FMI. Nota: En caso de que estén disponibles, en el gráfico se presentan los datos de los grupos de países definidos en el apéndice estadístico del informe WEO.

inversión privada cayó menos del doble que el producto. En cambio, la desaceleración de la inversión privada que se da desde 2011 fue entre dos y cuatro veces mayor que la del producto, según la región (véase el gráfico 4.1.2). Esa mayor caída de la inversión en relación con el producto sugiere que la primera refleja más que un producto deficiente.

**Recuadro 4.1 (continuación)**

¿Qué factores, más allá del producto, subyacen la desaceleración de la inversión que se vive desde 2011, y cómo varían por región? El análisis de este recuadro responde esa pregunta examinando los datos de las empresas de Worldscope de Thomson Reuters, tomados de 16.000 empresas de 38 mercados emergentes para el período 1990–2013. Se apoya en los resultados expuestos en Magud y Sosa (de próxima publicación) y en la edición de abril de 2015 de *Perspectivas económicas: Las Américas*. El modelo empírico es una variación del modelo tradicional de inversión Q de Tobin, ampliado para incluir otras variables identificadas en la literatura como posibles determinantes de la inversión empresarial<sup>2</sup>.

El análisis proporciona una descomposición ilustrativa del cambio ocurrido en el período 2011–13

<sup>2</sup>La ecuación de referencia estimada para cada gran región de mercado emergente permite diferenciar los coeficientes por región, su especificación básica es la siguiente:

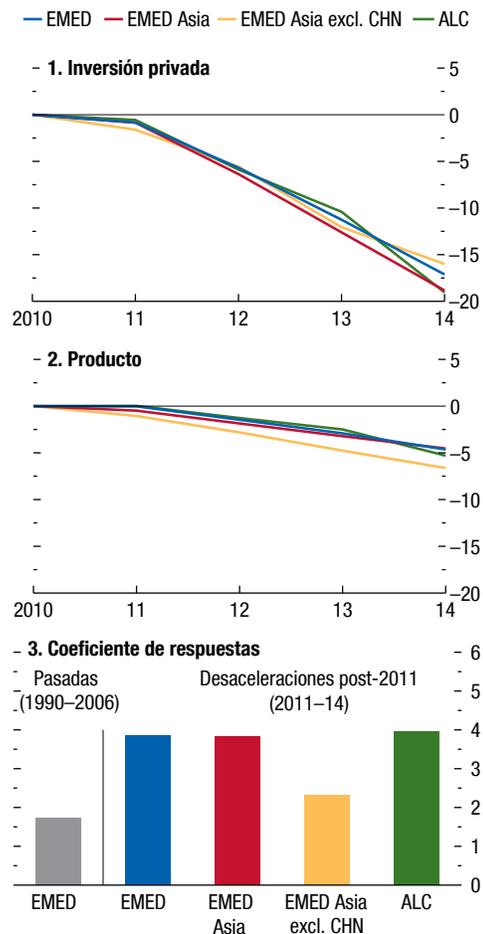
$$\frac{I_{i,c,t}}{K_{i,c,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i,c,t} + \beta_2 \frac{CF_{i,c,t}}{K_{i,c,t-1}} + \beta_3 Lev_{i,c,t-1} + \beta_4 \frac{\Delta Debt_{i,c,t}}{K_{i,c,t-1}} + \beta_5 Int_{i,c,t} + \beta_6 \Delta P^x_{c,t-1} + \beta_7 KI_{c,t} + \delta RECENT + \eta_h RECENT \times h_t + d_i + t + \epsilon_{i,c,t}$$

para  $h_t = \left\{ \frac{CF_{i,c,t}}{K_{i,c,t-1}}, Lev_{i,c,t-1}, \frac{\Delta Debt_{i,c,t}}{K_{i,c,t-1}}, \Delta P^x_{c,t-1}, KI_{c,t} \right\}$ .

Los subíndices  $i$ ,  $c$  y  $t$  denotan las empresas, los países y los años, respectivamente. La especificación controla los efectos fijos de las empresas e incluye una tendencia ( $d_i$  y  $t$  respectivamente). Los resultados se mantienen al reemplazar la tendencia por los efectos fijos temporales y al agregar los efectos fijos por país.  $I$  denota la inversión y  $K$ , el stock de capital;  $Q$  representa la Q de Tobin;  $CF$  denota el flujo de caja de las empresas;  $Lev$  denota el apalancamiento, medido como el coeficiente de la deuda total sobre los activos totales;  $\Delta Debt$  representa la variación en la deuda total en relación con el período anterior;  $Int$  es una medida del costo del capital para la empresa;  $\Delta P^x$  denota la variación en el logaritmo del índice de precios de la exportación de materias primas de cada economía;  $KI$  denota las entradas (netas) de capital de cada economía (medidas de acuerdo con el saldo en la cuenta financiera como porcentaje del PIB);  $RECENT$  representa una variable ficticia que asume un valor 1 para las observaciones realizadas durante el período 2011–13; y  $\epsilon$  representa el término de error. La estimación se realiza sobre la base de mínimos cuadrados ordinarios, con errores estándar agrupados por país. Los resultados de la estimación para las variables específicas de empresas (como el modelo Q de Tobin y el flujo de caja) son similares cuando se agregan efectos fijos por año y por país a la ecuación en lugar de las variables de toda la economía. También se obtienen resultados similares si la regresión se estima empleando el método generalizado de momentos de Arellano-Bond.

**Gráfico 4.1.2. Errores de pronóstico sobre inversión privada y producto: Desaceleraciones pasadas y post-2011**

(Desviación porcentual de segundo trimestre de 2011, salvo indicación en contrario)

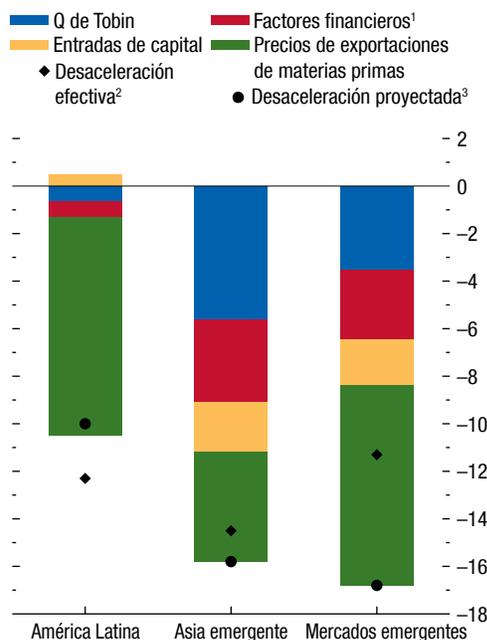


Fuentes: Consensus Economics; FMI, base de datos del Monitor Fiscal, y estimaciones del personal técnico del FMI. Nota: El error de pronóstico promedio sobre inversión privada se compara con el del PIB real de años en los que el crecimiento efectivo del producto se encuentra por debajo del pronóstico realizado a comienzos del año (lo que implica un error de pronóstico negativo). Los errores de pronóstico se definen como el crecimiento efectivo del año  $t$  menos el pronóstico realizado en el segundo trimestre del año  $t$ . Los pronósticos se toman de *Consensus Forecasts* de Consensus Economics o, cuando no están disponibles, del informe WEO. La muestra abarca 128 mercados emergentes y economías en desarrollo de 1990 a 2014. En caso de que estén disponibles, en el gráfico se presentan los datos de los grupos de países definidos en el apéndice estadístico del informe WEO. ALC = América Latina y el Caribe; CHN = China; EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo.

Recuadro 4.1 (continuación)

**Gráfico 4.1.3. Factores que han contribuido a la desaceleración de la inversión privada desde 2011**

(Porcentaje con respecto al nivel de 2011; para la empresa promedio de la muestra)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El gráfico muestra la contribución relativa de cada factor de la inversión empresarial a la variación de 2011–13 del coeficiente de inversión privada sobre capital en porcentaje con respecto al nivel de 2011. Las contribuciones se calculan multiplicando la variación del período más reciente de cada factor por la suma de sus coeficientes estimados correspondientes y el coeficiente en su interacción con la variable ficticia reciente. Las contribuciones se basan en la regresión específica correspondiente a cada subregión de mercados emergentes. El gráfico presenta datos de 38 mercados emergentes: Asia emergente = China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, provincia china de Taiwan, Singapur, Tailandia, Viet Nam; América Latina = Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela; los mercados emergentes incluyen, además, a Bulgaria, Croacia, Egipto, Eslovenia, Hungría, Israel, Jordania, Kazakstán, Lituania, Marruecos, Pakistán, Polonia, República Checa, República Eslovaca, Rumanía, Rusia, Serbia, Sudáfrica, Sri Lanka, Turquía, Ucrania.

<sup>1</sup>Los factores financieros constan de flujo de caja, apalancamiento y “variación de deuda”.

<sup>2</sup>Variación porcentual efectiva del coeficiente de inversión privada sobre capital entre 2011 y 2013.

<sup>3</sup>Variación porcentual proyectada del coeficiente de inversión privada sobre capital entre 2011 y 2013.

en la tasa de inversión de las principales regiones de mercado emergente (véase el gráfico 4.1.3)<sup>3</sup>. Cabe destacar que el método de regresión de panel empleado aquí no desentraña por completo los canales por medio de los cuales estos factores se transmiten a la inversión privada. Los resultados principales son los siguientes:

- La caída de los precios de exportación de las materias primas (las barras verdes del gráfico 4.1.3) —medida según el índice de precios de la exportación de cada país— surge como el aporte más importante a la desaceleración, en particular en América Latina y el Caribe. La contribución sustancial del debilitamiento de los precios de las materias primas a la caída del crecimiento de la inversión privada que se observa desde 2011 no sorprende, dada la gran proporción de materias primas que exhiben las economías de la región. Fuera de América Latina y el Caribe, la inversión en otros mercados emergentes también se deterioró a causa de la caída de precios de las materias primas: por ejemplo, en Indonesia, Rusia y Sudáfrica. Puesto que la regresión controla un período ficticio que abarca el período 2011–13 (*RECENT*), ese resultado no refleja meros movimientos en el crecimiento mundial.
- También tuvo un rol importante el deterioro de las expectativas de las empresas con respecto a su rentabilidad futura, como indica la gran contribución del modelo Q de Tobin (barras azules), sobre todo en las economías asiáticas de mercado emergente y en desarrollo. Ese resultado se condice con la idea de que las perspectivas ensombrecidas de crecimiento del producto potencial debilitaron la inversión empresarial. Como se explica en el capítulo 3, el crecimiento potencial del PIB se ha desacelerado considerablemente en los mercados emergentes desde 2011.
- El endurecimiento de las condiciones financieras —tanto externas como internas— fue otro factor asociado a la desaceleración de la inversión. Varias economías experimentan una caída en sus entradas

<sup>3</sup>La tasa de inversión se define como el gasto en capital de las empresas como proporción del stock de capital del año anterior. Como se expone en Magud y Sosa, de próxima publicación, los coeficientes estimados de interacción son del signo esperado, aunque no todos son estadísticamente significativos. Solo las estimaciones de coeficientes que resultan estadísticamente significativas se utilizan para descomponer la variación en la tasa de inversión expuesta en el gráfico 4.1.3.

**Recuadro 4.1 (continuación)**

de capital (barras amarillas) desde 2012, y el análisis a nivel de las empresas sugiere que eso explica un porcentaje significativo de la desaceleración de la inversión<sup>4</sup>. El aporte a la desaceleración que implican el aumento del apalancamiento empresarial y la merma de los flujos internos de fondos (barras rojas) es congruente con la idea de que, en un entorno de condiciones financieras externas más duras, las deficiencias financieras internas de las empresas restringen más la inversión<sup>5</sup>. Aquí, un análisis adicional sugiere que, en promedio, las empresas más grandes (medidas según sus activos o ingresos) y aquellas con una proporción mayor de propiedad extranjera enfrentan limitaciones financieras menos severas. Y la relajación de las limitaciones crediticias asociada con los ingresos de capital es mayor en las empresas del sector no transable (Magud y Sosa, de próxima publicación)<sup>6</sup>. Sin embargo, el análisis precedente a nivel de las empresas no plasma todas las situaciones que inhiben

<sup>4</sup>Véase un análisis más detallado del rol de las entradas de capital en el capítulo 4 de la edición de octubre de 2013 del informe WEO y el *Spillover Report*, FMI (2014d).

<sup>5</sup>El componente de “factores financieros” domésticos agrupa los aportes del flujo de caja y el apalancamiento de las empresas y la variación en la deuda. Véase un análisis más detallado del rol del apalancamiento en el capítulo 2 de la edición de abril de 2014 de *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific* y en FMI (2015). En este último se concluye que alrededor de un tercio de la caída del coeficiente de la inversión empresarial sobre el PIB en India experimentada desde 2011–12 puede atribuirse a la acumulación de apalancamiento en las empresas.

<sup>6</sup>Este último resultado también se condice con la evidencia indirecta citada en Tornell y Westermann (2005).

la inversión privada en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Varios estudios recientes han puesto de relieve más limitaciones para la inversión específicas de cada país en algunos mercados emergentes grandes, como Brasil, India, Rusia y Sudáfrica. En FMI (2014e) se sostiene que la competitividad deficiente y el bajo grado de confianza de negocios son factores que frenan la inversión privada en Brasil. En Anand y Tulin (2014) y en FMI (2014f) se estima que la incertidumbre en materia de negocios y regulación ha sido responsable de unos tres cuartos de la última caída en India, y ha demorado la aprobación de proyectos y la ejecución de obras de infraestructura y otros proyectos a gran escala. En FMI (2014g) se sugiere que, en Rusia, un entorno de negocios difícil y, más recientemente, las sanciones han incrementado la incertidumbre inherente a la actividad de negocios, con el consiguiente efecto de congelamiento de la inversión. Por último, en FMI (2014h) se informa que, en Sudáfrica, además de los factores analizados en este recuadro, las arraigadas limitaciones estructurales y de infraestructura, la poca confianza en materia de negocios y las percepciones de incertidumbre política inhiben en gran medida la inversión privada.

¿Qué implica todo esto para la inversión privada en las economías de mercados emergentes y en desarrollo? Dados la persistente debilidad de los precios de las materias primas y el endurecimiento de las condiciones del financiamiento interno y externo con entradas menores de capital (véanse el capítulo 1 y la Sección especial sobre las materias primas), parece poco probable que la inversión privada vaya a recuperarse marcadamente en el futuro próximo.

## Referencias

- Abel, Andrew B., 1983, “Optimal Investment under Uncertainty”, *American Economic Review* 73 (1): 228–33.
- Anand, Rahul, y Volodymyr Tulin, 2014, “Disentangling India’s Investment Slowdown”, IMF Working Paper 14/47, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Baker, Scott, Nicholas Bloom y Steven Davis, 2013, “Measuring Economic Policy Uncertainty”, Chicago Booth Research Paper 13-02, University of Chicago Booth School of Business, Chicago.
- Banco Europeo de Inversión, 2013, *Investment and Investment Finance in Europe*, Luxemburgo.
- Barkbu, Bergljot, Pelin Berkmen, Pavel Lukyantsau, Sergejs Saksonovs y Hanni Schoelermann, 2015, “Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak?”, IMF Working Paper 15/32, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Bernanke, Ben, Mark Gertler y Simon Gilchrist, 1996, “The Financial Accelerator and the Flight to Quality”, *Review of Economics and Statistics* 78 (1): 1–15.
- Blanchard, Olivier, Changyong Rhee y Lawrence Summers, 1993, “The Stock Market, Profit, and Investment”, *Quarterly Journal of Economics* 108 (1): 115–36.
- Buti, Marco, y Philipp Mohl, 2014, “Lacklustre Investment in the Eurozone: Is There a Puzzle?”, Vox: CEPR’s Policy Portal. <http://www.voxeu.org/article/raising-investment-eurozone>.
- Chinn, Menzie, 2011, “Investment Behavior and Policy Implications”, *Econbrowser: Analysis of Current Economic Conditions and Policy* (blog). [http://econbrowser.com/archives/2011/09/investment\\_beha](http://econbrowser.com/archives/2011/09/investment_beha).
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose y Marco E. Terrones, 2012, “How Do Business and Financial Cycles Interact?”, *Journal of International Economics* 87 (1): 178–90.
- Claessens, Stijn, Hui Tong y Shang-Jin Wei, 2012, “From the Financial Crisis to the Real Economy: Using Firm-Level Data to Identify Transmission Channels”, *Journal of International Economics* 88 (2): 375–87.
- Dell’Ariccia, Giovanni, Enrica Detragiache y Raghuram Rajan, 2008, “The Real Effect of Banking Crises”, *Journal of Financial Intermediation* 17 (1): 89–112.
- Devries, Pete, Jaime Guajardo, Daniel Leigh y Andrea Pescatori, 2011, “A New Action-Based Dataset of Fiscal Consolidation in OECD Countries”, IMF Working Paper 11/128, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Fazzari, Steven M., R. Glenn Hubbard y Bruce C. Petersen, 1988, “Financing Constraints and Corporate Investment”, *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 141–95.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2014a, “Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak?”, *Euro Area Policies Article IV Consultation Selected Issues*, IMF Country Report 14/199, Washington.
- , 2014b, “The Drivers of Business Investment in France: Reasons for Recent Weakness”, *France Article IV Consultation Selected Issues*, IMF Country Report 14/183, Washington.
- , 2014c, “Growth Prospects in the UK: The Role of Business Investment”, *United Kingdom Article IV Consultation Selected Issues*, IMF Country Report 14/234, Washington.
- , 2014d, *2014 Spillover Report*, Washington.
- , 2014e, *Perspectivas regionales: Las Américas*, Washington, octubre.
- , 2014f, *India: 2014 Article IV Consultation—Staff Report*, IMF Country Report 14/57, Washington.
- , 2014g, *Russia: 2014 Article IV Consultation—Staff Report*, IMF Country Report 14/175, Washington.
- , 2014h, *South Africa 2014 Article IV Consultation—Staff Report*, IMF Country Report 14/338, Washington.
- , 2015, “Corporate Leverage and Investment in India”, *India Article IV Consultation—Selected Issues*, IMF Country Report 15/62, Washington.
- Guajardo, Jaime, Daniel Leigh y Andrea Pescatori, 2014, “Expansionary Austerity? International Evidence”, *Journal of the European Economic Association* 12 (4): 949–68.
- Harding, Don, y Adrian Pagan, 2002, “Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation”, *Journal of Monetary Economics* 49 (2): 365–81.
- Hayashi, Fumio, 1982, “Tobin’s Marginal q and Average q: A Neoclassical Interpretation”, *Econometrica* 50 (1): 213–24.
- Jordà, Òscar, 2005, “Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections”, *American Economic Review* 95 (1): 161–82.
- Jorgenson, Dale W., y Calvin D. Siebert, 1968, “A Comparison of Alternative Theories of Corporate Investment Behavior”, *American Economic Review* 58 (septiembre): 681–712.
- Kalemli-Ozcan, Sebnem, Luc Laeven y David Moreno, de próxima publicación, “Debt Overhang in Europe: Evidence from Firm-Bank-Sovereign Linkages”, NBER Working Paper, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Kopcke, Richard W., 1993, “The Determinants of Business Investment: Has Capital Spending Been Surprisingly Low?”, *New England Economic Review* (enero/febrero).
- Krugman, Paul, 2011, “Explaining Business Investment”, *New York Times*, 3 de diciembre.
- Laeven, Luc, y Fabián Valencia, 2012, “Systemic Banking Crises Database: An Update”, IMF Working Paper 12/163, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Lee, Jaewoo, y Pau Rabanal, 2010, “Forecasting U.S. Investment”, IMF Working Paper 10/246, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Lewis, Christine, Nigel Pain, Jan Strasky y Fusako Menkyna, 2014, “Investment Gaps after the Crisis”, Economics Department Working Paper 1168, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, París.
- Magud, Nicolás, y Sebastián Sosa, de próxima publicación, “Investment in Emerging Markets: We Are Not in Kansas Anymore . . . Or Are We?”, IMF Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington.

- Mussa, Michael, 1977, “External and Internal Adjustment Costs and the Theory of Aggregate and Firm Investment”, *Economica* 44 (174): 163–78.
- Oliner, Stephen, Glenn Rudebusch y Daniel Sichel, 1995, “New and Old Models of Business Investment: A Comparison of Forecasting Performance”, *Journal of Money, Credit, and Banking* 27 (3): 806–26.
- Rajan, Raghuram, y Luigi Zingales, 1998, “Financial Dependence and Growth”, *American Economic Review* 88 (3): 559–86.
- Summers, Lawrence, 2014, “U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound”, *Business Economics* 49 (2): 65–73.
- Teulings, Coen N., y Nikolay Zubanov, 2014, “Is Economic Recovery a Myth? Robust Estimation of Impulse Responses”, *Journal of Applied Econometrics* 29: 497–514.
- Tobin, James, 1969, “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”, *Journal of Money, Credit, and Banking* 1 (1): 15–29.
- Tong, Hui, y Shang-Jin Wei, 2011, “The Composition Matters: Capital Inflows and Liquidity Crunch during a Global Economic Crisis”, *Review of Financial Studies* 24 (6): 2023–52.
- Tornell, Aaron, y Frank Westermann, 2005, *Boom-Bust Cycles and Financial Liberalization*, Cambridge, Massachusetts: MIT Press.



## APÉNDICE ESTADÍSTICO

En el apéndice estadístico se presentan datos históricos y proyecciones. Se divide en seis secciones: supuestos, novedades, datos y convenciones, clasificación de los países, documentación sobre los datos básicos y cuadros estadísticos.

En la primera sección se resumen los supuestos en los que se basan las estimaciones y proyecciones para 2015–16, así como el escenario a mediano plazo para 2017–20. En la segunda sección se presenta una breve descripción de los cambios en la base de datos y los cuadros estadísticos desde la publicación de la edición de octubre de 2014 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés). En la tercera sección se presenta una descripción general de los datos y de las convenciones utilizadas para calcular las cifras compuestas de los grupos de países. La clasificación de los países en los diferentes grupos que se presentan en el informe WEO se resume en la cuarta sección. La quinta sección brinda información sobre la metodología y normas de declaración de datos usados para los indicadores financieros del gobierno y de las cuentas nacionales de los países, que se incluyen en este informe.

La última sección, y la más importante, contiene los cuadros estadísticos. (En esta sección se incluye la parte A del apéndice estadístico, la parte B se puede consultar en Internet). Los datos que allí se presentan se han compilado sobre la base de la información disponible hasta el 3 de abril de 2015. Para facilitar la comparación, las cifras correspondientes a 2015 y años posteriores tienen el mismo grado de precisión que las cifras históricas, pero, dado que se trata de proyecciones, no deberá inferirse que tienen el mismo grado de exactitud.

### Supuestos

Se adoptan los siguientes supuestos: los *tipos de cambio* efectivos reales de las economías avanzadas permanecen constantes en su nivel medio durante el período comprendido entre el 6 de febrero y el 6 de marzo de 2015. Para 2015 y 2016, dados estos supuestos, el tipo medio de conversión dólar de EE.UU./DEG es 1,411 y 1,415; el tipo medio de conversión dólar de EE.UU./euro es 1,132 y 1,133, y el de yen/dólar de EE.UU. es 118,9 y 117,1, respectivamente.

El *precio del petróleo* por barril será, en promedio, US\$58,14 en 2015 y US\$65,65 en 2016.

Las autoridades nacionales seguirán aplicando la *política económica* establecida. En el recuadro A1 se presentan en forma más detallada los supuestos de política económica en los que se basan las proyecciones para algunas economías avanzadas.

El nivel medio de las *tasas de interés* será, para la tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) aplicable a los depósitos a seis meses en dólares de EE.UU., 0,7% en 2015 y 1,9% en 2016; para los depósitos a tres meses en euros, 0,0% en 2015 y 2016, y para los depósitos a seis meses en yenes, 0,1% en 2015 y 0,2% en 2016.

Con respecto a la *introducción del euro*, el 31 de diciembre de 1998 el Consejo de la Unión Europea decidió que, a partir del 1 de enero de 1999, los tipos de conversión irrevocablemente fijos entre el euro y las monedas de los países miembros que adopten el euro serán los que figuran a continuación.

1 euro =	13,7603	chelines austríacos
=	30,1260	coronas eslovacas <sup>1</sup>
=	15,6466	coronas estonias <sup>2</sup>
=	340,750	dracmas griegos <sup>3</sup>
=	200,482	escudos portugueses
=	40,3399	francos belgas
=	6,55957	francos franceses
=	40,3399	francos luxemburgueses
=	2,20371	florines neerlandeses
=	0,702804	lati letones <sup>4</sup>
=	0,585274	libras chipriotas <sup>5</sup>
=	0,787564	libras irlandesas
=	0,42930	libras maltesas <sup>5</sup>
=	1,936,27	liras italianas
=	3,45280	litas lituano <sup>6</sup>
=	1,95583	marcos alemanes
=	5,94573	marcos finlandeses
=	166,386	pesetas españolas
=	239,640	tólares eslovenos <sup>7</sup>

<sup>1</sup>Establecido el 1 de enero de 2009.

<sup>2</sup>Establecido el 1 de enero de 2011.

<sup>3</sup>Establecido el 1 de enero de 2001.

<sup>4</sup>Establecido el 1 de enero de 2014.

<sup>5</sup>Establecido el 1 de enero de 2008.

<sup>6</sup>Establecido el 1 de enero de 2015.

<sup>7</sup>Establecido el 1 de enero de 2007.

Véanse en el recuadro 5.4 de la edición de octubre de 1998 del informe WEO los detalles de los tipos de conversión.

## Novedades

- El 1 de enero de 2015, Lituania se convirtió en el 19º país en ingresar en la zona del euro. Los datos sobre Lituania no se incluyen en los agregados de la zona del euro porque Eurostat no ha publicado la totalidad de los datos consolidados del grupo, pero se incluyen en las economías avanzadas y los subgrupos agregados en el informe WEO.
- Al igual que en la edición de octubre de 2014 del informe WEO, no se incluyen los datos de Siria correspondientes a 2011 y años posteriores debido a la incertidumbre de la situación política.
- Al igual que en la edición de octubre de 2014 del informe WEO, las proyecciones de los precios al consumidor para Argentina no se han incluido en esta edición debido a la interrupción estructural en los datos. Véanse más detalles en la nota 4 del cuadro A7.
- En vista del programa que el FMI está llevando a cabo con Pakistán, las series a partir de las cuales se pueden calcular los supuestos sobre el tipo de cambio nominal no se divulgan, ya que el tipo de cambio nominal es una cuestión sensible para el mercado en Pakistán.
- En el caso de Egipto, las series a partir de las cuales se pueden calcular los supuestos sobre el tipo de cambio nominal no se divulgan, ya que el tipo de cambio nominal es una cuestión sensible para el mercado en Egipto.
- A partir de la edición de abril de 2015 del informe WEO, se ha eliminado la categoría de financiamiento oficial externo entre las economías de mercados emergentes y en desarrollo clasificadas como deudoras netas debido a falta de datos.

## Datos y convenciones

La base de datos del informe WEO está constituida por *datos y proyecciones* sobre 189 economías. Estos datos los llevan conjuntamente el Departamento de Estudios y los departamentos regionales del FMI; estos últimos actualizan regularmente las proyecciones sobre los países en base a un conjunto coherente de supuestos sobre la economía mundial.

Aunque los datos históricos y las definiciones provienen en última instancia de los organismos nacionales de estadística, en materia de estadísticas

también participan organismos internacionales con el fin de armonizar las metodologías para la compilación de datos nacionales, incluidos los marcos analíticos, conceptos, definiciones, clasificaciones y procedimientos de valoración empleados para elaborar estadísticas económicas. En la base de datos del informe WEO se incluye información de fuentes nacionales y de organismos internacionales.

Los datos macroeconómicos de la mayoría de los países que se presentan en el informe WEO se ajustan en términos generales, a la versión de 1993 del *Sistema de Cuentas Nacionales (SCN)*. Las normas del FMI en que se basan las estadísticas sectoriales —el *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional (MBP6)*, el *Manual de estadísticas monetarias y financieras (MEMF 2000)* y el *Manual de estadísticas de finanzas públicas 2001 (MEFP 2001)*— se han armonizado, o están en proceso de armonizarse, con el *SCN 2008*<sup>1</sup>. Estas normas muestran el especial interés de la institución en la situación de las cuentas externas, la estabilidad del sector financiero y el estado de las finanzas públicas de los países. El proceso de adaptación de los datos de los países a las nuevas normas se inicia activamente cuando se publican los manuales. No obstante, la concordancia total depende, en última instancia, de que los compiladores de las estadísticas nacionales proporcionen datos revisados sobre los países; por consiguiente, las estimaciones que se presentan en esta publicación solo se ajustan parcialmente a las definiciones de estos manuales. Sin embargo, para muchos países los efectos de la adaptación a las normas actualizadas en los balances principales y los agregados serán poco significativos. Muchos otros países han adoptado parcialmente las normas más recientes, y continuarán este proceso durante un período de varios años.

Los datos compuestos sobre los grupos de países que se presentan en el informe WEO se calculan como la suma o el promedio ponderado de los datos de cada país. A menos que se indique lo contrario, los promedios multianuales de las tasas de crecimiento se expresan como tasas anuales compuestas de variación<sup>2</sup>. Se utiliza el promedio aritmético ponderado para todos los datos

<sup>1</sup>Muchos otros países están implementando el *SCN 2008* o *SEC 2010*, y en 2014 comenzaron a publicar sus datos sobre cuentas nacionales basándose en las nuevas normas. Unos pocos países utilizan versiones anteriores al *SCN 1993*. Se espera que la adopción del *MBP6* siga un patrón similar. En el cuadro G se enumeran las normas estadísticas a las que se adhiere cada país.

<sup>2</sup>Los promedios del PIB real y sus componentes, el empleo, el PIB per cápita, la inflación, la productividad de los factores, el comercio y los precios de las materias primas se calculan con base en la tasa anual

del grupo de economías de mercados emergentes y en desarrollo, salvo los datos sobre inflación y crecimiento de la masa monetaria, para los que se emplean promedios geométricos. Se aplican las convenciones siguientes:

- Los datos compuestos sobre los tipos de cambio, las tasas de interés y las tasas de crecimiento de los agregados monetarios en los grupos de países se ponderan por el PIB convertido a dólares de EE.UU., al promedio de los tipos de cambio de mercado del trienio anterior, como proporción del PIB del grupo de países en cuestión.
- Las cifras compuestas sobre otros datos de la economía interna, ya sean tasas de crecimiento o razones, se ponderan por el PIB valorado según la paridad del poder adquisitivo como proporción del PIB total mundial o el PIB del grupo de países en cuestión<sup>3</sup>.
- A menos que se indique lo contrario, las cifras compuestas correspondientes a todos los sectores de la zona del euro se corrigen para tener en cuenta discrepancias en la declaración de datos de transacciones efectuadas dentro de la zona. Los datos anuales no se ajustan para tener en cuenta efectos de día-calendario. Las cifras anteriores a 1999 son agregados de datos para los que se usan los tipos de cambio de la unidad de cuenta europea de 1995.
- Las cifras compuestas correspondientes a los datos fiscales se calculan como la suma de las cifras de los distintos países convertidas a dólares de EE.UU. al promedio de los tipos de cambio de mercado de los años indicados.
- Los datos compuestos sobre las tasas de desempleo y el aumento del empleo se ponderan por la población activa de cada país como proporción de la población activa del correspondiente grupo de países.
- Los datos compuestos sobre las estadísticas del sector externo son las sumas de los datos de los distintos países convertidos a dólares de EE.UU. al promedio de los tipos de cambio de mercado de los años indicados en el caso de la balanza de pagos, y a los tipos de cambio de mercado vigentes al final del año en el caso de la deuda denominada en otras monedas.

compuesta de variación; salvo el promedio de la tasa de desempleo, cuyo cálculo se basa en un promedio aritmético simple.

<sup>3</sup>Véanse el recuadro A2 de la edición de abril de 2004 del informe WEO, que presenta un resumen de las ponderaciones revisadas basadas en la paridad del poder adquisitivo, y el anexo IV de la edición de mayo de 1993 del informe WEO. Véase también Anne-Marie Gulde y Marianne Schulze-Ghattas, "Purchasing Power Parity Based Weights for the *World Economic Outlook*", en *Staff Studies for the World Economic Outlook* (Washington: Fondo Monetario Internacional, diciembre de 1993), págs. 106–23.

- Las cifras compuestas correspondientes al comercio exterior, tanto en lo que se refiere al volumen como a los precios, son promedios aritméticos de las variaciones porcentuales de los distintos países ponderadas por el valor en dólares de EE.UU. de sus respectivos niveles de exportación o importación como proporción de la exportación o importación total mundial o del grupo (en el año anterior).
- A menos que se indique lo contrario, los datos compuestos de los grupos de países se calculan cuando los datos ponderados están representados en un 90% o más. Los datos se basan en años calendario, con la excepción de unos pocos países cuyos datos se basan en el ejercicio fiscal. Véase el cuadro F, en el que se enumeran las economías con períodos excepcionales de declaración de datos de las cuentas nacionales y las finanzas públicas de cada país.

En el caso de ciertos países, las cifras de 2014 y períodos anteriores se basan en estimaciones y no en resultados efectivos. Véase el cuadro G, en el que se presentan los resultados efectivos más recientes de los indicadores en las cuentas nacionales, precios, finanzas públicas y balanza de pagos de cada país.

## Clasificación de los países

### Resumen

En el informe WEO, el mundo se divide en dos grandes grupos de países: economías avanzadas, y economías de mercados emergentes y en desarrollo<sup>4</sup>. Esta clasificación no se basa en criterios estrictos, económicos o de otro tipo, sino que ha ido evolucionando con el tiempo a fin de facilitar el análisis presentando los datos en forma razonablemente significativa. En el cuadro A se presenta un esquema general de la clasificación de países, en el que se indica el número de países de cada grupo por región y se resumen algunos indicadores importantes de su tamaño relativo (PIB valorado con base en la paridad del poder adquisitivo, exportación total de bienes y servicios y población).

En estos grupos no se incluyen actualmente algunos países, como Anguilla, Cuba, Montserrat y la República Democrática Popular de Corea, porque no son miembros del FMI y este no efectúa un seguimiento de

<sup>4</sup>En el presente informe, los términos "país" y "economía" se usan no solo para referirse a entidades territoriales que constituyen un Estado según la acepción de esa palabra en el derecho y el uso internacionales, sino también para referirse a entidades territoriales que no son Estados, pero para las cuales se mantienen datos estadísticos en forma separada e independiente.

la evolución de sus economías, o Somalia, país que no se incluye en el grupo de economías emergentes y en desarrollo debido a la limitación de sus datos.

## Características generales y composición de los grupos que conforman la clasificación del informe WEO

### Economías avanzadas

En el cuadro B se presenta la composición de las economías avanzadas (37 países). Los siete países más importantes de este grupo por el nivel del PIB basado en los tipos de cambio de mercado —Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Italia, el Reino Unido y Canadá— integran el subgrupo de las *principales economías avanzadas*, conocidas también como países del Grupo de los Siete (G-7). Los miembros de la *zona del euro* también forman un subgrupo. Los datos compuestos que aparecen en los cuadros bajo “zona del euro” se refieren, en todos los años, a los países miembros actuales, a pesar de que la composición ha aumentado en el transcurso de los años.

En el cuadro C figuran los países miembros de la Unión Europea; no todos están clasificados como economías avanzadas en el informe WEO.

### Economías de mercados emergentes y en desarrollo

El grupo de las economías de mercados emergentes y en desarrollo (152) está integrado por todos los países no clasificados como economías avanzadas.

El *desglose regional* de las economías de mercados emergentes y en desarrollo es el siguiente: *África subsahariana, América Latina y el Caribe, Comunidad de Estados Independientes (CEI), Economías emergentes y en desarrollo de Asia, Economías emergentes y en desarrollo de Europa* (a veces mencionada como Europa central y oriental), y *Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán (OMNAP)*.

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo también se han clasificado conforme a *criterios analíticos*. Los criterios analíticos reflejan la composición de los ingresos de exportación y una distinción entre economías acreedoras netas y deudoras netas. En los cuadros D y E se presenta la composición detallada de las economías de mercados emergentes y en desarrollo clasificadas por regiones y por criterios analíticos.

Según el criterio analítico, por *fuentes de ingresos de exportación*, se distinguen: *combustibles* (Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional [CUCI 3])

y *otros productos*, dentro de estos se centra la atención en los *productos primarios no combustibles* (CUCI 0, 1, 2, 4 y 68). Las economías se incluyen en uno de estos grupos cuando su principal fuente de ingresos de exportación superó, en promedio, el 50% del total de sus exportaciones entre 2009 y 2013.

Los criterios financieros se centran en las *economías acreedoras netas*, las *economías deudoras netas*, los *países pobres muy endeudados* (PPME) y los *países en desarrollo de bajo ingreso*. Las economías se clasifican como deudoras netas cuando su posición de inversión internacional neta más reciente, si está disponible, es inferior a cero o cuando la acumulación de la balanza en cuenta corriente fue negativa desde 1972 (o desde una fecha anterior si estuviera disponible) hasta 2013. Las economías deudoras netas se distinguen a su vez en función del *cumplimiento del servicio de la deuda*<sup>5</sup>.

El grupo de los PPME comprende los países que han sido o están siendo considerados por el FMI y el Banco Mundial en la Iniciativa para la Reducción de la Deuda de los Países Pobres Muy Endeudados, que tiene como objetivo la reducción de la carga de la deuda de todos los PPME habilitados hasta un nivel “sostenible”, en un período de tiempo razonablemente corto<sup>6</sup>. Muchos de estos países ya se han beneficiado del alivio de la deuda o se han graduado de la Iniciativa.

Los *países en desarrollo de bajo ingreso* son aquellos que fueron designados como habilitados para usar los recursos de financiamiento concesionario del FMI en el marco del Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza (FFCLP) en virtud del examen de 2013 de las condiciones de habilitación para acceder al FFCLP y que tenían un nivel de ingreso nacional bruto per cápita inferior al umbral de ingreso para ser excluido de la lista de países habilitados correspondiente a los Estados no pequeños (es decir, el doble del umbral operativo de la Asociación Internacional de Fomento del Banco Mundial (US\$2.390 en 2011, medido por el método Atlas del Banco Mundial) y Zimbabwe.

<sup>5</sup>En 2009–13, 16 economías incurrieron en atrasos en los pagos externos o celebraron acuerdos de reprogramación de deudas con acreedores oficiales o bancos comerciales. Este grupo se denomina *economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2009–13*.

<sup>6</sup>Véase David Andrews, Anthony R. Boote, Syed S. Rizavi y Sukwinder Singh, *Alivio de la deuda para los países de bajo ingreso: Iniciativa reforzada para los países pobres muy endeudados*, Serie de folletos, No. 51-S del FMI (Washington: Fondo Monetario Internacional, noviembre de 1999).

**Cuadro A. Clasificación según los grupos utilizados en *Perspectivas de la economía mundial* y la participación de cada grupo en el PIB agregado, la exportación de bienes y servicios, y la población, 2014<sup>1</sup>**  
(Porcentaje del total del grupo o del total mundial)

	Número de economías	PIB		Exportación de bienes y servicios		Población	
		Economías avanzadas	Mundo	Economías avanzadas	Mundo	Economías avanzadas	Mundo
<b>Economías avanzadas</b>	<b>37</b>	<b>100,0</b>	<b>43,1</b>	<b>100,0</b>	<b>62,0</b>	<b>100,0</b>	<b>14,7</b>
Estados Unidos		37,4	16,1	16,1	10,0	30,6	4,5
Zona del euro <sup>2</sup>	18	28,1	12,1	40,8	25,3	31,8	4,7
Alemania		8,0	3,4	12,1	7,5	7,8	1,1
Francia		5,5	2,4	5,8	3,6	6,1	0,9
Italia		4,6	2,0	4,3	2,7	5,7	0,8
España		3,4	1,5	3,1	1,9	4,5	0,7
Japón		10,2	4,4	5,9	3,7	12,2	1,8
Reino Unido		5,5	2,4	5,7	3,6	6,2	0,9
Canadá		3,4	1,5	3,9	2,4	3,4	0,5
Otras economías avanzadas	15	15,4	6,6	27,6	17,1	15,8	2,3
<i>Partida informativa</i>							
Principales economías avanzadas	7	74,7	32,2	53,8	33,4	72,0	10,6
		Economías de merc. emergentes y en desarrollo	Mundo	Economías de merc. emergentes y en desarrollo	Mundo	Economías de merc. emergentes y en desarrollo	Mundo
<b>Economías de merc. emergentes y en desarrollo</b>	<b>152</b>	<b>100,0</b>	<b>56,9</b>	<b>100,0</b>	<b>38,0</b>	<b>100,0</b>	<b>85,3</b>
<b>Por regiones</b>							
África subsahariana	45	5,4	3,1	5,2	2,0	14,8	12,6
Excluidos Nigeria y Sudáfrica	43	2,6	1,5	2,9	1,1	11,0	9,4
América Latina y el Caribe	32	15,2	8,7	13,7	5,2	9,9	8,5
Brasil		5,3	3,0	3,0	1,1	3,3	2,9
México		3,5	2,0	4,7	1,8	2,0	1,7
Comunidad de Estados Independientes <sup>3</sup>	12	8,2	4,7	9,4	3,6	4,7	4,0
Rusia		5,8	3,3	6,3	2,4	2,4	2,0
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	29	51,9	29,5	45,4	17,2	57,2	48,8
China		28,7	16,3	27,8	10,5	22,6	19,3
India		12,0	6,8	5,4	2,1	20,8	17,7
Excluidos China e India	27	11,2	6,4	12,2	4,6	13,8	11,8
Economías emergentes y en desarrollo de Europa y Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	12	5,8	3,3	8,9	3,4	2,8	2,4
Oriente Medio y Norte de África	22	13,4	7,6	17,4	6,6	10,5	9,0
Oriente Medio y Norte de África	20	11,9	6,8	17,1	6,5	7,0	5,9
<b>Por criterios analíticos<sup>4</sup></b>							
<b>Por fuentes de ingresos de exportación</b>							
Combustibles	29	20,8	11,8	27,8	10,5	12,4	10,6
Otros productos	123	79,2	45,1	72,2	27,4	87,6	74,8
Productos primarios	28	4,9	2,8	4,6	1,7	7,6	6,5
<b>Por fuentes de financiamiento externo</b>							
Economías deudoras netas	123	50,9	28,9	45,5	17,3	65,8	56,2
<b>Economías deudoras netas según el cumplimiento de la deuda</b>							
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2009–13	16	2,5	1,4	1,5	0,6	4,9	4,1
<b>Otros grupos</b>							
Países pobres muy endeudados	38	2,4	1,4	1,9	0,7	11,1	9,5
Países en desarrollo de bajo ingreso	59	7,4	4,2	6,2	2,4	22,4	19,1

<sup>1</sup>Las participaciones en el PIB se basan en la valoración del PIB de los distintos países con base en la paridad del poder adquisitivo (PPA). Los datos agregados corresponden a los países de cada grupo sobre los que se dispone de datos.

<sup>2</sup>Los datos sobre Lituania no se incluyen en los agregados de la zona del euro porque Eurostat no ha publicado la totalidad de los datos consolidados del grupo.

<sup>3</sup>Georgia, Turkmenistán y Ucrania, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

<sup>4</sup>En los datos compuestos de la clasificación de países por posición externa neta no se incluye a Sudán del Sur debido a la falta de una base de datos completa.

## Cuadro B. Economías avanzadas por subgrupos

<b>Principales zonas monetarias</b>		
Estados Unidos		
Zona del euro		
Japón		
<b>Zona del euro<sup>1</sup></b>		
Alemania	Estonia	Letonia
Austria	Finlandia	Luxemburgo
Bélgica	Francia	Malta
Chipre	Grecia	Países Bajos
Eslovenia	Irlanda	Portugal
España	Italia	República Eslovaca
<b>Principales economías avanzadas</b>		
Alemania	Francia	Reino Unido
Canadá	Italia	
Estados Unidos	Japón	
<b>Otras economías avanzadas</b>		
Australia	Israel	San Marino
Corea	Lituania	Singapur
Dinamarca	Noruega	Suecia
Hong Kong, RAE de <sup>2</sup>	Nueva Zelandia	Suiza
Islandia	República Checa	Taiwan, provincia china de

<sup>1</sup>Los datos sobre Lituania no se incluyen en los agregados de la zona del euro porque Eurostat no ha publicado la totalidad de los datos consolidados del grupo.

<sup>2</sup>El 1 de julio de 1997, la República Popular China recuperó su soberanía sobre Hong Kong, que se convirtió en una Región Administrativa Especial de China.

## Cuadro C. Unión Europea

Alemania	Finlandia	Países Bajos
Austria	Francia	Polonia
Bélgica	Grecia	Portugal
Bulgaria	Hungría	Reino Unido
Chipre	Irlanda	República Checa
Croacia	Italia	República Eslovaca
Dinamarca	Letonia	Rumania
Eslovenia	Lituania	Suecia
España	Luxemburgo	
Estonia	Malta	

**Cuadro D. Economías de mercados emergentes y en desarrollo por regiones y fuentes principales de ingresos de exportación**

	Combustibles	Otros productos primarios
<b>África subsahariana</b>		
	Angola	Burkina Faso
	Chad	Burundi
	Congo, República del	Congo, República Democrática del
	Gabón	Côte d'Ivoire
	Guinea Ecuatorial	Eritrea
	Nigeria	Guinea
	Sudán del Sur	Guinea-Bissau
		Liberia
		Malawi
		Malí
		Níger
		Sierra Leona
		Sudáfrica
		Zambia
<b>América Latina y el Caribe</b>		
	Bolivia	Argentina
	Colombia	Chile
	Ecuador	Guyana
	Trinidad y Tabago	Paraguay
	Venezuela	Suriname
		Uruguay
<b>Comunidad de Estados Independientes<sup>1</sup></b>		
	Azerbaiyán	Uzbekistán
	Kazajstán	
	Rusia	
	Turkmenistán	
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Asia</b>		
	Brunei Darussalam	Islas Salomón
	Timor-Leste	Mongolia
		Papua Nueva Guinea
		Tuvalu
<b>Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán</b>		
	Arabia Saudita	Afganistán
	Argelia	Mauritania
	Bahrein	Sudán
	Emiratos Árabes Unidos	
	Irán	
	Iraq	
	Kuwait	
	Libia	
	Omán	
	Qatar	
	Yemen	

<sup>1</sup>Turkmenistán, que no es Estado miembro de la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

**Cuadro E. Economías de mercados emergentes y en desarrollo por regiones, posición externa neta y clasificación de países pobres muy endeudados y países en desarrollo de bajo ingreso**

	Posición externa neta <sup>1</sup>	Países pobres muy endeudados <sup>2</sup>	Países en desarrollo de bajo ingreso		Posición externa neta <sup>1</sup>	Países pobres muy endeudados <sup>2</sup>	Países en desarrollo de bajo ingreso
<b>África subsahariana</b>				Zambia	*	•	*
Angola	•			Zimbabwe	*		*
Benin	*	•	*	<b>América Latina y el Caribe</b>			
Botswana	•			Antigua y Barbuda	*		
Burkina Faso	*	•	*	Argentina	•		
Burundi	*	•	*	Bahamas, Las	*		
Cabo Verde	*			Barbados	*		
Camerún	*	•	*	Belize	*		
Chad	*	*	*	Bolivia	•	•	*
Comoras	*	•	*	Brasil	*		
Congo, República del	*	•	*	Chile	*		
Congo, República Democrática del	*	•	*	Colombia	*		
Côte d'Ivoire	*	•	*	Costa Rica	*		
Eritrea	*	*	*	Dominica	*		
Etiopía	*	•	*	Ecuador	*		
Gabón	•			El Salvador	*		
Gambia	*	•	*	Granada	*		
Ghana	*	•	*	Guatemala	*		
Guinea	*	•	*	Guyana	*	•	
Guinea-Bissau	*	•	*	Haití	*	•	*
Guinea Ecuatorial	*			Honduras	*	•	*
Kenya	*		*	Jamaica	*		
Lesotho	*		*	México	*		
Liberia	*	•	*	Nicaragua	*	•	*
Madagascar	*	•	*	Panamá	*		
Malawi	*	•	*	Paraguay	*		
Mali	*	•	*	Perú	*		
Mauricio	•			República Dominicana	*		
Mozambique	*	•	*	Saint Kitts y Nevis	*		
Namibia	•			San Vicente y las Granadinas	*		
Níger	*	•	*	Santa Lucía	*		
Nigeria	•		*	Suriname	*		
República Centroafricana	*	•	*	Trinidad y Tabago	•		
Rwanda	*	•	*	Uruguay	*		
Santo Tomé y Príncipe	*	•	*	Venezuela	•		
Senegal	*	•	*	<b>Comunidad de Estados Independientes<sup>4</sup></b>			
Seychelles	*			Armenia	*		
Sierra Leona	*	•	*	Azerbaiyán	•		
Sudáfrica	*			Belarús	*		
Sudán del Sur <sup>3</sup>	...		*	Georgia	*		
Swazilandia	*						
Tanzanía	*	•	*				
Togo	*	•	*				
Uganda	*	•	*				

**Cuadro E. Economías de mercados emergentes y en desarrollo por regiones, posición externa neta y clasificación de países pobres muy endeudados y países en desarrollo de bajo ingreso (continuación)**

	Posición externa neta <sup>1</sup>	Países pobres muy endeudados <sup>2</sup>	Países en desarrollo de bajo ingreso		Posición externa neta <sup>1</sup>	Países pobres muy endeudados <sup>2</sup>	Países en desarrollo de bajo ingreso
Kazajstán	*			<b>Economías emergentes y en desarrollo de Europa</b>	Albania		
Moldova	*		*		Bosnia y Herzegovina	*	
República Kirguisa	*		*		Bulgaria	*	
Rusia	•				Croacia	*	
Tayikistán	*		*		Hungría	*	
Turkmenistán	•				Kosovo	*	
Ucrania	*				Macedonia, ex República Yugoslava de	*	
Uzbekistán	•		*		Montenegro	*	
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Asia</b>					Polonia	*	
Bangladesh	*		*		Rumania	*	
Bhután	*		*	Serbia	*		
Brunei Darussalam	•			Turquía	*		
Camboya	*		*	<b>Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán</b>			
China	•			Arabia Saudita	•		
Fiji	*			Afganistán	*	•	*
Filipinas	*			Argelia	•		
India	*			Bahrein	•		
Indonesia	*			Djibouti	*		*
Islas Marshall	*			Egipto	*		
Islas Salomón	*		*	Emiratos Árabes Unidos	•		
Kiribati	•		*	Irán	•		
Malasia	*			Iraq	•		
Maldivas	*			Jordania	*		
Micronesia	*			Kuwait	•		
Mongolia	*		*	Líbano	*		
Myanmar	*		*	Libia	•		
Nepal	*		*	Marruecos	*		
Palau	*			Mauritania	*	•	*
Papua Nueva Guinea	*		*	Omán	•		
República Democrática Popular Lao	*		*	Pakistán	*		
Samoa	*			Qatar	•		
Sri Lanka	*			Siria	*		
Tailandia	*			Sudán	*	*	*
Timor-Leste	•			Túnez	*		
Tonga	*			Yemen	*		*
Tuvalu	*						
Vanuatu	*						
Vietnam	*		*				

<sup>1</sup>Un punto grueso (una estrella) indica que el país es un acreedor neto (deudor neto).

<sup>2</sup>Un punto grueso en lugar de una estrella indica que el país ha alcanzado el punto de culminación.

<sup>3</sup>En los datos compuestos de la clasificación de países por posición externa neta no se incluye a Sudán del Sur debido a la falta de una base de datos completa.

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

**Cuadro F. Economías con períodos excepcionales de declaración de datos<sup>1</sup>**

	Cuentas nacionales	Finanzas públicas
Bahamas, Las		Jul/Jun
Bangladesh		Jul/Jun
Barbados		Abr/Mar
Belice		Abr/Mar
Bhután	Jul/Jun	Jul/Jun
Botswana		Abr/Mar
Dominica		Jul/Jun
Egipto	Jul/Jun	Jul/Jun
Etiopía	Jul/Jun	Jul/Jun
Haití	Oct/Sep	Oct/Sep
Hong Kong, RAE de		Abr/Mar
India	Abr/Mar	Abr/Mar
Irán	Abr/Mar	Abr/Mar
Islas Marshall	Oct/Sep	Oct/Sep
Jamaica		Abr/Mar
Lesotho		Abr/Mar
Malawi		Jul/Jun
Micronesia	Oct/Sep	Oct/Sep
Myanmar	Abr/Mar	Abr/Mar
Namibia		Abr/Mar
Nepal	Ago/Jul	Ago/Jul
Pakistán	Jul/Jun	Jul/Jun
Palau	Oct/Sep	Oct/Sep
Qatar		Abr/Mar
Rep. Dem. Pop. Lao		Oct/Sep
Samoa	Jul/Jun	Jul/Jun
Santa Lucía		Abr/Mar
Singapur		Abr/Mar
Swazilandia		Abr/Mar
Tailandia		Oct/Sep
Tonga		Jul/Jun
Trinidad y Tabago		Oct/Sep

<sup>1</sup>Salvo que se indique lo contrario, todos los datos se refieren al año calendario.

## Cuadro G. Documentación sobre los datos fundamentales

País	Moneda	Cuentas nacionales					Precios (IPC)	
		Fuente de datos históricos <sup>1</sup>	Últimos datos efectivos	Año base <sup>2</sup>	Sistema de Cuentas Nacionales	Uso de la metodología de ponderación en cadena <sup>3</sup>	Fuente de datos históricos <sup>1</sup>	Últimos datos efectivos
Afganistán	Afgani	ONE	2013	2002	SCN 1993		ONE	2014
Albania	Lek albanés	FMI	2012	1996	SCN 1993	Desde 1996	ONE	2013
Alemania	Euro	ONE	2013	2010	SCN 2010	Desde 1991	ONE	2014
Angola	Kwanza angoleño	ONE	2012	2002	SCNE 1995		BC	2014
Antigua y Barbuda	Dólar del Caribe Oriental	BC	2013	2006 <sup>6</sup>	SCN 1993		ONE	2013
Arabia Saudita	Riyal saudita	ONE y MEP	2014	2010	SCN 1993		ONE y MEP	2014
Argelia	Dinar argelino	ONE	2013	2001	SCN 1993	Desde 2005	ONE	2013
Argentina	Peso argentino	MEP	2013	2004	SCN 2008		ONE	2013
Armenia	Dram armenio	ONE	2013	2005	SCN 1993		ONE	2014
Australia	Dólar australiano	ONE	2014	2012/13	SCN 2008	Desde 1980	ONE	2013
Austria	Euro	ONE	2014	2010	SCNE 2010	Desde 1995	ONE	2014
Azerbaiyán	Manat de Azerbaiyán	ONE	2013	2003	SCN 1993	Desde 1994	ONE	2013
Bahamas, Las	Dólar de Bahamas	ONE	2013	2006	SCN 1993		ONE	2013
Bahrein	Dinar de Bahrein	MF	2013	2010	SCN 2008		ONE	2013
Bangladesh	Taka de Bangladesh	ONE	2013	2005	SCN 1993		ONE	2014
Barbados	Dólar de Barbados	ONE y BC	2013	1974 <sup>6</sup>	SCN 1993		BC	2013
Belarús	Rublo belarruso	ONE	2013	2009	SCNE 1995	Desde 2005	ONE	2014
Bélgica	Euro	BC	2013	2012	SCNE 2010	Desde 1995	BC	2014
Belice	Dólar de Belice	ONE	2013	2000	SCN 1993		ONE	2013
Benín	Franco CFA	ONE	2012	2000	SCN 1993		ONE	2013
Bhután	Ngultrum de Bhután	ONE	2011/12	2000 <sup>6</sup>	Otro		BC	2013
Bolivia	Boliviano	ONE	2012	1990	Otro		ONE	2014
Bosnia y Herzegovina	Marco convertible	ONE	2012	2010	SCNE 1995	Desde 2000	ONE	2013
Botswana	Pula de Botswana	ONE	2012	2006	SCN 1993		ONE	2013
Brasil	Real brasileño	ONE	2013	1995	SCN 1993		ONE	2014
Brunei Darussalam	Dólar de Brunei	ONE y OPM	2013	2000	SCN 1993		ONE y OPM	2013
Bulgaria	Lev búlgaro	ONE	2013	2010	SCNE 2010	Desde 2010	ONE	2014
Burkina Faso	Franco CFA	ONE y MEP	2012	1999	SCN 1993		ONE	2014
Burundi	Franco de Burundi	ONE	2011	2005	SCN 1993		ONE	2012
Cabo Verde	Escudo Cabo Verde	ONE	2012	2007	SCN 1993	Desde 2011	ONE	2014
Camboya	Riel de Camboya	ONE	2013	2000	SCN 1993		ONE	2013
Camerún	Franco CFA	ONE	2013	1990	SCN 1993		ONE	2013
Canadá	Dólar canadiense	ONE	2013	2007	SCN 2008	Desde 1980	ONE	2013
Chad	Franco CFA	BC	2013	2005	Otro		ONE	2013
Chile	Peso chileno	BC	2013	2008	SCN 2008	Desde 2003	ONE	2014
China	Yuan chino	ONE	2013	1990 <sup>6</sup>	SCN 2008		ONE	2014
Chipre	Euro	Eurostat	2014	2005	SCNE 2010	Desde 1995	Eurostat	2014
Colombia	Peso colombiano	ONE	2013	2005	Otro	Desde 2000	ONE	2014
Comoras	Franco comorano	ONE	2013	2000	Otro		ONE	2013
Corea	Won coreano	BC	2014	2010	SCN 2008	Desde 1980	MF	2014
Costa Rica	Colón costarricense	BC	2013	1991	SCN 1993		BC	2013
Côte d'Ivoire	Franco CFA	ONE	2012	2009	SCN 1993		ONE	2014
Croacia	Kuna croata	ONE	2013	2005	SCNE 1995		ONE	2013
Dinamarca	Corona danesa	ONE	2013	2010	SCNE 2010	Desde 1980	ONE	2014

**Cuadro G. Documentación sobre los datos fundamentales (continuación)**

País	Finanzas públicas					Balanza de pagos		
	Fuente de datos históricos <sup>1</sup>	Últimos datos efectivos	Manual de estadística utilizado para la fuente	Cobertura de los subsectores <sup>4</sup>	Práctica contable <sup>5</sup>	Fuente de datos históricos <sup>1</sup>	Últimos datos efectivos	Manual de estadística utilizado para la fuente
Afganistán	MF	2013	2001	GC	C	ONE	2013	MBP 5
Albania	FMI	2012	1986	GC, GL, FSS	Otro	BC	2012	MBP 5
Alemania	ONE y Eurostat	2014	2001	GC, GE, GL, FSS	D	BC	2013	BMP 6
Angola	MF	2013	2001	GC, GL	Otro	BC	2013	MBP 5
Antigua y Barbuda	MF	2013	2001	GC	C	BC	2013	MBP 5
Arabia Saudita	MF	2014	1986	GC, FSS	C	BC	2013	MBP 5
Argelia	BC	2014	1986	GC	C	BC	2014	MBP 5
Argentina	MEP	2013	2001	GC, GE, GL, FSS	C	BC	2013	MBP 5
Armenia	MF	2013	2001	GC	C	BC	2013	MBP 5
Australia	MF	2013/14	2001	GC, GE, GL, GT	D	ONE	2013	MBP 6
Austria	ONE	2013	2001	GC, GE, GL, FSS	D	BC	2013	MBP 6
Azerbaiyán	MF	2012	Otro	GC	C	BC	2012	MBP 5
Bahamas, Las	MF	2013/14	2001	GC	C	BC	2013	MBP 5
Bahrein	MF	2013	1986	GC	C	BC	2013	MBP 5
Bangladesh	MF	2013/14	Otro	GC	C	BC	2013	MBP 4
Barbados	MF	2013/14	1986	GC, FSS, SPNF	C	BC	2012	MBP 5
Belarús	MF	2013	2001	GC, GL, FSS	C	BC	2013	MBP 6
Bélgica	BC	2013	2001	GC, GE, GL, FSS	D	BC	2013	MBP 6
Belize	MF	2013/14	1986	GC, SPM	C	BC	2013	MBP 5
Benín	MF	2013	2001	GC	C	BC	2012	MBP 5
Bhután	MF	2012/13	1986	GC	C	BC	2011/12	MBP 6
Bolivia	MF	2013	2001	GC, GL, FSS, SPM, SPFNM, SPNF	C	BC	2013	MBP 5
Bosnia y Herzegovina	MF	2013	2001	GC, GE, GL, FSS	D	BC	2012	MBP 6
Botswana	MF	2011/12	1986	GC	C	BC	2012	MBP 5
Brasil	MF	2014	2001	GC, GE, GL, FSS, SPM, SPNF	C	BC	2014	MBP 5
Brunei Darussalam	MF	2013	Otro	GC, GCP	C	MEP	2012	MBP 5
Bulgaria	MF	2013	2001	GC, GE, GL, FSS	C	BC	2013	MBP 6
Burkina Faso	MF	2014	2001	GC	C	BC	2013	MBP 6
Burundi	MF	2013	2001	GC	D	BC	2012	MBP 6
Cabo Verde	MF	2013	2001	GC, FSS	D	BC	2013	MBP 5
Camboya	MF	2013	2001	GC, GL	C	BC	2013	MBP 5
Camerún	MF	2013	2001	GC, SPNF	C	MF	2013	MBP 5
Canadá	ONE y OCDE	2013	2001	GC, GE, GL, FSS	D	ONE	2013	MBP 6
Chad	MF	2012	1986	GC, SPNF	C	BC	2012	MBP 5
Chile	MF	2013	2001	GC, GL	D	BC	2013	MBP 6
China	MF	2014	2001	GC, GE, GL	C	DECD	2014	MBP 6
Chipre	Eurostat	2014	SCNE 2010	GC, GL, FSS	C	Eurostat	2014	MBP 5
Colombia	MF	2012	2001	GC, GE, GL, FSS	C/D	BC y ONE	2013	MBP 5
Comoras	MF	2013	1986	GC	C/D	BC y FMI	2013	MBP 5
Corea	MF	2013	2001	GC	C	BC	2014	MBP 6
Costa Rica	MF y BC	2013	1986	GC, FSS, SPNF	C	BC	2013	MBP 5
Côte d'Ivoire	MF	2014	1986	GC	D	BC	2012	MBP 6
Croacia	MF	2014	2001	GC, GL	C	BC	2013	MBP 6
Dinamarca	ONE	2013	2001	GC, GL, FSS	D	ONE	2014	MBP 6

Cuadro G. Documentación sobre los datos fundamentales (continuación)

País	Moneda	Cuentas nacionales				Precios (IPC)		
		Fuente de datos históricos <sup>1</sup>	Últimos datos efectivos	Año base <sup>2</sup>	Sistema de Cuentas Nacionales	Uso de la metodología de ponderación en cadena <sup>3</sup>	Fuente de datos históricos <sup>1</sup>	Últimos datos efectivos
Djibouti	Franco de Djibouti	ONE	1999	1990	Otro		ONE	2012
Dominica	Dólar del Caribe Oriental	ONE	2013	2006	SCN 1993		ONE	2013
Ecuador	Dólar de EE.UU.	BC	2013	2007	SCN 1993		ONE y BC	2014
Egipto	Libra egipcia	MEP	2013/14	2011/12	SCN 1993		ONE	2013/14
El Salvador	Dólar de EE.UU.	BC	2013	1990	Otro		ONE	2013
Emiratos Árabes Unidos	Dirham de los E.A.U.	ONE	2013	2007	SCN 1993		ONE	2014
Eritrea	Nafka de Eritrea	FMI	2006	2000	SCN 1993		ONE	2009
Eslovenia	Euro	ONE	2014	2000	SCNE 2010	Desde 2000	ONE	2014
España	Euro	ONE	2014	2010	SCNE 2010	Desde 1995	ONE	2014
Estados Unidos	Dólar de EE.UU.	ONE	2014	2009	Otro	Desde 1980	ONE	2014
Estonia	Euro	ONE	2013	2010	SCNE 2010	Desde 1995	ONE	2014
Etiopía	Birr etíope	ONE	2013/14	2010/11	SCN 1993		ONE	2013
Fiji	Dólar de Fiji	ONE	2013	2008 <sup>6</sup>	SCN 1993/ 2008		ONE	2013
Filipinas	Peso filipino	ONE	2014	2000	SCN 2008		ONE	2014
Finlandia	Euro	ONE	2014	2000	SCNE 2010	Desde 1980	ONE y Eurostat	2014
Francia	Euro	ONE	2014	2010	SCNE 2010	Desde 1980	ONE	2014
Gabón	Franco CFA	MF	2013	2001	SCN 1993		MF	2013
Gambia	Dalasi gambiano	ONE	2012	2004	SCN 1993		ONE	2013
Georgia	Lari georgiano	ONE	2013	2000	SCN 1993	Desde 1996	ONE	2014
Ghana	Cedi ghanés	ONE	2012	2006	SCN 1993		ONE	2013
Granada	Dólar del Caribe Oriental	ONE	2013	2006	SCN 1993		ONE	2013
Grecia	Euro	ONE	2014	2010	SCNE 2010	Desde 1995	ONE	2014
Guatemala	Quetzal guatemalteco	BC	2013	2001	SCN 1993	Desde 2001	ONE	2013
Guinea	Franco guineo	ONE	2009	2003	SCN 1993		ONE	2014
Guinea-Bissau	Franco CFA	ONE	2011	2005	SCN 1993		ONE	2011
Guinea Ecuatorial	Franco CFA	MEP y BC	2013	2006	SCN 1993		MEP	2013
Guyana	Dólar de Guyana	ONE	2012	2006 <sup>6</sup>	SCN 1993		ONE	2012
Haití	Gourde haitiano	ONE	2012/13	1986/87	SCN 2008		ONE	2013
Honduras	Lempira hondureño	BC	2013	2000	SCN 1993		BC	2013
Hong Kong, RAE de	Dólar de Hong Kong	ONE	2014	2012	SCN 2008	Desde 1980	ONE	2014
Hungría	Forint húngaro	ONE	2013	2005	SCNE 1995	Desde 2005	ONE	2013
India	Rupia india	ONE	2013/14	2011/12	SCN 1993		ONE	2013/14
Indonesia	Rupia indonesia	ONE	2014	2010	SCN 2008		ONE	2014
Irán	Rial iraní	BC	2012/13	2004/05	SCN 1993		BC	2014
Iraq	Dinar iraquí	ONE	2014	2007	Otro		ONE	2014
Irlanda	Euro	ONE	2014	2012	SCNE 2010	Desde 2012	ONE	2014
Islandia	Corona islandesa	ONE	2013	2005	SCNE 2010	Desde 1990	ONE	2013
Islas Marshall	Dólar de EE.UU.	ONE	2012/13	2003/04	Otro		ONE	2013
Islas Salomón	Dólar de las Islas Salomón	BC	2013	2004	SCN 1993		ONE	2013
Israel	Nuevo Shequel israelí	ONE	2014	2010	SCN 2008	Desde 1995	Haver Analytics	2014
Italia	Euro	ONE	2014	2010	SCNE 2010	Desde 1980	ONE	2014

**Cuadro G. Documentación sobre los datos fundamentales (continuación)**

País	Finanzas públicas					Balanza de pagos		
	Fuente de datos históricos <sup>1</sup>	Últimos datos efectivos	Manual de estadística utilizado para la fuente	Cobertura de los subsectores <sup>4</sup>	Práctica contable <sup>5</sup>	Fuente de datos históricos <sup>1</sup>	Últimos datos efectivos	Manual de estadística utilizado para la fuente
Djibouti	MF	2014	2001	GC	D	BC	2014	MBP 5
Dominica	MF	2012/13	1986	GC	C	BC	2013	MBP 5
Ecuador	BC y MF	2013	1986	GC,GE,GL,FSS,SPNF	C	BC	2013	MBP 5
Egipto	MF	2013/14	2001	GC,GL,FSS,SPM	C	BC	2013/14	MBP 5
El Salvador	MF	2013	1986	GC,GL,FSS	C	BC	2013	MBP 6
Emiratos Árabes Unidos	MF	2013	2001	GC,GCP,GE,FSS	D	BC	2013	MBP 5
Eritrea	MF	2008	2001	GC	C	BC	2008	MBP 5
Eslovenia	MF	2014	1986	GC,GE,GL,FSS	C	ONE	2014	MBP 6
España	MF y Eurostat	2014	2001	GC,GE,GL,FSS	D	BC	2013	MBP 6
Estados Unidos	BEA	2013	2001	GC,GE,GL	D	ONE	2014	BPM 6
Estonia	MF	2013	1986/2001	GC,GL,FSS	C	BC	2013	MBP 6
Etiopía	MF	2013/14	1986	GC,GE,GL,SPNF	C	BC	2013/14	MBP 5
Fiji	MF	2013	2001	GC	C	BC	2013	MBP 6
Filipinas	MF	2014	2001	GC,GL,FSS	C	BC	2014	MBP 6
Finlandia	MF	2013	2001	GC,GL,FSS	D	BC	2013	MBP 6
Francia	ONE	2013	2001	GC,GL,FSS	D	BC	2014	MBP 6
Gabón	FMI	2013	2001	GC	D	BC	2006	MBP 5
Gambia	MF	2013	2001	GC	C	BC y FMI	2012	MBP 4
Georgia	MF	2013	2001	GC,GL	C	ONE y BC	2013	MBP 5
Ghana	MF	2013	2001	GC,GE,GL	C	BC	2012	MBP 5
Granada	MF	2013	2001	GC	C	BC	2013	MBP 5
Grecia	MF	2013	1986	GC,GL,FSS	D	BC	2014	MBP 5
Guatemala	MF	2013	1986	GC	C	BC	2013	MBP 5
Guinea	MF	2014	2001	GC	Otro	BC y MEP	2013	MBP 6
Guinea Ecuatorial	MF	2013	1986	GC	C	BC	2013	MBP 5
Guinea-Bissau	MF	2011	2001	GC	D	BC	2011	MBP 6
Guyana	MF	2012	2001	GC,FSS	C	BC	2012	MBP 5
Haití	MF	2012/13	2001	GC	C	BC	2013	MBP 5
Honduras	MF	2013	1986	GC,GL,FSS,SPNF	D	BC	2013	MBP 5
Hong Kong, RAE de	ONE	2013/14	2001	GC	C	ONE	2013	MBP 6
Hungría	MEP y Eurostat	2013	2001	GC,GL,FSS,SPFNM	D	BC	2013	MBP 6
India	MF	2012/13	2001	GC,GE	D	BC	2013/14	MBP 5
Indonesia	MF	2014	2001	GC,GL	C	BC	2014	MBP 6
Irán	MF	2012/13	2001	GC	C	BC	2013	MBP 5
Iraq	MF	2014	2001	GC	C	BC	2012	MBP 5
Irlanda	MF	2014	2001	GC,GL,FSS	D	ONE	2014	MBP 6
Islandia	ONE	2013	2001	GC,GL	D	BC	2013	MBP 6
Islas Marshall	MF	2012/13	2001	GC,GL,FSS	D	ONE	2013	Otro
Islas Salomón	MF	2012	1986	GC	C	BC	2013	BPM 6
Israel	MF	2013	2001	GC,FSS	D	Haver Analytics	2014	MBP 6
Italia	ONE	2013	2001	GC,GE,GL,FSS	D	ONE	2013	MBP 6

Cuadro G. Documentación sobre los datos fundamentales (continuación)

País	Moneda	Cuentas nacionales				Precios (IPC)		
		Fuente de datos históricos <sup>1</sup>	Últimos datos efectivos	Año base <sup>2</sup>	Sistema de Cuentas Nacionales	Uso de la metodología de ponderación en cadena <sup>3</sup>	Fuente de datos históricos <sup>1</sup>	Últimos datos efectivos
Jamaica	Dólar de Jamaica	ONE	2013	2007	SCN 1993		ONE	2014
Japón	Yen japonés	Oficina del Gabinete de Japón	2014	2005	SCN 1993	Desde 1980	MCAI	2014
Jordania	Dinar jordano	ONE	2013	1994	Otro		ONE	2013
Kazajstán	Tenge kasako	ONE	2013	2007	Otro	Desde 1994	BC	2013
Kenya	Chelín keniano	ONE	2014	2009	SCN 2008		ONE	2014
Kiribati	Dólar australiano	ONE	2013	2006	Otro		ONE	2014
Kosovo	Euro	ONE	2013	2013	Otro		ONE	2013
Kuwait	Dinar kuwaiti	MEP y ONE	2013	2010	SCN 1993		ONE y MEP	2014
Lesotho	Loti de Lesotho	ONE	2012	2004	Otro		ONE	2013
Letonia	Lats letón	ONE	2013	2010	SCNE 1995	Desde 1995	Eurostat	2013
Líbano	Libra libanesa	ONE	2011	2000	SCN 2008	Desde 2010	ONE	2013
Liberia	Dólar de EE.UU.	BC	2011	1992	SCN 1993		BC	2013
Libia	Dinar libio	MEP	2014	2003	SCN 1993		ONE	2014
Lituania	Litas lituano	ONE	2013	2010	SCNE 1995	Desde 2005	ONE	2013
Luxemburgo	Euro	ONE	2013	2005	SCNE 2010	Desde 1995	ONE	2014
Macedonia, ex República Yugoslava de	Denar macedonio	ONE	2013	2005	SCNE 2010		ONE	2014
Madagascar	Ariari de Madagascar	ONE	2014	2000	Otro		ONE	2014
Malasia	Ringgit malasio	ONE	2014	2005	SCN 2008		ONE	2014
Malawi	Kwacha malawiano	ONE	2010	2007	SCN 2008		ONE	2014
Maldivas	Rufiya maldiva	MF y ONE	2013	2003 <sup>6</sup>	SCN 1993		BC	2014
Malí	Franco CFA	MF	2011	1987	SCN 1993		MF	2013
Malta	Euro	Eurostat	2013	2010	SCNE 2010	Desde 2000	Eurostat	2013
Marruecos	Dirham marroquí	ONE	2013	1998	SCN 1993	Desde 1998	ONE	2013
Mauricio	Rupia mauriciana	ONE	2013	2006	SCN 1993	Desde 1999	ONE	2013
Mauritania	Ouguiya mauritano	ONE	2014	1998	SCN 1993		ONE	2014
México	Peso mexicano	ONE	2014	2008	SCN 1993		ONE	2014
Micronesia	Dólar de EE.UU.	ONE	2013	2004	Otro		ONE	2013
Moldova	Leu moldavo	ONE	2013	1995	SCN 1993		ONE	2013
Mongolia	Togrog mongol	ONE	2013	2010	SCN 1993		ONE	2014
Montenegro	Euro	ONE	2014	2006	SCNE 1995		ONE	2014
Mozambique	Metical de Mozambique	ONE	2013	2009	SCN 1993		ONE	2014
Myanmar	Kyat de Myanmar	MEP	2013/14	2010/11	Otro		ONE	2014
Namibia	Dólar de Namibia	ONE	2011	2000	SCN 1993		ONE	2012
Nepal	Rupia nepalesa	ONE	2013/14	2000/01	SCN 1993		BC	2013/14
Nicaragua	Córdoba nicaragüense	FMI	2013	2006	SCN 1993	Desde 1994	BC	2014
Níger	Franco CFA	ONE	2013	2000	SCN 1993		ONE	2014
Nigeria	Naira nigeriana	ONE	2014	2010	SCN 2008		ONE	2014
Noruega	Corona noruega	ONE	2014	2012	SCNE 2010	Desde 1980	ONE	2014
Nueva Zelandia	Dólar de Nueva Zelandia	ONE	2012/13	2009/10	Otro	Desde 1987	ONE	2014
Omán	Rial omani	ONE	2012	2010	SCN 1993		ONE	2014
Países Bajos	Euro	ONE	2014	2010	SCNE 2010	Desde 1980	ONE	2014
Pakistán	Rupia pakistaní	ONE	2013/14	2005/06	SCN 1968/1993		ONE	2013/14

**Cuadro G. Documentación sobre los datos fundamentales (continuación)**

País	Finanzas públicas					Balanza de pagos		
	Fuente de datos históricos <sup>1</sup>	Últimos datos efectivos	Manual de estadística utilizado para la fuente	Cobertura de los subsectores <sup>4</sup>	Práctica contable <sup>5</sup>	Fuente de datos históricos <sup>1</sup>	Últimos datos efectivos	Manual de estadística utilizado para la fuente
Jamaica	MF	2013/14	1986	GC	C	BC	2013	MBP 5
Japón	Oficina del Gabinete de Japón	2013	2001	GC,GL,FSS	D	BC	2014	MBP 6
Jordania	MF	2013	2001	GC,SPNF	C	BC	2013	MBP 5
Kazajstán	FMI	2013	2001	GC,GL	D	BC	2013	MBP 6
Kenya	MF	2014	2001	GC	D	BC	2013	MBP 5
Kiribati	MF	2013	1986	GC,GL	C	ONE	2012	MBP 5
Kosovo	MF	2013	Otro	GC,GL	C	BC	2013	MBP 5
Kuwait	MF	2013	1986	GC	C/D	BC	2013	MBP 5
Lesotho	MF	2012/13	2001	GC,GL	C	BC	2012	MBP 6
Letonia	MF	2013	Otro	GC,GL,FSS,SPNF	C	BC	2013	MBP 5
Líbano	MF	2013	1986	GC	C	BC y FMI	2012	MBP 5
Liberia	MF	2012	2001	GC	D	BC	2013	MBP 5
Libia	MF	2014	1986	GC,GE,GL	C	BC	2014	MBP 5
Lituania	MF	2013	2001	GC,GL,FSS	D	BC	2013	MBP 6
Luxemburgo	MF	2013	2001	GC,GL,FSS	D	ONE	2013	MBP 6
Macedonia, ex República Yugoslava de	MF	2014	1986	GC,GE,FSS	C	BC	2014	MBP 6
Madagascar	MF	2013	1986	GC,GL	C	BC	2014	MBP 5
Malasia	MF	2013	1986	GC,GE,GL	C	ONE	2014	MBP 6
Malawi	MF	2014/15	1986	GC	C	ONE	2013	MBP 5
Maldivas	MF y Tesoro	2012	1986	GC	C	BC	2013	MBP 5
Malí	MF	2013	2001	GC	C/D	BC	2011	MBP 5
Malta	Eurostat	2013	2001	GC,FSS	D	ONE	2013	MBP 6
Marruecos	MEP	2014	2001	GC	D	OC	2013	MBP 5
Mauricio	MF	2013	2001	GC,GE,GL,SPNF	C	BC	2013	MBP 5
Mauritania	MF	2014	1986	GC	C	BC	2013	MBP 5
México	MF	2014	2001	GC,FSS,SPNF	C	BC	2014	MBP 5
Micronesia	MF	2012/13	2001	GC,GE,GL,FSS	Otro	ONE	2013	Otro
Moldova	MF	2013	1986	GC,GL,FSS	C	BC	2013	MBP 5
Mongolia	MF	2013	2001	GC,GE,GL,FSS	C	BC	2013	MBP 5
Montenegro	MF	2014	1986	GC,GL,FSS	C	BC	2014	MBP 5
Mozambique	MF	2013	2001	GC,GE	C/D	BC	2013	MBP 5
Myanmar	MF	2013/14	2001	GC,SPNF	C/D	FMI	2013	Otro
Namibia	MF	2011/12	2001	GC	C	BC	2013	MBP 5
Nepal	MF	2013/14	2001	GC	C	BC	2013/14	MBP 5
Nicaragua	MF	2014	1986	GC,GL,FSS	C	FMI	2013	MBP 6
Níger	MF	2013	1986	GC	D	BC	2012	MBP 6
Nigeria	MF	2013	2001	GC,GE,GL,SPNF	C	BC	2013	MBP 5
Noruega	ONE y MF	2014	2001	GC,GE,GL,FSS	D	ONE	2014	MBP 6
Nueva Zelanda	MF	2013/14	2001	GC	D	ONE	2013	MBP 6
Omán	MF	2013	2001	GC	C	BC	2013	MPB 5
Países Bajos	MF	2013	2001	GC	C	BC	2013	MBP 5
Pakistán	MF	2013/14	1986	GC,GE,GL	C	BC	2013/14	MBP 5

Cuadro G. Documentación sobre los datos fundamentales (continuación)

País	Moneda	Cuentas nacionales				Precios (IPC)		
		Fuente de datos históricos <sup>1</sup>	Últimos datos efectivos	Año base <sup>2</sup>	Sistema de Cuentas Nacionales	Uso de la metodología de ponderación en cadena <sup>3</sup>	Fuente de datos históricos <sup>1</sup>	Últimos datos efectivos
Palau	Dólar de EE.UU.	MF	2013	2005	Otro		MF	2013/14
Panamá	Dólar de EE.UU.	ONE	2014	1996	SCN 1993		ONE	2014
Papua Nueva Guinea	Kina de Papua Nueva Guinea	ONE y MF	2013	1998	SCN 1993		ONE	2013
Paraguay	Guaraní paraguayo	BC	2013	1994	SCN 1993		BC	2013
Perú	Nuevo sol peruano	BC	2014	2007	SCN 1993		BC	2014
Polonia	Zloty polaco	ONE	2013	2010	SCNE 2010	Desde 1995	ONE	2013
Portugal	Euro	ONE	2014	2011	SCNE 2010	Desde 1980	ONE	2014
Provincia china de Taiwan	Nuevo dólar taiwanés	ONE	2014	2011	SCN 2008		ONE	2014
Qatar	Riyal qatari	ONE y MEP	2013	2004	SCN 1993		ONE	2014
Reino Unido	Libra esterlina	ONE	2014	2011	SCNE 2010	Desde 1980	ONE	2014
República Centrafricana	Franco CFA	ONE	2012	2005	SCN 1993		ONE	2014
República Checa	Corona checa	ONE	2014	2005	SCNE 2010	Desde 1995	ONE	2014
República del Congo	Franco CFA	ONE	2013	1990	SCN 1993		ONE	2013
República Democrática del Congo	Franco congoleño	ONE	2006	2005	SCN 1993		BC	2014
Rep. Dem. Pop. Lao	Kip lao	ONE	2013	2002	SCN 1993		ONE	2013
República Dominicana	Peso dominicano	BC	2013	2007	SCN 2008	Desde 2007	BC	2014
República Eslovaca	Euro	Eurostat	2014	2010	SCNE 2010	Desde 1993	Eurostat	2014
República Kirguisa	Som kirguís	ONE	2014	1995	SCN 1993		ONE	2014
Rumania	Leu rumano	ONE y Eurostat	2014	2010	SCNE 2010	Desde 2000	ONE	2014
Rusia	Rublo ruso	ONE	2013	2008	SCN 1993	Desde 1995	ONE	2014
Rwanda	Franco de Rwanda	MF	2014	2011	SCN 1993		MF	2014
Samoa	Tala de Samoa	ONE	2013/14	2009	SCN 1993		ONE	2013/14
Saint Kitts y Nevis	Dólar del Caribe Oriental	ONE	2013	2006 <sup>6</sup>	SCN 1993		ONE	2013
San Marino	Euro	ONE	2013	2007	Otro		ONE	2014
San Vicente y las Granadinas	Dólar del Caribe Oriental	ONE	2013	2006 <sup>6</sup>	SCN 1993		ONE	2013
Santa Lucía	Dólar del Caribe Oriental	ONE	2013	2006	SCN 1993		ONE	2013
Santo Tomé y Príncipe	Dobra de Santo Tomé y Príncipe	ONE	2012	2000	SCN 1993		ONE	2014
Serbia	Dinar serbio	ONE	2014	2010	SCNE 2010	Desde 2010	ONE	2014
Senegal	CFA franc	ONE	2013	2000	SCN 1993		ONE	2011
Seychelles	Rupia de Seychelles	ONE	2012	2006	SCN 1993		ONE	2013
Sierra Leona	Leone de Sierra Leona	ONE	2013	2006	SCN 1993	Desde 2010	ONE	2014
Singapur	Dólar de Singapur	ONE	2014	2010	SCN 1993	Desde 2010	ONE	2014
Siría	Libra siria	ONE	2010	2000	SCN 1993		ONE	2011
Sri Lanka	Rupia de Sri Lanka	BC	2012	2002	SCN 1993		ONE	2014
Sudáfrica	Rand sudafricano	BC	2014	2010	SCN 1993		ONE	2014
Sudán	Libra sudanesa	ONE	2013	2007	Otro		ONE	2013
Sudán del Sur	Libra de Sudán del Sur	ONE	2014	2010	SCN 1993		ONE	2014

**Cuadro G. Documentación sobre los datos fundamentales (continuación)**

País	Finanzas públicas					Balanza de pagos		
	Fuente de datos históricos <sup>1</sup>	Últimos datos efectivos	Manual de estadística utilizado para la fuente	Cobertura de los subsectores <sup>4</sup>	Práctica contable <sup>5</sup>	Fuente de datos históricos <sup>1</sup>	Últimos datos efectivos	Manual de estadística utilizado para la fuente
Palau	MF	2013	2001	GC	Otro	MF	2013	MBP 6
Panamá	MEP	2013	1986	GC,GE,GL,FSS,SPNF	C	ONE	2014	MBP 5
Papua Nueva Guinea	MF	2013	1986	GC	C	BC	2013	MBP 5
Paraguay	MF	2013	2001	GC,GL	C	BC	2013	MBP 5
Perú	MF	2014	1986	GC,GE,GL,FSS	C	BC	2014	MBP 5
Polonia	MF	2013	2001	GC,GL,FSS	D	BC	2013	MBP 6
Portugal	ONE	2013	2001	GC,GL,FSS	D	BC	2014	MBP 6
Provincia china de Taiwan	MF	2013	1986	GC,GL,FSS	D	BC	2014	MBP 6
Qatar	MF	2013/14	1986	GC	C	BC y FMI	2013	MBP 5
Reino Unido	ONE	2014	2001	GC,GL	D	ONE	2013	MBP 6
República Centroafricana	MF	2014	2001	GC	C	BC	2013	MBP 5
República Checa	MF	2013	2001	GC,GL,FSS,GCP	D	ONE	2013	MBP 6
República del Congo	MF	2013	2001	GC	D	BC	2008	MBP 5
República Democrática del Congo	MF	2013	2001	GC,GE,GL	D	BC	2013	MBP 5
Rep. Dem. Pop. Lao	MF	2012/13	2001	GC	C	BC	2013	MBP 5
República Dominicana	MF	2014	2001	GC,GE,GL,FSS	D	BC	2013	MBP 6
República Eslovaca	Eurostat	2013	2001	GC,GL,FSS	D	BC	2013	MBP 6
República Kirguisa	MF	2014	Otro	GC,GL,FSS	C	MF	2014	MBP 5
Rumania	MF	2014	1986	GC,GL,FSS	C	BC	2013	MBP 6
Rusia	MF	2013	2001	GC,GE,FSS	C/D	BC	2014	MBP 6
Rwanda	MF	2014	2001	GC,GL	C/D	BC	2014	MBP 5
Samoa	MF	2013/14	2001	GC	D	BC	2012/13	MBP 6
Saint Kitts y Nevis	MF	2013	2001	GC	C	BC	2013	MBP 5
San Marino	MF	2013	Otro	GC,GE,FSS	Otro	...	...	...
San Vicente y las Granadinas	MF	2013	1986	GC	C	BC	2013	MBP 5
Santa Lucía	MF	2012/13	1986	GC	C	BC	2013	MBP 5
Santo Tomé y Príncipe	MF y Aduanas	2014	2001	GC	C	BC	2014	MBP 5
Serbia	MF	2014	Otro	GC,GE,GL,FSS	C	BC	2014	MBP 6
Senegal	MF	2011	1986	GC	C	BC y FMI	2011	MBP 5
Seychelles	MF	2013	1986	GC,FSS	C	BC	2013	MBP 6
Sierra Leona	MF	2013	1986	GC	C	BC	2013	MBP 5
Singapur	MF	2013/14	2001	GC	C	ONE	2014	MBP 6
Siría	MF	2009	1986	GC	C	BC	2009	MBP 5
Sri Lanka	MF	2013	2001	GC,GE,GL,FSS	C	BC	2012	MBP 5
Sudáfrica	MF	2013/14	2001	GC,GE,FSS	C	BC	2013	MBP 6
Sudán	MF	2013	2001	GC	D	BC	2013	MBP 5
Sudán del Sur	MF	2014	Otro	GC	C	Otro	2014	MBP 5

Cuadro G. Documentación sobre los datos fundamentales (continuación)

País	Moneda	Cuentas nacionales				Precios (IPC)		
		Fuente de datos históricos <sup>1</sup>	Últimos datos efectivos	Año base <sup>2</sup>	Sistema de Cuentas Nacionales	Uso de la metodología de ponderación en cadena <sup>3</sup>	Fuente de datos históricos <sup>1</sup>	Últimos datos efectivos
Suecia	Corona sueca	ONE	2014	2013	SCNE 2010	Desde 1993	ONE	2014
Suiza	Franco suizo	ONE	2014	2010	SCNE 2010	Desde 1980	ONE	2014
Suriname	Dólar surinamés	ONE	2011	2007	SCN 1993		ONE	2013
Swazilandia	Lilangeni de Swazilandia	ONE	2010	2000	SCN 1993		ONE	2014
Tailandia	Baht tailandés	JNDES	2014	1988	SCN 1993		MC	2014
Tanzanía	Chalín tanzaniano	ONE	2012	2007	SCN 1993		ONE	2013
Tayikistán	Somoni de Tayikistán	ONE	2013	1995	SCN 1993		ONE	2013
Timor-Leste	Dólar de EE.UU.	MF	2012	2010 <sup>6</sup>	Otro		ONE	2013
Togo	Franco CFA	ONE	2009	2000	SCN 1993		ONE	2013
Tonga	Pa'anga de Tonga	BC	2012	2010/11	SCN 1993		BC	2013
Trinidad y Tabago	Dólar de Trinidad y Tabago	ONE	2012	2000	SCN 1993		ONE	2013
Túnez	Dinar tunecino	ONE	2014	2004	SCN 1993	Desde 2009	ONE	2014
Turkmenistán	Nuevo manat turcomano	ONE	2013	2005	SCN 1993	Desde 2000	ONE	2013
Turquía	Lira turca	ONE	2013	1998	SCN 1993/ SCNE 1995		ONE	2014
Tuvalu	Dólar australiano	Expertos CATFP	2012	2005	Otro		ONE	2013
Ucrania	Grivna ucraniana	ONE	2014	2010	SCN 2008	Desde 2005	ONE	2014
Uganda	Chelín ugandés	ONE	2013	2009/10	SCN 1993		BC	2013/14
Uruguay	Peso uruguayo	BC	2014	2005	SCN 1993		ONE	2014
Uzbekistán	Sum uzbeko	ONE	2012	1995	SCN 1993		ONE	2012
Vanuatu	Vatu de Vanuatu	ONE	2013	2006	SCN 1993		ONE	2014
Venezuela	Bolívar fuerte venezolano	BC	2013	1997	SCN 2008		BC	2013
Viet Nam	Dong vietnamita	ONE	2013	2010	SCN 1993		ONE	2013
Yemen	Rial yemení	FMI	2008	1990	SCN 1993		ONE y BC	2009
Zambia	Kwacha zambiano	ONE	2013	2010	SCN 1993		ONE	2013
Zimbabwe	Dólar de EE.UU.	ONE	2012	2009	Otro		ONE	2013

**Cuadro G. Documentación sobre los datos fundamentales (continuación)**

País	Finanzas públicas					Balanza de pagos		
	Fuente de datos históricos <sup>1</sup>	Últimos datos efectivos	Manual de estadística utilizado para la fuente	Cobertura de los subsectores <sup>4</sup>	Práctica contable <sup>5</sup>	Fuente de datos históricos <sup>1</sup>	Últimos datos efectivos	Manual de estadística utilizado para la fuente
Suecia	MF	2012	2001	GC, GL, FSS	D	ONE	2014	MBP 6
Suiza	MF	2012	2001	GC, GE, GL, FSS	D	BC	2013	MBP 6
Suriname	MF	2013	1986	GC	C	BC	2013	MBP 5
Swazilandia	MF	2012/13	2001	GC	D	BC	2013	MBP 6
Tailandia	MF	2013/14	2001	GC, GCP, GL, FSS	D	BC	2014	MBP 6
Tanzania	MF	2013	2001	GC, GL	C	BC	2011	MBP 5
Tayikistán	MF	2013	1986	GC, GL, FSS	C	BC	2013	MBP 5
Timor-Leste	MF	2012	2001	GC	C	BC	2013	MBP 5
Togo	MF	2013	2001	GC	C	BC	2012	MBP 5
Tonga	BC y MF	2012	2001	GC	C	BC y ONE	2012	MBP 5
Trinidad y Tabago	MF	2012/13	1986	GC, SPNF	C	BC y ONE	2012	MBP 5
Túnez	MF	2014	1986	GC	C	BC	2014	MBP 5
Turkmenistán	MF	2013	1986	GC, GL	C	ONE y FMI	2012	MBP 5
Turquía	MF	2013	2001	GC, GL, FSS	D	BC	2014	MBP 6
Tuvalu	FMI	2013	Otro	GC	C/D	FMI	2012	MBP 6
Ucrania	MF	2014	2001	GC, GE, GL, FSS	C	BC	2013	MBP 5
Uganda	MF	2013	2001	GC	C	BC	2013	MBP 6
Uruguay	MF	2014	1986	GC, GL, FSS, SPM, SPNF	D	BC	2014	MBP 6
Uzbekistán	MF	2012	Otro	GC, GE, GL, FSS	C	MEP	2012	MBP 5
Vanuatu	MF	2014	2001	GC	C	BC	2013	MBP 5
Venezuela	MF	2010	2001	GC, GL, FSS, SPNF	C	BC	2012	MBP 5
Viet Nam	MF	2013	2001	GC, GE, GL	C	BC	2013	MBP 5
Yemen	MF	2013	2001	GC, GL	C	FMI	2009	MBP 5
Zambia	MF	2013	1986	GC	C	BC	2013	MBP 6
Zimbabwe	MF	2013	1986	GC	C	BC y MF	2013	MBP 4

Nota: MBP = *Manual de Balanza de Pagos* (el número a continuación de la sigla indica el número de la edición); IPC = Índice de precios al consumidor; SCNE = Sistema de Cuentas Nacionales Europeo; SCN = Sistema de Cuentas Nacionales.

<sup>1</sup>BC = Banco central; BEA = Oficina de Análisis Económicos de Estados Unidos; CATFP = Centro de Asistencia Técnica Financiera del Pacífico; DECD = Dirección Estatal de Control de Divisas; IFS = FMI, International Financial Statistics; JNDES = Junta Nacional de Desarrollo Económico y Social; MC = Ministerio de Comercio; MCAI = Ministerio de Comunicación y de Asuntos Internos; MEP = Ministerio de Economía y o Planificación; MF = Ministerio de Finanzas; OC = Oficina de Cambios; OCDE = Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos; ONE = Oficina nacional de estadística; OPM = Oficina del Primer Ministro.

<sup>2</sup>El año base de las cuentas nacionales es el período con el que se comparan los otros períodos y para el cual los precios aparecen en el denominador de las relaciones de precios utilizadas para calcular el índice.

<sup>3</sup>El uso de la metodología de ponderación en cadena permite a los países medir el crecimiento del PIB con más exactitud al reducir o eliminar el sesgo a la baja en las series de volumen construidas sobre números índice que promedian los componentes del volumen utilizando ponderaciones tomadas de un año anterior moderadamente distante.

<sup>4</sup>Para algunos países, la estructura de gobierno consiste en una cobertura más amplia de la que se especifica para el gobierno general. Cobertura: FSS = Fondo de la seguridad social; GC = Gobierno central; GCP = Gobierno central presupuestario; GE = Gobierno estatal; GL = Gobierno local; GT = Gobiernos territoriales; SPNF = Sociedad pública financiera no monetaria; SPM = Sociedad pública monetaria, incluido el banco central; SPNF = Sociedad pública no financiera.

<sup>5</sup>Principio de contabilidad: D = Devengado, C = Caja.

<sup>6</sup>El PIB nominal no se mide de la misma forma que el PIB real.

## Recuadro A1. Supuestos de política económica en que se basan las proyecciones para algunas economías

### *Supuestos en materia de política fiscal*

Los supuestos sobre la política fiscal a corto plazo que se utilizan en el informe WEO se basan en los presupuestos anunciados oficialmente, ajustados teniendo en cuenta las diferencias que pueda haber entre los supuestos macroeconómicos y los resultados fiscales proyectados por el personal técnico del FMI y por las autoridades nacionales. En las proyecciones fiscales a mediano plazo se toman en consideración las medidas de política económica cuya aplicación se considera probable. En los casos en que el personal técnico del FMI no cuenta con datos suficientes para evaluar las intenciones de las autoridades en cuanto al presupuesto y las perspectivas de que se apliquen las políticas, se supone que no hay variación alguna del saldo primario estructural, salvo indicación en contrario. A continuación se mencionan ciertos supuestos específicos que se emplean en el caso de algunas economías avanzadas. (Véanse también los cuadros B5 a B9 en la sección del apéndice estadístico publicada en Internet, donde figuran datos sobre el préstamo/endeudamiento fiscal neto y los saldos estructurales)<sup>1</sup>.

*Argentina.* El pronóstico fiscal se basa en las proyecciones de crecimiento del PIB, exportaciones e importaciones y tipo de cambio nominal.

*Alemania.* Las proyecciones del personal técnico del FMI para 2015 y años siguientes reflejan el plan presupuestario básico del gobierno federal adoptado por las autoridades, ajustadas para tener en cuenta las diferencias en el marco macroeconómico y los supues-

tos del personal técnico del FMI sobre la evolución fiscal de los gobiernos estatales y locales, el sistema de seguro social y los fondos especiales. La estimación de la deuda bruta incluye carteras de activos dañados y actividades comerciales subsidiarias transferidas a instituciones en proceso de disolución, así como otras operaciones de apoyo al sector financiero y la Unión Europea.

*Arabia Saudita.* Las autoridades basan el presupuesto en un supuesto conservador para los precios del petróleo, y los ajustes a las asignaciones de gasto se contemplan en caso de que el ingreso difiera de los niveles presupuestados. Las proyecciones del personal técnico del FMI sobre los ingresos petroleros se basan en los precios de referencia del petróleo según el informe WEO. Por el lado del gasto, las estimaciones de los gastos salariales incluyen 13 meses de salario cada tres años según el calendario lunar; las proyecciones suponen que, para ajustarse a los precios más bajos del petróleo, el gasto de capital se reduce como porcentaje del PIB a mediano plazo a medida que se completan los proyectos a gran escala que estén en proceso de ejecución.

*Australia.* Las proyecciones fiscales se basan en datos de la Oficina Australiana de Estadística, los documentos presupuestarios correspondientes a 2014–15 y las perspectivas económicas y fiscales de mitad del ejercicio 2014–15.

*Austria.* Las proyecciones tienen en cuenta solo las medidas tributarias para el financiamiento de la reciente reforma del impuesto sobre la renta (si bien el producto derivado de las medidas contra el fraude tributario es muy incierto). Para 2014, se supone que la creación de una estructura de remoción de deuda para Hypo Alpe Adria incrementará la relación deuda del gobierno general/PIB y el déficit en 5½ puntos porcentuales y 1,8 puntos porcentuales, respectivamente.

*Bélgica.* Las proyecciones reflejan el presupuesto elaborado por las autoridades para 2015, ajustados para tener en cuenta diferencias en el marco macroeconómico del personal técnico del FMI y los supuestos acerca de la evolución fiscal en los gobiernos federal, regional y local.

*Brasil.* Para 2014, las estimaciones sobre los resultados preliminares se basan en la información disponible en febrero de 2015. Las proyecciones para 2015 tienen en cuenta el presupuesto de 2015 aprobado por el Congreso en marzo de 2015 y anuncios recientes de

<sup>1</sup>La brecha de producción se calcula restando el producto potencial del producto efectivo y se expresa como porcentaje del producto potencial. Los saldos estructurales se expresan como porcentaje del producto potencial. El saldo estructural es el préstamo/endeudamiento neto efectivo menos los efectos del producto cíclico generados por el producto potencial, corregidos para tener en cuenta factores aislados y de otra índole, como los precios de los activos y de las materias primas y otros efectos de la composición del producto. En consecuencia, las variaciones del saldo estructural incluyen los efectos de las medidas fiscales temporales, el impacto de las fluctuaciones de las tasas de interés y del costo del servicio de la deuda, así como otras fluctuaciones no cíclicas del préstamo/endeudamiento neto. Los cálculos del saldo estructural se basan en las estimaciones del PIB potencial y de las elasticidades del ingreso y el gasto efectuadas por el personal técnico del FMI. (Véase el anexo I de la edición de octubre de 1993 del informe WEO). La deuda neta se calcula como la deuda bruta menos los activos financieros correspondientes a los instrumentos de deuda. Las estimaciones de la brecha del producto y del saldo estructural están sujetas a amplios márgenes de incertidumbre.

**Recuadro A1 (continuación)**

las autoridades; se supone que toda medida aún no identificada a finales de marzo de 2015 para cumplir la meta fiscal incidirá en el lado del gasto. Para los años siguientes, las proyecciones son coherentes con el objetivo de superávit anunciado.

*Canadá.* Las proyecciones se basan en los pronósticos de base del Plan de Acción Económica 2014 (presupuesto del ejercicio fiscal 2014/15) y en los presupuestos provinciales cuando están disponibles. El personal técnico del FMI ajusta este pronóstico para tener en cuenta las diferencias en las proyecciones macroeconómicas. Las proyecciones del personal técnico del FMI también incorporan los datos más recientes incluidos en el Sistema Canadiense de Cuentas Económicas Nacionales dados a conocer por la Oficina de Estadística de Canadá, incluidos los resultados presupuestarios federales, de las provincias y de los territorios hasta el final del cuarto trimestre de 2014.

*Chile.* Las proyecciones se basan en las proyecciones presupuestarias de las autoridades, y se ajustaron para reflejar las proyecciones del PIB y de los precios del cobre elaboradas por el personal técnico del FMI. Las proyecciones asimismo incluyen la estimación oficial de los resultados de la reforma tributaria presentada al Congreso en abril de 2014.

*China.* Es probable que el ritmo de la consolidación fiscal sea más gradual, lo que refleja las reformas orientadas a reforzar las redes de seguridad social y el sistema de seguridad social anunciadas en el marco del plan de reforma presentado en la Tercera Sesión Plenaria.

*Corea.* Las proyecciones a mediano plazo incorporan la trayectoria de consolidación a mediano plazo anunciada por el gobierno.

*Dinamarca.* Las proyecciones para 2014–15 coinciden con las últimas estimaciones presupuestarias oficiales y las proyecciones económicas subyacentes, ajustadas de acuerdo con los supuestos macroeconómicos del personal técnico del FMI. Para 2016–20, las proyecciones llevan incorporados elementos críticos del plan fiscal a mediano plazo, que forma parte del Programa de Convergencia de 2014 presentado a la Unión Europea (UE).

*España.* Para 2015 y años siguientes, las proyecciones fiscales se basan en las medidas especificadas en la actualización del Programa de Estabilidad de 2014–17; el proyecto de presupuesto para 2015 presentado en octubre de 2014, y el presupuesto para 2015 aprobado en diciembre de 2014.

*Estados Unidos.* Las proyecciones fiscales se basan en el escenario base de la Oficina de Presupuesto del Congreso de enero de 2015, y tienen en cuenta los supuestos macroeconómicos y de política del personal técnico del FMI. Este escenario base incluye las disposiciones clave de la Ley Bipartidaria de Presupuesto (“Bipartisan Budget Act”) de 2013, que comprende un alivio parcial de los recortes automáticos del gasto (“sequester”) en los ejercicios 2014 y 2015. El alivio se compensa plenamente mediante ahorros en otras partidas del presupuesto. En los ejercicios 2016 a 2021 inclusive, el personal técnico del FMI supone que estos recortes seguirán sustituyéndose en parte, en proporciones similares a las acordadas en la Ley Bipartidaria de Presupuesto para los ejercicios 2014 y 2015, por medidas concentradas en un período posterior que generarán ahorros en programas obligatorios e ingresos adicionales. A mediano plazo, el personal del FMI supone que continuará el repliegue militar y que el Congreso seguirá efectuando ajustes regulares en los pagos de Medicare (“doc fix”), y que prolongará ciertos programas tradicionales (como el crédito tributario para actividades de investigación y desarrollo). Las proyecciones fiscales se ajustan para reflejar los pronósticos de las principales variables financieras y macroeconómicas elaboradas por el personal técnico del FMI y el tratamiento contable diferente aplicado al respaldo al sector financiero, y a los planes de jubilación con beneficios definidos, y se convierten sobre la base del gobierno general. Los datos históricos comienzan a partir de 2001 para la mayoría de las series porque tal vez no se disponga de datos compilados de acuerdo con la edición de 2001 del *Manual de estadísticas de las finanzas públicas (MEFP 2001)* para años anteriores.

*Francia.* Las proyecciones para 2015 reflejan la ley presupuestaria de 2015. Para 2016–17, se basan en el presupuesto plurianual, ajustadas para tener en cuenta diferencias en torno a los supuestos aplicados a las variables macroeconómicas y financieras y las proyecciones de ingreso. Los datos fiscales históricos reflejan la revisión de las cuentas fiscales realizada por el Instituto de Estadística en septiembre de 2014 y la revisión de las cuentas nacionales realizada en mayo de 2014.

*Grecia.* Las proyecciones fiscales para 2014 y a mediano plazo son compatibles con las políticas necesarias para lograr las metas fiscales en las que se basa el programa respaldado por el Servicio Ampliado del

**Recuadro A1 (continuación)**

FMI, conforme a lo acordado en la quinta revisión del programa.

*Hungría.* Las proyecciones fiscales incluyen las proyecciones del personal técnico del FMI sobre el marco macroeconómico y el impacto de las medidas legislativas recientes, así como de los planes de política fiscal anunciados en el presupuesto de 2014.

*India.* Los datos históricos se basan en los datos sobre la ejecución presupuestaria. Las proyecciones se basan en la información publicada sobre los planes fiscales de las autoridades, con ajustes en función de los supuestos del personal técnico del FMI. Los datos subnacionales se incluyen con un rezago de hasta dos años; por lo tanto, los datos sobre el gobierno general se completan mucho después de los correspondientes al gobierno central. Hay diferencias entre la presentación del FMI y de India, sobre todo en lo que respecta al producto de ventas y subastas de licencias, el registro neto o bruto de los ingresos en ciertas categorías de menor importancia y algunos préstamos en el sector público.

*Indonesia.* Las proyecciones del FMI se basan en las reformas moderadas de la política tributaria y la administración, reformas de los subsidios a los precios de los combustibles adoptadas en enero de 2015 y un aumento gradual del gasto social y de capital a mediano plazo en función del espacio fiscal.

*Irlanda.* Las proyecciones fiscales se basan en el presupuesto de 2015, ajustadas para tener en cuenta las diferencias entre las proyecciones macroeconómicas del personal técnico del FMI y las de las autoridades irlandesas.

*Italia.* Las proyecciones fiscales incluyen la política fiscal anunciada por el gobierno en la Ley de Estabilidad de 2015, y se ajustan para tener en cuenta las distintas perspectivas de crecimiento y el impacto estimado de las medidas. Los rendimientos soberanos se han reducido significativamente desde la aprobación de la Ley de Estabilidad de 2015, y el personal técnico del FMI ha tomado como supuesto que el ahorro derivado de la menor carga de intereses se utilizará para efectuar pagos con el fin de reducir la deuda. Las estimaciones del saldo ajustado en función del ciclo incluyen gastos para regularizar atrasos de capital en 2013, que se excluyen del saldo estructural. A partir de 2014, el personal técnico del FMI proyecta una convergencia hacia un saldo estructural constante conforme a la regla fiscal de Italia, que implica medidas correctivas en algunos años, que aún no se han identificado.

*Japón.* Las proyecciones incluyen las medidas fiscales ya anunciadas por el gobierno, incluidos los aumentos del impuesto al consumo, el gasto en reconstrucción relacionado con el terremoto y las medidas de estímulo.

*México.* Las proyecciones fiscales para 2014 coinciden en términos generales con el presupuesto aprobado; las proyecciones de 2014 en adelante suponen el cumplimiento de la Ley de Responsabilidad Hacendaria.

*Nueva Zelanda.* Las proyecciones fiscales se basan en la actualización de mitad del ejercicio del presupuesto económico y fiscal para 2014 presentada por las autoridades y en estimaciones del personal técnico del FMI.

*Países Bajos.* Las proyecciones para el período 2015–20 se basan en las proyecciones presupuestarias de las autoridades de la Dirección de Análisis de Política Económica, después de realizar ajustes para tener en cuenta las diferencias en los supuestos macroeconómicos. Los datos históricos fueron revisados después de que en junio de 2014 la Oficina Central de Estadística publicara datos macroeconómicos revisados a raíz de la adopción del Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de 2010 (SEC 2010) y revisiones de las fuentes de los datos.

*Portugal.* Para 2014, la proyección del saldo fiscal del gobierno general no incluye las transacciones excepcionales derivadas del apoyo brindado a los bancos y otras operaciones relacionadas con empresas del Estado, hasta que el Instituto Nacional de Estadística (INE)/Eurostat emita las decisiones pendientes sobre su clasificación. Las proyecciones para 2014–15 continúan siendo coherentes con los compromisos presupuestarios asumidos por las autoridades en el marco de la UE, y están sujetas a medidas adicionales que se aprobarán en el próximo presupuesto para 2015; de ahí en adelante las proyecciones se basan en estimaciones del personal técnico del FMI, con el supuesto de que las políticas no sufren modificaciones.

*Región Administrativa Especial de Hong Kong.* Las proyecciones se basan en las proyecciones fiscales de gasto a mediano plazo de las autoridades.

*Reino Unido.* Las proyecciones fiscales se basan en el presupuesto de 2015 del Tesoro del Reino Unido, publicado en marzo de 2015. No obstante, en el lado del ingreso, las proyecciones de las autoridades se ajustan para tener en cuenta las diferencias con respecto a los pronósticos del personal técnico del FMI sobre las

**Recuadro A1 (continuación)**

variables macroeconómicas (como el crecimiento del PIB) y los pronósticos de estas variables supuestos en las proyecciones fiscales de las autoridades. Por el lado del gasto, en vista de las incertidumbres relacionadas con las elecciones que se celebrarán en mayo, para los ejercicios 2016/17 y posteriores se supone un ritmo de consolidación levemente inferior al del presupuesto, aunque las proyecciones fiscales son plenamente compatibles con los mandatos fiscales. Además, los datos del personal técnico del FMI excluyen los bancos del sector público y el efecto derivado de la transferencia de los activos del plan de pensiones del servicio de correos (Royal Mail Pension Plan) al sector público en abril de 2012. El consumo y la inversión reales del gobierno forman parte de la trayectoria del PIB real, que, según el personal técnico del FMI, pueden o no ser los mismos que los proyectados por la Oficina de Responsabilidad Presupuestaria.

*Rusia.* Las proyecciones para 2015–20 se sustentan en la regla fiscal basada en el precio del petróleo establecida en diciembre de 2012, con ajustes realizados por el personal técnico del FMI.

*Singapur.* Para los ejercicios 2014/15 y 2015/16, las proyecciones se basan en las cifras presupuestarias. Para el resto del período de proyección, el personal técnico del FMI supone que no habrá modificaciones en las políticas.

*Sudáfrica.* Las proyecciones fiscales se basan en el examen presupuestario de 2015 realizado por las autoridades.

*Suecia.* Las proyecciones fiscales tienen en cuenta las proyecciones de las autoridades basadas en los pronósticos de diciembre de 2014. El impacto de la evolución cíclica en las cuentas fiscales se calcula utilizando la elasticidad de 2005 de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos para tener en cuenta las brechas del producto y del empleo.

*Suiza.* Las proyecciones suponen que la política fiscal se ajusta según sea necesario para mantener los saldos fiscales en línea con los requisitos de las reglas fiscales de Suiza.

*Turquía.* Las proyecciones fiscales se basan en el supuesto de que los gastos corrientes y de capital se ajustarán al Programa a Mediano Plazo de 2013–15 de las autoridades, según las tendencias y políticas actuales.

**Supuestos en materia de política monetaria**

Los supuestos en materia de política monetaria se basan en el marco de la política económica de cada país.

En la mayoría de los casos, ello implica una orientación no acomodaticia con respecto al ciclo económico: las tasas de interés oficiales suben cuando los indicadores económicos muestran que la inflación se elevará por encima de la tasa o banda de valores aceptables; bajan cuando, según los indicadores, la inflación prevista no excederá de la tasa o banda de valores aceptables, el crecimiento del producto es inferior a la tasa de crecimiento potencial y el margen de capacidad ociosa de la economía es considerable. A partir de esta base, se supone que la tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) para los depósitos en dólares de EE.UU. a seis meses alcanzará un promedio de 0,7% en 2015 y 1,9% en 2016 (véase el cuadro 1.1). Se supone que la tasa de interés de los depósitos en euros a tres meses se situará en promedio en 0,0% en 2015 y 2016. Para la tasa de interés de los depósitos en yenes a seis meses se supone un promedio de 0,1% en 2015 y 0,2 en 2016.

*Arabia Saudita.* Las proyecciones sobre la política monetaria se basan en que continuará la paridad cambiaria con el dólar de EE.UU.

*Australia.* Los supuestos de política monetaria coinciden con las expectativas de mercado.

*Brasil.* Los supuestos sobre la política monetaria son coherentes con la convergencia paulatina de la inflación hacia la mitad de la banda fijada como meta para el horizonte pertinente.

*Canadá.* Los supuestos sobre la política monetaria coinciden con las expectativas del mercado.

*China.* Se supone que la política monetaria no variará en términos generales con respecto a su situación actual. Este supuesto es coherente con el anuncio por parte de las autoridades de mantener un crecimiento económico estable.

*Corea.* Los supuestos sobre la política monetaria coinciden con las expectativas del mercado.

*Dinamarca.* La política monetaria consiste en mantener la paridad con el euro.

*Estados Unidos.* Dadas las perspectivas de inflación y tenue crecimiento, el personal técnico del FMI prevé que la tasa de fondos federales se mantendrá en niveles cercanos a cero hasta mediados de 2015. Este supuesto coincide con el mensaje del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal sobre la orientación de la política monetaria y las expectativas del mercado.

*India.* El supuesto sobre la tasa (de interés) de política monetaria es coherente con una tasa de inflación

**Recuadro A1 (continuación)**

dentro de la banda fijada como meta por el Banco de la Reserva de India.

*Indonesia.* Los supuestos de política monetaria coinciden con una reducción de la inflación que para finales de 2015 se ubicará dentro de la banda fijada como meta por el banco central.

*Japón.* Se mantienen las condiciones actuales de la política monetaria para el período proyectado, y no se suponen nuevos endurecimientos ni distensiones.

*México.* Los supuestos monetarios son congruentes con la meta de inflación.

*Región Administrativa Especial de Hong Kong.* El personal técnico del FMI supone que el sistema de caja de conversión permanece intacto.

*Reino Unido.* Las proyecciones suponen que no se registran cambios ni en la política monetaria ni en el nivel de compras de activos en 2015.

*Rusia.* Las proyecciones monetarias suponen una mayor flexibilidad cambiaria en el marco de la transición hacia un nuevo régimen formal de metas de inflación, como lo indican las declaraciones recientes del Banco Central de Rusia. Concretamente, se supone que las tasas de política monetaria se mantendrán en

los niveles actuales, y que gradualmente se reducirá el número de intervenciones en los mercados de divisas.

*Singapur.* Se proyecta que el dinero en sentido amplio crecerá acorde con el crecimiento proyectado del PIB nominal.

*Sudáfrica.* Las proyecciones monetarias son coherentes con el rango de inflación fijado como meta por Sudáfrica de entre 3% y 6%.

*Suecia.* Las proyecciones monetarias coinciden con las proyecciones del Banco de Suecia.

*Suiza.* Las variables de la política monetaria reflejan datos históricos de las autoridades nacionales y del mercado.

*Turquía.* El dinero en sentido amplio y el rendimiento de los bonos a largo plazo se basan en las proyecciones del personal técnico del FMI. Se proyecta que la tasa de interés de los depósitos a corto plazo evolucionará con un diferencial constante con respecto a la tasa de interés de un instrumento similar de Estados Unidos.

*Zona del euro.* Los supuestos sobre la política monetaria de los países miembros de la zona del euro coinciden con las expectativas del mercado.

## Lista de cuadros

### Producto

- A1. Resumen del producto mundial
- A2. Economías avanzadas: PIB real y demanda interna total
- A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real
- A4. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: PIB real

### Inflación

- A5. Resumen de la inflación
- A6. Economías avanzadas: Precios al consumidor
- A7. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor

### Políticas financieras

- A8. Principales economías avanzadas: Saldos fiscales y deuda del gobierno general

### Comercio exterior

- A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial

### Transacciones en cuenta corriente

- A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente
- A11. Economías avanzadas: Balanza de pagos en cuenta corriente
- A12. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente

### Balanza de pagos y financiamiento externo

- A13. Resumen de los saldos en cuentas financieras

### Flujo de fondos

- A14. Resumen de préstamo y endeudamiento neto

### Escenario de referencia a mediano plazo

- A15. Resumen del escenario mundial de referencia a mediano plazo

**Cuadro A1. Resumen del producto mundial<sup>1</sup>***(Variación porcentual anual)*

	Promedio									Proyecciones		
	1997–2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2020
<b>Mundo</b>	<b>4,0</b>	<b>5,7</b>	<b>3,1</b>	<b>0,0</b>	<b>5,4</b>	<b>4,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>
Estados Unidos	3,3	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,3	2,2	2,4	3,1	3,1	2,0
Zona del euro <sup>2</sup>	2,3	3,0	0,5	-4,5	2,0	1,6	-0,8	-0,5	0,9	1,5	1,6	1,5
Japón	0,9	2,2	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,8	1,6	-0,1	1,0	1,2	0,7
Otras economías avanzadas <sup>3</sup>	3,7	4,1	1,2	-2,1	4,6	2,9	1,7	2,1	2,7	2,7	2,8	2,8
<b>Economías de mercados emergentes y en desarrollo</b>	<b>5,5</b>	<b>8,7</b>	<b>5,8</b>	<b>3,1</b>	<b>7,4</b>	<b>6,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>
<b>Por regiones</b>												
África subsahariana	4,9	7,6	6,0	4,0	6,7	5,0	4,2	5,2	5,0	4,5	5,1	5,4
América Latina y el Caribe	3,1	5,7	3,9	-1,3	6,1	4,9	3,1	2,9	1,3	0,9	2,0	3,0
Comunidad de Estados Independientes <sup>4</sup>	5,5	9,0	5,3	-6,3	4,6	4,8	3,4	2,2	1,0	-2,6	0,3	2,4
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	7,0	11,2	7,3	7,5	9,6	7,7	6,8	7,0	6,8	6,6	6,4	6,6
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	4,1	5,5	3,1	-3,0	4,8	5,4	1,3	2,9	2,8	2,9	3,2	3,4
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	5,1	6,3	5,2	2,2	4,8	4,4	4,8	2,4	2,6	2,9	3,8	4,1
Oriente Medio y Norte de África	5,2	6,4	5,2	2,3	5,1	4,5	4,9	2,3	2,4	2,7	3,7	4,0
<i>Partida informativa</i>												
Unión Europea	2,6	3,3	0,7	-4,3	2,0	1,8	-0,4	0,1	1,4	1,8	1,9	1,9
<b>Por criterios analíticos</b>												
<b>Por fuentes de ingresos de exportación</b>												
Combustibles	5,2	7,7	5,4	-0,9	5,0	5,0	4,7	2,6	2,3	0,7	2,3	3,3
Otros productos	5,5	9,0	6,0	4,2	8,1	6,6	5,3	5,6	5,2	5,2	5,3	5,7
Productos primarios	3,8	6,7	3,8	1,0	6,6	5,7	3,1	4,1	2,4	2,4	2,8	3,3
<b>Por fuentes de financiamiento externo</b>												
Economías deudoras netas	4,3	6,7	4,3	1,9	6,7	5,1	4,1	4,5	4,1	4,3	4,8	5,4
<b>Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda</b>												
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2009–13	5,4	6,4	6,2	3,8	4,5	2,3	2,8	3,4	3,2	4,0	4,6	5,1
<i>Partidas informativas</i>												
<b>Mediana de la tasa de crecimiento</b>												
Economías avanzadas	3,5	4,2	1,0	-3,8	2,3	2,1	0,9	1,4	2,1	2,5	2,3	2,2
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,4	6,1	5,0	1,7	4,5	4,5	4,0	3,9	3,5	3,5	3,9	4,0
<b>Producto per cápita</b>												
Economías avanzadas	2,1	2,0	-0,6	-4,0	2,5	1,2	0,7	0,8	1,3	1,9	1,9	1,5
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,1	7,2	4,3	1,9	6,2	5,1	3,9	3,8	3,5	3,1	3,6	4,2
<b>Crecimiento mundial con base en los tipos de cambio del mercado</b>	<b>3,1</b>	<b>3,9</b>	<b>1,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>4,1</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>
<b>Valor del producto mundial (miles de millones de dólares de EE.UU.)</b>												
A tipos de cambio del mercado	37.521	57.456	62.999	59.711	65.206	72.188	73.475	75.471	77.302	74.551	78.302	98.116
En paridades del poder adquisitivo	54.309	78.486	82.370	82.739	88.156	93.576	98.191	102.966	107.921	112.552	118.471	149.436

<sup>1</sup>PIB real.<sup>2</sup>Excluido Lituania.<sup>3</sup>Excluye Estados Unidos, los países de la zona del euro y Japón, pero incluye Lituania.<sup>4</sup>Georgia, Turkmenistán y Ucrania, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

**Cuadro A2. Economías avanzadas: PIB real y demanda interna total<sup>1</sup>**
*(Variación porcentual anual)*

	Promedio										Proyecciones			Cuarto trimestre <sup>2</sup>		
	1997–2006										Proyecciones			Proyecciones		
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2020	2014:Q4	2015:Q4	2016:Q4		
<b>PIB real</b>																
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	
Estados Unidos	3,3	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,3	2,2	2,4	3,1	3,1	2,0	2,4	3,1	2,8	
Zona del euro <sup>3</sup>	2,3	3,0	0,5	-4,5	2,0	1,6	-0,8	-0,5	0,9	1,5	1,6	1,5	0,9	1,7	1,6	
Alemania	1,5	3,4	0,8	-5,6	3,9	3,7	0,6	0,2	1,6	1,6	1,7	1,3	1,5	1,7	1,7	
Francia	2,4	2,4	0,2	-2,9	2,0	2,1	0,3	0,3	0,4	1,2	1,5	1,9	0,2	1,6	1,3	
Italia	1,5	1,5	-1,0	-5,5	1,7	0,6	-2,8	-1,7	-0,4	0,5	1,1	1,0	-0,5	1,0	1,1	
España	3,9	3,8	1,1	-3,6	0,0	-0,6	-2,1	-1,2	1,4	2,5	2,0	1,7	2,0	2,4	1,8	
Países Bajos	2,7	4,2	2,1	-3,3	1,1	1,7	-1,6	-0,7	0,9	1,6	1,6	1,8	1,4	1,1	1,7	
Bélgica	2,4	3,0	1,0	-2,6	2,5	1,6	0,1	0,3	1,0	1,3	1,5	1,6	1,0	1,6	1,6	
Austria	2,5	3,6	1,5	-3,8	1,9	3,1	0,9	0,2	0,3	0,9	1,6	1,1	-0,2	1,6	1,5	
Grecia	4,1	3,5	-0,4	-4,4	-5,4	-8,9	-6,6	-3,9	0,8	2,5	3,7	2,6	1,3	4,0	3,5	
Portugal	2,3	2,5	0,2	-3,0	1,9	-1,8	-4,0	-1,6	0,9	1,6	1,5	1,2	0,7	1,4	1,6	
Irlanda	6,9	4,9	-2,6	-6,4	-0,3	2,8	-0,3	0,2	4,8	3,9	3,3	2,5	4,1	2,1	1,6	
Finlandia	3,8	5,2	0,7	-8,3	3,0	2,6	-1,4	-1,3	-0,1	0,8	1,4	1,8	-0,2	1,6	1,3	
República Eslovaca	4,3	10,7	5,4	-5,3	4,8	2,7	1,6	1,4	2,4	2,9	3,3	3,0	2,4	3,3	3,3	
Lituania	6,4	11,1	2,6	-14,8	1,6	6,1	3,8	3,3	2,9	2,8	3,2	3,7	2,1	3,7	6,1	
Eslovenia	4,1	6,9	3,3	-7,8	1,2	0,6	-2,6	-1,0	2,6	2,1	1,9	1,8	2,0	1,3	6,5	
Luxemburgo	4,9	6,5	0,5	-5,3	5,1	2,6	-0,2	2,0	2,9	2,5	2,3	2,2	3,9	2,0	2,4	
Letonia	7,6	9,8	-3,2	-14,2	-2,9	5,0	4,8	4,2	2,4	2,3	3,3	4,0	2,1	2,7	3,3	
Estonia	7,4	7,9	-5,3	-14,7	2,5	8,3	4,7	1,6	2,1	2,5	3,4	3,4	3,0	5,1	3,4	
Chipre <sup>4</sup>	3,9	4,9	3,6	-2,0	1,4	0,3	-2,4	-5,4	-2,3	0,2	1,4	1,8	-2,0	...	...	
Malta	...	4,0	3,3	-2,5	3,5	2,3	2,5	2,7	3,5	3,2	2,7	2,5	4,1	4,4	2,9	
Japón	0,9	2,2	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,8	1,6	-0,1	1,0	1,2	0,7	-0,7	2,4	0,5	
Reino Unido	3,1	2,6	-0,3	-4,3	1,9	1,6	0,7	1,7	2,6	2,7	2,3	2,1	2,7	2,7	2,2	
Corea	4,9	5,5	2,8	0,7	6,5	3,7	2,3	3,0	3,3	3,3	3,5	3,7	2,8	3,9	3,0	
Canadá	3,4	2,0	1,2	-2,7	3,4	3,0	1,9	2,0	2,5	2,2	2,0	1,9	2,6	1,8	2,0	
Australia	3,6	4,5	2,7	1,6	2,3	2,7	3,6	2,1	2,7	2,8	3,2	2,8	2,5	3,6	2,7	
Taiwan, provincia china de	4,9	6,5	0,7	-1,6	10,6	3,8	2,1	2,2	3,7	3,8	4,1	4,2	3,5	3,4	4,6	
Suiza	2,2	4,1	2,2	-2,1	2,9	1,9	1,1	1,9	2,0	0,8	1,2	1,9	2,0	0,1	1,7	
Suecia	3,4	3,4	-0,6	-5,2	6,0	2,7	-0,3	1,3	2,1	2,7	2,8	2,3	2,6	2,2	3,1	
Singapur	5,4	9,1	1,8	-0,6	15,2	6,2	3,4	4,4	2,9	3,0	3,0	3,2	2,2	3,2	2,7	
Hong Kong, RAE de	3,7	6,5	2,1	-2,5	6,8	4,8	1,7	2,9	2,3	2,8	3,1	3,5	2,2	3,0	3,2	
Noruega	2,6	2,9	0,4	-1,6	0,6	1,0	2,7	0,7	2,2	1,0	1,5	2,0	3,0	-0,3	2,7	
República Checa	3,1	5,5	2,7	-4,8	2,3	2,0	-0,8	-0,7	2,0	2,5	2,7	2,2	1,5	3,1	2,4	
Israel	3,7	6,3	3,5	1,9	5,8	4,2	3,0	3,2	2,8	3,5	3,3	2,9	2,9	3,1	3,7	
Dinamarca	2,3	0,8	-0,7	-5,1	1,6	1,2	-0,7	-0,5	1,0	1,6	2,0	2,2	1,3	1,5	2,3	
Nueva Zelandia	3,4	3,4	-0,5	-1,4	1,6	1,8	2,4	2,2	3,2	2,9	2,7	2,3	3,5	2,3	3,2	
Islandia	4,5	9,7	1,1	-5,1	-3,1	2,1	1,1	3,5	1,8	3,5	3,2	2,6	5,4	2,8	3,3	
San Marino	...	7,1	1,7	-12,8	-4,6	-9,5	-7,5	-4,5	-1,0	1,0	1,1	1,3	...	...	...	
<i>Partida informativa</i>																
Principales economías avanzadas	2,5	2,1	-0,2	-3,8	2,9	1,6	1,4	1,5	1,7	2,3	2,3	1,7	1,6	2,5	2,1	
<b>Demanda interna real total</b>																
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,9</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-3,7</b>	<b>3,0</b>	<b>1,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	
Estados Unidos	3,7	1,1	-1,3	-3,8	2,9	1,6	2,2	1,9	2,5	3,4	3,4	2,2	2,9	3,4	3,2	
Zona del euro <sup>3</sup>	2,3	2,8	0,4	-3,9	1,5	0,7	-2,3	-0,9	0,8	1,2	1,5	1,5	0,7	1,4	1,5	
Alemania	0,9	1,8	0,9	-3,2	2,9	3,1	-0,8	0,8	1,3	1,5	1,7	1,4	1,0	2,0	1,6	
Francia	2,5	3,1	0,5	-2,5	2,1	2,0	-0,3	0,2	0,7	0,8	1,4	1,8	0,5	1,0	1,6	
Italia	2,2	1,3	-1,2	-4,1	2,0	-0,6	-5,5	-2,5	-0,7	-0,2	0,7	1,0	-1,1	0,5	0,9	
España	4,8	4,1	-0,4	-6,0	-0,5	-2,7	-4,2	-2,7	2,3	3,1	1,7	1,4	2,8	2,8	1,6	
Japón	0,5	1,1	-1,3	-4,0	2,9	0,4	2,6	1,9	0,1	0,1	0,7	0,5	-1,6	2,2	-0,6	
Reino Unido	3,4	2,5	-1,3	-4,4	2,5	0,3	1,4	1,8	2,9	2,7	2,4	2,2	2,1	3,0	2,1	
Canadá	3,6	3,4	2,8	-2,7	5,2	3,3	2,2	1,8	1,4	1,2	1,9	1,7	1,4	0,9	2,3	
Otras economías avanzadas <sup>5</sup>	3,3	5,0	1,7	-2,8	6,2	3,1	1,8	1,2	2,2	3,2	3,0	3,3	1,7	2,9	3,1	
<i>Partida informativa</i>																
Principales economías avanzadas	2,7	1,6	-0,7	-3,7	2,9	1,5	1,2	1,4	1,7	2,2	2,4	1,8	1,5	2,6	2,1	

<sup>1</sup>En los casos en que los países no se enumeran en orden alfabético, el orden se basa en el tamaño de sus economías.

<sup>2</sup>Con respecto al cuarto trimestre del año anterior.

<sup>3</sup>Excluido Lituania.

<sup>4</sup>Debido a la inusual incertidumbre macroeconómica, no se dispone de proyecciones del PIB real trimestral.

<sup>5</sup>Excluidos el G7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido) y los países de la zona del euro, pero incluye Lituania.

**Cuadro A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real**  
(Variación porcentual anual)

	Promedios										Proyecciones	
	1997–2006	2007–16	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Gasto de consumo privado</b>												
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,9</b>	<b>1,4</b>	<b>2,4</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>
Estados Unidos	3,8	1,8	2,2	-0,3	-1,6	1,9	2,3	1,8	2,4	2,5	3,5	3,2
Zona del euro <sup>1</sup>	2,1	0,4	1,8	0,3	-1,0	0,8	0,2	-1,3	-0,7	1,0	1,7	1,5
Alemania	1,0	1,0	0,0	0,4	0,2	0,5	2,3	0,6	0,9	1,2	2,0	1,5
Francia	2,5	0,9	2,5	0,4	0,2	1,8	0,5	-0,4	0,2	0,6	1,0	1,7
Italia	1,7	-0,5	1,2	-1,0	-1,6	1,3	0,0	-3,9	-2,9	0,3	1,2	1,1
España	3,9	0,0	3,3	-0,7	-3,6	0,3	-2,0	-2,9	-2,3	2,4	3,9	2,5
Japón	0,9	0,8	0,9	-0,9	-0,7	2,8	0,3	2,3	2,1	-1,2	0,6	2,0
Reino Unido	4,0	1,0	2,6	-0,5	-3,1	0,4	0,1	1,1	1,7	2,0	3,2	2,9
Canadá	3,5	2,5	4,2	2,9	0,3	3,4	2,3	1,9	2,5	2,7	2,3	2,2
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	3,5	2,4	4,6	1,2	-0,1	3,6	2,9	2,2	2,2	2,3	2,7	3,0
<i>Partida informativa</i>												
Principales economías avanzadas	2,8	1,3	1,9	-0,2	-1,2	1,8	1,5	1,2	1,7	1,6	2,5	2,6
<b>Consumo público<sup>3</sup></b>												
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>3,0</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,4</b>
Estados Unidos	2,1	0,4	1,4	2,5	3,7	0,1	-2,7	-0,6	-1,3	0,4	0,0	0,5
Zona del euro <sup>1</sup>	1,8	1,0	2,1	2,5	2,4	0,8	-0,2	-0,1	0,3	0,7	0,7	0,5
Alemania	0,8	1,5	1,5	3,4	3,0	1,3	0,7	1,2	0,7	1,1	1,0	1,0
Francia	1,3	1,5	1,8	1,1	2,4	1,3	1,0	1,7	2,0	1,9	1,3	0,4
Italia	2,8	-0,2	0,4	1,0	0,4	0,6	-1,8	-1,2	-0,3	-0,9	0,1	0,1
España	4,5	1,0	6,2	5,9	4,1	1,5	-0,3	-3,7	-2,9	0,1	0,3	-1,1
Japón	2,1	0,9	1,1	-0,1	2,3	1,9	1,2	1,7	1,9	0,3	0,4	-1,6
Reino Unido	2,8	0,8	1,2	2,0	1,2	0,0	0,0	2,3	-0,3	1,5	0,8	-0,7
Canadá	2,1	1,8	2,8	4,6	3,3	2,7	0,8	1,2	0,4	0,3	1,0	1,2
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	2,9	2,5	3,1	3,0	3,3	2,8	1,6	2,0	2,0	2,4	3,0	1,8
<i>Partida informativa</i>												
Principales economías avanzadas	2,0	0,7	1,4	2,1	2,9	0,7	-1,1	0,3	-0,2	0,6	0,4	0,2
<b>Formación bruta de capital fijo<sup>3</sup></b>												
<b>Economías avanzadas</b>	<b>3,3</b>	<b>0,5</b>	<b>2,4</b>	<b>-2,6</b>	<b>-11,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,1</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>
Estados Unidos	4,6	0,8	-1,2	-4,8	-13,1	1,1	3,7	5,3	2,7	3,9	5,8	6,2
Zona del euro <sup>1</sup>	3,1	-0,8	4,9	-0,6	-11,1	-0,4	1,6	-3,7	-2,5	1,0	1,5	2,4
Alemania	0,9	1,3	4,4	0,5	-9,8	4,6	7,5	0,0	-0,5	3,4	1,4	2,2
Francia	3,5	0,0	5,5	0,8	-9,1	2,1	2,1	0,3	-1,0	-1,6	-0,2	2,0
Italia	3,0	-3,3	1,6	-3,1	-9,9	-0,5	-1,9	-9,3	-5,8	-3,3	-0,3	0,4
España	7,0	-3,1	4,4	-3,9	-16,9	-4,9	-6,3	-8,1	-3,8	3,4	4,5	3,1
Japón	-1,1	-0,7	0,3	-4,1	-10,6	-0,2	1,4	3,4	3,2	2,5	-1,3	-0,5
Reino Unido	2,3	1,1	5,3	-4,7	-14,4	5,9	2,3	0,7	3,4	6,8	3,2	4,3
Canadá	5,9	1,4	3,2	1,6	-12,0	11,3	4,8	4,8	0,4	0,4	-0,7	1,7
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	3,6	2,6	6,8	0,2	-5,1	6,4	4,0	2,5	2,2	1,7	3,8	3,8
<i>Partida informativa</i>												
Principales economías avanzadas	3,0	0,4	1,0	-3,3	-11,9	2,1	3,2	2,8	1,6	2,8	3,1	3,9

**Cuadro A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real (continuación)**  
 (Variación porcentual anual)

	Promedios		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Proyecciones	
	1997-2006	2007-16									2015	2016
<b>Demanda interna final</b>												
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,9</b>	<b>1,1</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>
Estados Unidos	3,7	1,4	1,4	-0,9	-3,1	1,5	1,7	2,1	1,9	2,5	3,4	3,4
Zona del euro <sup>1</sup>	2,2	0,3	2,6	0,5	-2,7	0,6	0,4	-1,6	-0,8	0,9	1,4	1,5
Alemania	1,0	1,1	1,2	1,0	-1,4	1,5	3,0	0,6	0,6	1,7	1,7	1,5
Francia	2,4	0,8	3,0	0,7	-1,5	1,8	0,9	0,3	0,4	0,4	0,8	1,4
Italia	2,2	-1,0	1,1	-1,1	-3,0	0,8	-0,7	-4,4	-2,9	-0,6	0,7	0,8
España	4,8	-0,6	4,1	-0,5	-5,9	-0,7	-2,6	-4,2	-2,7	2,1	3,3	1,9
Japón	0,6	0,5	0,8	-1,6	-2,3	2,0	0,7	2,4	2,3	-0,1	0,2	0,8
Reino Unido	3,4	1,0	2,8	-0,7	-4,1	1,1	0,4	1,3	1,5	2,7	2,7	2,4
Canadá	3,8	2,1	3,7	2,9	-1,9	5,0	2,5	2,5	1,5	1,7	1,3	1,9
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	3,3	2,5	4,9	1,2	-0,7	4,3	2,9	2,1	2,1	2,1	3,2	3,0
<i>Partida informativa</i>												
Principales economías avanzadas	2,7	1,0	1,6	-0,5	-2,7	1,7	1,4	1,4	1,4	1,7	2,3	2,4
<b>Acumulación de inventarios<sup>3</sup></b>												
<b>Economías avanzadas</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Estados Unidos	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,8	1,5	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
Zona del euro <sup>1</sup>	0,0	-0,1	0,2	-0,2	-1,2	0,9	0,3	-0,7	0,0	-0,1	-0,2	0,0
Alemania	0,0	-0,1	0,6	-0,1	-1,7	1,3	0,1	-1,4	0,1	-0,4	-0,2	0,1
Francia	0,1	0,0	0,1	-0,2	-1,1	0,3	1,1	-0,6	-0,2	0,3	0,0	0,0
Italia	0,0	-0,1	0,2	-0,1	-1,2	1,3	0,2	-1,1	0,4	-0,1	-0,9	0,0
España	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,2	-0,2	-0,2
Japón	0,0	0,0	0,3	0,2	-1,5	0,9	-0,2	0,2	-0,4	0,1	0,0	0,0
Reino Unido	0,0	0,1	-0,1	-0,5	-0,6	1,5	-0,2	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0
Canadá	0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,8	0,2	0,8	-0,2	0,4	-0,2	-0,1	0,0
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	0,0	0,0	0,1	0,4	-2,0	2,0	0,2	-0,3	-0,8	0,1	0,1	0,0
<i>Partida informativa</i>												
Principales economías avanzadas	0,0	0,0	0,0	-0,3	-1,0	1,2	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0
<b>Saldo de la balanza de pagos<sup>3</sup></b>												
<b>Economías avanzadas</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Estados Unidos	-0,6	0,2	0,6	1,1	1,2	-0,5	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,4	-0,4
Zona del euro <sup>1</sup>	0,1	0,4	0,3	0,1	-0,6	0,6	0,9	1,5	0,4	0,1	0,3	0,2
Alemania	0,5	0,2	1,6	-0,1	-2,6	1,1	0,7	1,4	-0,5	0,4	0,2	0,1
Francia	-0,1	-0,1	-0,8	-0,3	-0,4	-0,1	0,0	0,7	0,1	-0,3	0,3	0,0
Italia	-0,4	0,5	0,2	0,2	-1,3	-0,3	1,2	2,8	0,7	0,3	0,7	0,4
España	-0,8	0,9	-0,6	1,6	2,8	0,5	2,1	2,2	1,4	-0,8	-0,6	0,4
Japón	0,4	0,1	1,0	0,2	-2,0	2,0	-0,8	-0,7	-0,2	0,3	0,5	0,4
Reino Unido	-0,5	0,0	-0,4	1,1	0,7	-0,9	1,4	-0,8	0,0	-0,5	-0,1	-0,1
Canadá	-0,3	-0,4	-1,5	-1,9	0,0	-2,0	-0,4	-0,4	0,2	1,2	0,9	0,1
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	0,6	0,5	0,7	0,3	1,6	-0,1	0,4	0,6	0,9	0,5	0,3	0,3
<i>Partida informativa</i>												
Principales economías avanzadas	-0,2	0,1	0,5	0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1

<sup>1</sup>Excluido Lituania.

<sup>2</sup>Excluidos el G7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido) y los países de la zona del euro, pero incluye Lituania.

<sup>3</sup>Variaciones expresadas como porcentaje del PIB del período anterior.

**Cuadro A4. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: PIB real**  
(Variación porcentual anual)

	Promedio									Proyecciones		
	1997-2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2020
<b>África subsahariana</b>	<b>4,9</b>	<b>7,6</b>	<b>6,0</b>	<b>4,0</b>	<b>6,7</b>	<b>5,0</b>	<b>4,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	<b>4,5</b>	<b>5,1</b>	<b>5,4</b>
Angola	8,2	22,6	13,8	2,4	3,4	3,9	5,2	6,8	4,2	4,5	3,9	5,8
Benin	4,4	4,6	5,0	2,7	2,6	3,3	5,4	5,6	5,5	5,5	5,4	5,8
Botswana	6,2	8,7	3,9	-7,8	8,6	6,2	4,3	5,9	4,9	4,2	4,0	3,4
Burkina Faso	6,1	4,1	5,8	3,0	8,4	6,6	6,5	6,6	4,0	5,0	6,0	6,4
Burundi	2,3	3,4	4,9	3,8	5,1	4,2	4,0	4,5	4,7	4,8	5,0	5,5
Cabo Verde	7,4	9,2	6,7	-1,3	1,5	4,0	1,2	0,5	1,0	3,0	4,0	4,0
Camérún	4,0	3,3	2,9	1,9	3,3	4,1	4,6	5,6	5,1	5,0	5,0	5,0
Chad	8,4	3,3	3,1	4,2	13,5	0,1	8,9	5,7	6,9	7,6	4,9	2,9
Comoras	2,4	0,5	1,0	1,8	2,1	2,2	3,0	3,5	3,3	3,5	4,0	4,0
Congo, República del	3,4	-1,6	5,6	7,5	8,7	3,4	3,8	3,3	6,0	5,2	7,5	2,3
Congo, República Democrática del	0,5	6,3	6,2	2,9	7,1	6,9	7,2	8,5	9,1	9,2	8,4	5,3
Côte d'Ivoire	0,9	1,8	2,5	3,3	2,0	-4,4	10,7	8,7	7,5	7,7	7,8	5,9
Eritrea	0,8	1,4	-9,8	3,9	2,2	8,7	7,0	1,3	1,7	0,2	2,2	3,8
Etiopía	5,3	11,8	11,2	10,0	10,6	11,4	8,7	9,8	10,3	8,6	8,5	7,5
Gabón	-0,1	6,3	1,7	-2,3	6,3	6,9	5,5	5,6	5,1	4,4	5,5	5,9
Gambia	3,9	3,6	5,7	6,4	6,5	-4,3	5,6	4,8	-0,2	5,1	8,7	5,9
Ghana	5,1	4,5	9,3	5,8	7,9	14,0	8,0	7,3	4,2	3,5	6,4	4,3
Guinea	3,4	1,8	4,9	-0,3	1,9	3,9	3,8	2,3	0,4	-0,3	6,5	8,2
Guinea-Bissau	0,0	3,2	3,2	3,3	4,4	9,0	-2,2	0,3	2,5	4,5	4,0	4,0
Guinea Ecuatorial	31,7	13,1	12,3	-8,1	-1,3	5,0	3,2	-4,8	-3,1	-15,4	3,7	-7,2
Kenya	3,0	6,9	0,2	3,3	8,4	6,1	4,5	5,7	5,3	6,9	7,2	6,6
Lesotho	3,4	5,0	5,1	4,5	6,9	4,5	5,3	3,5	2,2	4,0	4,4	6,4
Liberia	...	12,7	6,0	5,1	6,1	7,4	8,2	8,7	0,5	-1,4	5,0	9,9
Madagascar	3,4	6,4	7,2	-4,7	0,3	1,5	3,0	2,4	3,0	5,0	5,0	5,0
Malawi	2,5	9,5	8,3	9,0	6,5	4,3	1,9	5,2	5,7	5,5	5,7	5,9
Malí	4,9	4,3	5,0	4,5	5,8	2,7	0,0	1,7	6,8	5,6	5,1	5,1
Mauricio	4,5	5,9	5,5	3,0	4,1	3,9	3,2	3,2	3,2	3,5	3,5	3,5
Mozambique	8,7	7,4	5,8	6,5	7,1	7,4	7,1	7,4	7,4	6,5	8,1	14,5
Namibia	4,7	5,4	2,6	0,3	6,0	5,1	5,2	5,1	5,3	5,6	6,5	5,3
Níger	4,4	3,2	9,6	-0,7	8,4	2,2	11,8	4,6	6,9	4,6	5,4	5,1
Nigeria	7,2	9,1	8,0	9,0	10,0	4,9	4,3	5,4	6,3	4,8	5,0	6,0
República Centroafricana	2,0	4,6	2,1	1,7	3,0	3,3	4,1	-36,0	1,0	5,7	5,7	5,9
Rwanda	8,4	7,6	11,2	6,2	6,3	7,5	8,8	4,7	7,0	7,0	7,0	7,5
Santo Tomé y Príncipe	3,8	0,6	8,1	4,0	4,5	4,8	4,5	4,0	4,5	5,0	5,2	6,0
Senegal	4,4	4,9	3,7	2,4	4,2	1,7	3,4	3,5	4,5	4,6	5,1	7,0
Seychelles	2,8	10,4	-2,1	-1,1	5,9	7,9	6,0	6,6	2,9	3,5	3,8	3,5
Sierra Leona	4,0	8,0	5,3	3,2	5,4	6,0	15,2	20,1	6,0	-12,8	8,4	6,0
Sudáfrica	3,4	5,4	3,2	-1,5	3,0	3,2	2,2	2,2	1,5	2,0	2,1	2,8
Sudán del Sur	...	...	...	...	...	...	-46,8	24,2	5,5	3,4	20,7	3,1
Swazilandia	2,5	3,5	2,4	1,2	1,9	-0,6	1,9	2,8	1,7	1,9	1,8	1,6
Tanzanía	5,3	8,8	5,6	5,4	6,4	7,9	5,1	7,3	7,2	7,2	7,1	6,9
Togo	1,3	2,3	2,4	3,5	4,1	4,8	5,9	5,4	5,2	6,0	6,0	6,1
Uganda	6,8	8,1	10,4	8,1	7,7	6,8	2,6	3,9	4,9	5,4	5,6	6,3
Zambia	4,6	8,4	7,8	9,2	10,3	6,4	6,8	6,7	5,4	6,7	6,9	6,4
Zimbabwe <sup>1</sup>	...	-3,4	-16,6	7,5	11,4	11,9	10,6	4,5	3,2	2,8	2,7	3,7

**Cuadro A4. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: PIB real (continuación)**  
(Variación porcentual anual)

	Promedio									Proyecciones		
	1997–2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2020
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>3,1</b>	<b>5,7</b>	<b>3,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>6,1</b>	<b>4,9</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>2,0</b>	<b>3,0</b>
Antigua y Barbuda	4,5	7,1	1,5	-10,7	-8,5	-1,9	3,6	1,8	2,4	1,9	2,3	2,7
Argentina <sup>2</sup>	2,6	8,0	3,1	0,1	9,5	8,4	0,8	2,9	0,5	-0,3	0,1	0,5
Bahamas, Las	3,8	1,4	-2,3	-4,2	1,5	1,1	1,0	0,7	1,3	2,3	2,8	1,5
Barbados	2,2	1,7	0,3	-4,1	0,3	0,8	0,0	0,0	-0,3	0,8	1,4	2,0
Belice	6,0	1,2	3,8	0,3	3,1	2,1	3,3	1,5	3,4	2,0	3,0	2,5
Bolivia	3,3	4,6	6,1	3,4	4,1	5,2	5,2	6,8	5,4	4,3	4,3	4,0
Brasil	2,7	6,0	5,0	-0,2	7,6	3,9	1,8	2,7	0,1	-1,0	1,0	2,5
Chile	4,1	5,2	3,2	-1,0	5,7	5,8	5,5	4,3	1,8	2,7	3,3	3,9
Colombia	2,7	6,9	3,5	1,7	4,0	6,6	4,0	4,9	4,6	3,4	3,7	4,3
Costa Rica	5,3	7,9	2,7	-1,0	5,0	4,5	5,2	3,4	3,5	3,8	4,4	4,3
Dominica	2,5	6,1	7,4	-1,1	1,1	-0,1	-1,4	-0,9	1,1	2,4	2,9	1,9
Ecuador	3,2	2,2	6,4	0,6	3,5	7,9	5,2	4,6	3,6	1,9	3,6	4,0
El Salvador	2,9	3,8	1,3	-3,1	1,4	2,2	1,9	1,7	2,0	2,5	2,5	2,0
Granada	5,0	6,1	0,9	-6,6	-0,5	0,8	-1,2	2,4	1,5	1,5	2,0	2,5
Guatemala	3,5	6,3	3,3	0,5	2,9	4,2	3,0	3,7	4,0	4,0	3,9	3,8
Guyana	1,3	7,0	2,0	3,3	4,4	5,4	4,8	5,2	3,8	3,8	4,4	3,2
Haití	0,8	3,3	0,8	3,1	-5,5	5,5	2,9	4,2	2,7	3,3	3,8	3,5
Honduras	4,1	6,2	4,2	-2,4	3,7	3,8	4,1	2,8	3,1	3,3	3,4	3,8
Jamaica	1,0	1,4	-0,8	-3,4	-1,5	1,4	-0,5	0,2	0,5	1,7	2,2	2,7
México	3,3	3,1	1,4	-4,7	5,1	4,0	4,0	1,4	2,1	3,0	3,3	3,8
Nicaragua	3,9	5,3	2,9	-2,8	3,2	6,2	5,0	4,4	4,5	4,6	4,3	4,0
Panamá	5,0	12,1	10,1	3,9	7,5	10,8	10,7	8,4	6,2	6,1	6,4	6,0
Paraguay	1,5	5,4	6,4	-4,0	13,1	4,3	-1,2	14,2	4,4	4,0	4,0	4,0
Perú	3,9	8,5	9,1	1,0	8,5	6,5	6,0	5,8	2,4	3,8	5,0	4,5
República Dominicana	5,5	8,5	3,1	0,9	8,3	2,8	2,6	4,8	7,3	5,1	4,5	4,0
Saint Kitts y Nevis	3,7	4,8	3,4	-3,8	-3,8	-1,9	-0,9	3,8	7,0	3,5	3,0	2,5
San Vicente y las Granadinas	4,3	3,0	-0,5	-2,0	-2,3	0,2	1,1	2,4	1,1	2,1	3,1	3,2
Santa Lucía	2,2	-0,5	3,4	0,6	-0,2	1,3	0,6	-0,5	-1,1	1,8	1,4	2,2
Suriname	3,9	5,1	4,1	3,0	4,2	5,3	4,8	4,1	2,9	2,7	3,8	4,2
Trinidad y Tabago	8,5	4,8	3,4	-4,4	-0,1	0,0	1,4	1,7	1,1	1,2	1,5	2,0
Uruguay	1,1	6,5	7,2	2,4	8,4	7,3	3,7	4,4	3,3	2,8	2,9	3,3
Venezuela	2,6	8,8	5,3	-3,2	-1,5	4,2	5,6	1,3	-4,0	-7,0	-4,0	0,0
<b>Comunidad de Estados Independientes<sup>3,4</sup></b>	<b>5,5</b>	<b>9,0</b>	<b>5,3</b>	<b>-6,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,8</b>	<b>3,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,0</b>	<b>-2,6</b>	<b>0,3</b>	<b>2,4</b>
Rusia	5,0	8,5	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6	-3,8	-1,1	1,5
Excluido Rusia	6,6	10,4	5,6	-2,5	5,0	6,2	3,6	4,2	1,9	0,4	3,2	4,3
Armenia	9,4	13,7	6,9	-14,1	2,2	4,7	7,1	3,5	3,4	-1,0	0,0	3,5
Azerbaiyán	12,5	25,0	10,8	9,3	5,0	0,1	2,2	5,8	2,8	0,6	2,5	3,3
Belarús	7,6	8,7	10,3	0,1	7,7	5,5	1,7	1,0	1,6	-2,3	-0,1	0,5
Georgia	6,4	12,6	2,6	-3,7	6,2	7,2	6,4	3,3	4,7	2,0	3,0	5,0
Kazajstán	7,4	8,9	3,3	1,2	7,3	7,5	5,0	6,0	4,3	2,0	3,1	4,2
Moldova	3,3	3,0	7,8	-6,0	7,1	6,8	-0,7	9,4	4,6	-1,0	3,0	4,0
República Kirguisa	4,3	8,5	7,6	2,9	-0,5	6,0	-0,9	10,5	3,6	1,7	3,4	5,3
Tayikistán	7,2	7,8	7,9	3,9	6,5	7,4	7,5	7,4	6,7	3,0	4,1	5,0
Turkmenistán	11,9	11,1	14,7	6,1	9,2	14,7	11,1	10,2	10,3	9,0	9,2	6,9
Ucrania <sup>5</sup>	4,6	8,2	2,2	-15,1	0,3	5,5	0,2	0,0	-6,8	-5,5	2,0	4,0
Uzbekistán	5,2	9,5	9,0	8,1	8,5	8,3	8,2	8,0	8,1	6,2	6,5	6,5

**Cuadro A4. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: PIB real (continuación)**  
(Variación porcentual anual)

	Promedio									Proyecciones		
	1997-2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2020
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Asia</b>	<b>7,0</b>	<b>11,2</b>	<b>7,3</b>	<b>7,5</b>	<b>9,6</b>	<b>7,7</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>	<b>6,8</b>	<b>6,6</b>	<b>6,4</b>	<b>6,6</b>
Bangladesh	5,6	6,5	5,5	5,3	6,0	6,5	6,3	6,1	6,1	6,3	6,8	6,7
Bhután	7,0	12,6	10,8	5,7	9,3	10,1	6,5	5,0	6,4	7,6	8,2	6,9
Brunei Darussalam	1,9	0,2	-1,9	-1,8	2,6	3,4	0,9	-1,8	-0,7	-0,5	2,8	5,0
Camboya	8,9	10,2	6,7	0,1	6,0	7,1	7,3	7,4	7,0	7,2	7,2	7,3
China	9,4	14,2	9,6	9,2	10,4	9,3	7,8	7,8	7,4	6,8	6,3	6,3
Fiji	2,2	-0,9	1,0	-1,4	3,0	2,7	1,8	4,6	4,1	3,3	3,0	3,0
Filipinas	4,0	6,6	4,2	1,1	7,6	3,7	6,8	7,2	6,1	6,7	6,3	6,0
India	6,6	9,8	3,9	8,5	10,3	6,6	5,1	6,9	7,2	7,5	7,5	7,8
Indonesia	2,5	6,3	7,4	4,7	6,4	6,2	6,0	5,6	5,0	5,2	5,5	6,0
Islas Marshall	...	3,8	-2,0	-1,7	6,1	0,0	4,7	3,0	0,5	1,7	2,2	1,6
Islas Salomón	0,3	6,4	7,1	-4,7	6,9	12,9	4,7	3,0	1,5	3,3	3,0	3,4
Kiribati	1,9	2,2	-0,8	0,3	-0,9	-0,2	3,4	2,4	3,8	2,9	1,5	2,0
Malasia	4,3	6,3	4,8	-1,5	7,4	5,2	5,6	4,7	6,0	4,8	4,9	5,0
Maldivas	7,7	10,6	12,2	-3,6	7,1	6,5	1,3	4,7	5,0	5,0	3,9	5,0
Micronesia	0,5	-2,2	-2,5	1,0	3,2	1,8	0,1	-4,0	0,1	0,3	1,0	1,1
Mongolia	5,4	8,8	8,1	-2,3	20,9	17,3	12,3	11,6	7,8	4,4	4,2	9,2
Myanmar	...	12,0	3,6	5,1	5,3	5,9	7,3	8,3	7,7	8,3	8,5	7,5
Nepal	4,0	3,4	6,1	4,5	4,8	3,4	4,8	3,9	5,5	5,0	5,0	4,5
Palau	...	1,7	-5,5	-10,7	3,2	5,2	5,5	-0,2	8,0	2,2	2,7	2,0
Papua Nueva Guinea	1,0	7,2	6,6	6,1	7,7	10,7	8,1	5,5	5,8	19,3	3,3	3,5
República Democrática Popular Lao	6,2	7,8	7,8	7,5	8,1	8,0	7,9	8,0	7,4	7,3	7,8	7,3
Samoa	3,6	1,1	2,9	-6,4	-2,3	6,2	1,2	-1,1	1,9	2,8	1,4	2,0
Sri Lanka	4,5	6,8	6,0	3,5	8,0	8,2	6,3	7,3	7,4	6,5	6,5	6,5
Tailandia	2,7	5,0	2,5	-2,3	7,8	0,1	6,5	2,9	0,7	3,7	4,0	3,8
Timor-Leste <sup>6</sup>	...	11,4	14,2	13,0	9,4	14,7	7,8	5,4	6,6	6,8	6,9	7,0
Tonga	1,0	-1,1	1,8	2,6	3,1	1,3	-1,1	-0,3	2,3	2,7	2,4	0,7
Tuvalu	...	6,4	8,0	-4,4	-2,7	8,5	0,2	1,3	2,2	2,5	2,5	1,7
Vanuatu	2,5	5,2	6,5	3,3	1,6	1,2	1,8	2,0	2,9	-4,0	5,0	2,5
Vietnam	6,9	7,1	5,7	5,4	6,4	6,2	5,2	5,4	6,0	6,0	5,8	6,0
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Europa</b>	<b>4,1</b>	<b>5,5</b>	<b>3,1</b>	<b>-3,0</b>	<b>4,8</b>	<b>5,4</b>	<b>1,3</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>
Albania	5,1	5,9	7,5	3,4	3,7	2,5	1,6	1,4	2,1	3,0	4,0	4,5
Bosnia y Herzegovina	...	6,0	5,6	-2,7	0,8	1,0	-1,2	2,5	0,8	2,3	3,1	4,0
Bulgaria	3,8	6,9	5,8	-5,0	0,7	2,0	0,5	1,1	1,7	1,2	1,5	2,5
Croacia	3,8	5,2	2,1	-7,4	-1,7	-0,3	-2,2	-0,9	-0,4	0,5	1,0	2,0
Hungría	4,0	0,5	0,9	-6,6	0,8	1,8	-1,5	1,5	3,6	2,7	2,3	2,1
Kosovo	...	8,3	4,5	3,6	3,3	4,4	2,8	3,4	2,7	3,3	3,5	3,5
Macedonia, ex República Yugoslava de	2,7	6,5	5,5	-0,4	3,4	2,3	-0,5	2,7	3,8	3,8	3,9	4,0
Montenegro	...	10,7	6,9	-5,7	2,5	3,2	-2,5	3,3	1,1	4,7	3,5	3,3
Polonia	4,2	7,2	3,9	2,6	3,7	4,8	1,8	1,7	3,3	3,5	3,5	3,6
Rumanía	2,7	6,9	8,5	-7,1	-0,8	1,1	0,6	3,4	2,9	2,7	2,9	3,5
Serbia	...	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1,0	2,6	-1,8	-0,5	1,5	4,0
Turquía	4,3	4,7	0,7	-4,8	9,2	8,8	2,1	4,1	2,9	3,1	3,6	3,5

**Cuadro A4. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: PIB real (continuación)**  
(Variación porcentual anual)

	Promedio									Proyecciones		
	1997–2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2020
<b>Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán</b>	<b>5,1</b>	<b>6,3</b>	<b>5,2</b>	<b>2,2</b>	<b>4,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>
Afganistán	...	13,3	3,9	20,6	8,4	6,5	14,0	3,7	1,5	3,5	4,9	5,3
Arabia Saudita	3,9	6,0	8,4	1,8	4,8	10,0	5,4	2,7	3,6	3,0	2,7	3,3
Argelia	4,1	3,4	2,4	1,6	3,6	2,8	3,3	2,8	4,1	2,6	3,9	3,6
Bahrein	5,2	8,3	6,2	2,5	4,3	2,1	3,4	5,3	4,7	2,7	2,4	2,9
Djibouti	2,2	5,1	5,8	5,0	3,5	4,5	4,8	5,0	6,0	6,5	7,0	6,0
Egipto	5,0	7,1	7,2	4,7	5,1	1,8	2,2	2,1	2,2	4,0	4,3	5,0
Emiratos Árabes Unidos	6,2	3,2	3,2	-5,2	1,6	4,9	4,7	5,2	3,6	3,2	3,2	4,1
Irán	4,6	9,1	0,9	2,3	6,6	3,7	-6,6	-1,9	3,0	0,6	1,3	2,1
Iraq	...	1,9	8,2	3,4	6,4	7,5	13,9	6,6	-2,4	1,3	7,6	7,5
Jordania	5,4	8,2	7,2	5,5	2,3	2,6	2,7	2,8	3,1	3,8	4,5	4,5
Kuwait	5,7	6,0	2,5	-7,1	-2,4	9,6	6,6	1,5	1,3	1,7	1,8	3,2
Líbano	3,2	9,4	9,1	10,3	8,0	0,9	2,8	2,5	2,0	2,5	2,5	4,0
Libia	3,5	6,4	2,7	-0,8	5,0	-62,1	104,5	-13,6	-24,0	4,6	17,7	3,0
Marruecos	4,0	2,7	5,6	4,8	3,6	5,0	2,7	4,4	2,9	4,4	5,0	5,4
Mauritania	4,7	2,8	1,1	-1,0	4,8	4,4	6,0	5,7	6,4	5,5	6,7	5,1
Omán	2,5	4,5	8,2	6,1	4,8	4,1	5,8	4,7	2,9	4,6	3,1	1,3
Pakistán	4,5	5,5	5,0	0,4	2,6	3,6	3,8	3,7	4,1	4,3	4,7	5,0
Qatar	11,8	18,0	17,7	12,0	16,7	13,0	6,0	6,3	6,1	7,1	6,5	3,9
Siria <sup>7</sup>	2,9	5,7	4,5	5,9	3,4	...	...	...	...	...	...	...
Sudán <sup>8</sup>	15,8	8,5	3,0	4,7	3,0	-1,2	-3,5	3,7	3,4	3,3	3,9	5,1
Túnez	4,9	6,3	4,5	3,1	2,6	-1,9	3,7	2,3	2,3	3,0	3,8	4,7
Yemen	4,5	3,3	3,6	3,9	7,7	-12,7	2,4	4,8	-0,2	-2,2	3,6	5,6

<sup>1</sup>El dólar de Zimbabwe dejó de circular a comienzos de 2009. Los datos se basan en las estimaciones de la evolución de los precios y el tipo de cambio del dólar de EE.UU. preparadas por el personal técnico del FMI. Las estimaciones del dólar de EE.UU. del personal técnico del FMI pueden diferir de las estimaciones preparadas por las autoridades. Los datos del PIB real son en precios constantes de 2009.

<sup>2</sup>Las cifras de Argentina son los datos oficiales declarados, revisados en mayo de 2014. El 1 de febrero de 2013 el FMI emitió una declaración de censura, y en diciembre de 2013 instó a Argentina a adoptar medidas especificadas para mejorar la calidad de los datos oficiales del PBI dentro de un calendario especificado. El 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.

<sup>3</sup>Los datos de algunos países corresponden al producto material neto (PMN) real o son estimaciones basadas en el PMN. Los datos deben interpretarse solo como indicativos del orden de magnitud, ya que en general no se dispone de datos que sean fiables y comparables. Específicamente, el crecimiento de la producción de las nuevas empresas privadas de la economía informal no se refleja enteramente en las cifras más recientes.

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

<sup>5</sup>Los datos se basan en el Sistema de Cuentas Nacionales 2008. A partir de 2000, se dispone de datos revisados de las cuentas nacionales, que excluyen Crimea y Sevastopol en 2010 y años posteriores.

<sup>6</sup>Únicamente en este cuadro, los datos de Timor-Leste se basan en el PIB no petrolero.

<sup>7</sup>No se incluyen los datos de Siria correspondientes a 2011 y años posteriores debido a la incertidumbre de la situación política.

<sup>8</sup>Los datos correspondientes a 2011 excluyen a Sudán del Sur a partir del 9 de julio. Los datos de 2012 en adelante se refieren al Estado actual de Sudán.

**Cuadro A5. Resumen de la inflación**  
(Porcentaje)

	Promedio									Proyecciones		
	1997–2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2020
<b>Deflatores del PIB</b>												
<b>Economías avanzadas</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>
Estados Unidos	2,1	2,7	2,0	0,8	1,2	2,1	1,8	1,5	1,5	0,9	1,5	2,0
Zona del euro <sup>1</sup>	1,7	2,4	2,0	1,0	0,7	1,1	1,3	1,3	0,9	1,0	0,9	1,5
Japón	-1,0	-0,9	-1,3	-0,5	-2,2	-1,9	-0,9	-0,5	1,7	1,6	0,5	0,8
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	2,0	2,8	3,0	1,0	2,4	2,0	1,3	1,3	1,4	0,5	1,4	2,0
<b>Precios al consumidor</b>												
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>3,4</b>	<b>0,1</b>	<b>1,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>
Estados Unidos	2,5	2,9	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,5	1,6	0,1	1,5	2,3
Zona del euro <sup>1,3</sup>	2,0	2,2	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	1,3	0,4	0,1	1,0	1,7
Japón	-0,1	0,1	1,4	-1,3	-0,7	-0,3	0,0	0,4	2,7	1,0	0,9	1,5
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	1,9	2,1	3,9	1,4	2,4	3,4	2,1	1,7	1,5	0,8	1,8	2,3
<b>Economías de mercados emergentes y en desarrollo</b>												
<b>Por regiones</b>												
África subsahariana	11,3	5,4	13,0	9,8	8,2	9,5	9,4	6,5	6,3	6,6	7,0	5,7
América Latina y el Caribe <sup>4</sup>	...	5,5	8,1	6,1	6,2	6,8	6,1	7,1	...	...	...	...
Comunidad de Estados Independientes <sup>5</sup>	20,5	9,7	15,5	11,1	7,1	9,8	6,2	6,4	8,1	16,8	9,4	4,9
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	4,2	5,4	7,6	2,8	5,2	6,5	4,7	4,8	3,5	3,0	3,1	3,7
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	24,2	6,0	8,0	4,8	5,6	5,4	6,0	4,3	3,8	2,7	3,7	4,0
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	5,5	10,2	11,7	7,1	6,5	9,2	9,8	9,1	6,7	6,1	6,2	5,6
Oriente Medio y Norte de África	5,5	10,5	11,7	6,0	6,2	8,7	9,7	9,3	6,5	6,2	6,4	5,7
<i>Partida informativa</i>												
Unión Europea	3,4	2,4	3,7	0,9	2,0	3,1	2,6	1,5	0,5	0,0	1,2	1,9
<b>Por criterios analíticos</b>												
<b>Por fuentes de ingresos de exportación</b>												
Combustibles	13,1	10,0	13,4	8,3	7,3	9,1	8,4	9,1	8,2	11,7	9,3	6,9
Otros productos	7,5	5,6	8,2	4,4	5,5	6,8	5,5	5,1	4,3	3,8	3,7	3,9
Productos primarios <sup>4</sup>	...	7,6	10,7	6,7	7,0	8,1	8,6	8,4	...	...	...	...
<b>Por fuentes de financiamiento externo</b>												
Economías deudoras netas	9,6	5,8	9,3	6,8	6,4	7,4	6,8	6,3	5,6	5,4	5,0	4,5
<b>Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda</b>												
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2009–13	9,8	9,1	11,8	13,2	10,3	10,6	9,8	8,5	10,4	8,9	8,3	5,3
<i>Partida informativa</i>												
<b>Mediana de la tasa de inflación</b>												
Economías avanzadas	2,1	2,2	4,0	0,8	1,8	3,3	2,6	1,3	0,7	0,2	1,5	2,0
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	5,1	6,1	10,2	4,1	4,3	5,5	4,9	4,0	3,2	3,0	3,4	3,7

<sup>1</sup>Excluido Lituania.

<sup>2</sup>Excluye Estados Unidos, los países de la zona del euro y Japón, pero incluye Lituania.

<sup>3</sup>Basados en el Índice de Precios de Consumo Armonizado de Eurostat.

<sup>4</sup>Véase la nota 7 del cuadro A7.

<sup>5</sup>Georgia, Turkmenistán y Ucrania, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

**Cuadro A6. Economías avanzadas: Precios al consumidor<sup>1</sup>**  
(Variación porcentual anual)

	Promedio 1997–2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Proyecciones			Fin del período <sup>2</sup>		
										2015	2016	2020	2014	2015	2016
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>3,4</b>	<b>0,1</b>	<b>1,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>1,7</b>
Estados Unidos	2,5	2,9	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,5	1,6	0,1	1,5	2,3	0,9	0,5	2,1
Zona del euro <sup>3,4</sup>	2,0	2,2	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	1,3	0,4	0,1	1,0	1,7	-0,2	0,2	1,2
Alemania	1,4	2,3	2,7	0,2	1,2	2,5	2,1	1,6	0,8	0,2	1,3	1,9	0,2	0,2	1,3
Francia	1,6	1,6	3,2	0,1	1,7	2,3	2,2	1,0	0,6	0,1	0,8	1,7	0,3	0,1	0,8
Italia	2,3	2,0	3,5	0,8	1,6	2,9	3,3	1,3	0,2	0,0	0,8	1,3	-0,1	0,0	1,2
España	2,9	2,8	4,1	-0,2	2,0	3,1	2,4	1,5	-0,2	-0,7	0,7	1,5	-1,0	0,4	0,4
Países Bajos	2,4	1,6	2,2	1,0	0,9	2,5	2,8	2,6	0,3	-0,1	0,9	1,6	0,1	0,4	1,0
Bélgica	1,8	1,8	4,5	0,0	2,3	3,4	2,6	1,2	0,5	0,1	0,9	1,7	-0,4	0,5	1,2
Austria	1,5	2,2	3,2	0,4	1,7	3,6	2,6	2,1	1,5	1,1	1,5	1,9	1,5	1,1	1,5
Grecia	3,6	2,9	4,2	1,2	4,7	3,3	1,5	-1,0	-1,4	-0,3	0,3	1,8	-2,6	0,1	0,6
Portugal	2,8	2,4	2,7	-0,9	1,4	3,6	2,8	0,4	-0,2	0,6	1,3	1,7	-0,3	-1,6	5,9
Irlanda	3,1	2,9	3,1	-1,7	-1,6	1,2	1,9	0,5	0,3	0,2	1,5	2,0	0,2	0,3	0,8
Finlandia	1,5	1,6	3,9	1,6	1,7	3,3	3,2	2,2	1,2	0,6	1,6	2,0	0,6	1,2	1,6
República Eslovaca	6,9	1,9	3,9	0,9	0,7	4,1	3,7	1,5	-0,1	0,0	1,4	2,0	-0,1	0,7	1,4
Lituania	...	5,8	11,1	4,2	1,2	4,1	3,2	1,2	0,2	-0,3	2,0	2,3	-0,2	0,5	2,0
Eslovenia	6,1	3,6	5,7	0,9	1,8	1,8	2,6	1,8	0,2	-0,4	0,7	1,7	0,2	-0,2	1,9
Luxemburgo	2,4	2,7	4,1	0,0	2,8	3,7	2,9	1,7	0,7	0,5	1,6	2,2	-0,9	2,0	1,5
Letonia	4,4	10,1	15,3	3,3	-1,2	4,2	2,3	0,0	0,7	0,5	1,7	2,0	0,3	1,6	1,7
Estonia	4,9	6,7	10,6	0,2	2,7	5,1	4,2	3,2	0,5	0,4	1,7	2,2	0,0	0,8	2,1
Chipre <sup>3</sup>	2,7	2,2	4,4	0,2	2,6	3,5	3,1	0,4	-0,3	-1,0	0,9	1,9	-1,0	-1,0	0,9
Malta	2,8	0,7	4,7	1,8	2,0	2,5	3,2	1,0	0,8	1,1	1,4	1,7	0,4	1,1	1,4
Japón	-0,1	0,1	1,4	-1,3	-0,7	-0,3	0,0	0,4	2,7	1,0	0,9	1,5	2,6	0,9	0,5
Reino Unido <sup>3</sup>	1,5	2,3	3,6	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6	1,5	0,1	1,7	2,0	0,9	0,5	1,9
Corea	3,4	2,5	4,7	2,8	2,9	4,0	2,2	1,3	1,3	1,5	2,5	3,0	0,8	2,6	2,5
Canadá	2,1	2,1	2,4	0,3	1,8	2,9	1,5	1,0	1,9	0,9	2,0	2,0	1,9	1,0	2,4
Australia	2,6	2,3	4,4	1,8	2,9	3,3	1,8	2,4	2,5	2,0	2,3	2,5	1,7	2,6	1,9
Taiwan, provincia china de	0,8	1,8	3,5	-0,9	1,0	1,4	1,9	0,8	1,2	0,7	1,3	2,0	0,6	1,3	1,4
Suiza	0,8	0,7	2,4	-0,5	0,7	0,2	-0,7	-0,2	0,0	-1,2	-0,4	1,0	-0,3	-1,5	0,3
Suecia	1,0	2,2	3,4	-0,5	1,2	3,0	0,9	0,0	-0,2	0,2	1,1	2,2	-0,3	0,4	1,5
Singapur	0,7	2,1	6,6	0,6	2,8	5,2	4,6	2,4	1,0	0,0	1,7	1,8	0,0	0,8	2,1
Hong Kong, RAE de	-0,4	2,0	4,3	0,6	2,3	5,3	4,1	4,3	4,4	3,2	3,4	3,5	4,8	3,2	3,4
Noruega	2,1	0,7	3,8	2,2	2,4	1,3	0,7	2,1	2,0	2,3	2,2	2,5	2,1	2,3	2,3
República Checa	3,9	2,9	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	-0,1	1,3	2,0	0,1	0,8	1,8
Israel	3,1	0,5	4,6	3,3	2,7	3,5	1,7	1,5	0,5	-0,2	2,1	2,0	-0,2	0,7	2,2
Dinamarca	2,1	1,7	3,4	1,3	2,3	2,8	2,4	0,8	0,6	0,8	1,6	2,0	0,3	0,8	1,6
Nueva Zelanda	2,1	2,4	4,0	2,1	2,3	4,0	1,1	1,1	1,2	0,8	2,1	2,0	0,8	1,6	1,8
Islandia	3,9	5,1	12,7	12,0	5,4	4,0	5,2	3,9	2,0	0,9	2,1	2,5	0,8	0,8	2,3
San Marino	...	2,5	4,1	2,4	2,6	2,0	2,8	1,3	1,1	0,4	0,9	1,4	1,1	0,4	0,9
<i>Partida informativa</i>															
Principales economías avanzadas	1,8	2,2	3,2	-0,1	1,4	2,6	1,9	1,3	1,5	0,3	1,3	2,0	1,0	0,5	1,7

<sup>1</sup>Las variaciones de los precios al consumidor se indican como promedios anuales.

<sup>2</sup>Variaciones mensuales de diciembre a diciembre. Varios países declaran variaciones en base trimestral.

<sup>3</sup>Basados en el Índice de Precios de Consumo Armonizado de Eurostat.

<sup>4</sup>Excluido Lituania.

**Cuadro A7. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor<sup>1</sup>**  
(Variación porcentual anual)

	Promedio									Proyecciones			Fin del período <sup>2</sup>		
	1997–2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2020	2014	2015	2016
										Proyecciones			Proyecciones		
<b>África subsahariana</b>	<b>11,3</b>	<b>5,4</b>	<b>13,0</b>	<b>9,8</b>	<b>8,2</b>	<b>9,5</b>	<b>9,4</b>	<b>6,5</b>	<b>6,3</b>	<b>6,6</b>	<b>7,0</b>	<b>5,7</b>	<b>6,1</b>	<b>7,4</b>	<b>6,6</b>
Angola	114,5	12,2	12,5	13,7	14,5	13,5	10,3	8,8	7,3	8,4	8,5	6,5	7,5	9,0	8,0
Benin	3,2	1,3	7,4	0,9	2,2	2,7	6,7	1,0	-1,0	0,7	2,0	2,6	0,3	1,1	2,3
Botswana	8,3	7,1	12,6	8,1	6,9	8,5	7,5	5,8	3,9	3,7	3,8	3,9	3,7	3,6	3,9
Burkina Faso	2,4	-0,2	10,7	0,9	-0,6	2,8	3,8	0,5	-0,3	0,7	1,8	2,0	-0,1	1,6	1,8
Burundi	10,9	8,4	24,4	10,6	6,5	9,6	18,2	7,9	4,4	5,0	5,3	5,1	3,8	7,9	5,8
Cabo Verde	2,5	4,4	6,8	1,0	2,1	4,5	2,5	1,5	-0,2	1,5	2,5	2,5	-0,4	2,0	2,5
Camerún	2,7	1,1	5,3	3,0	1,3	2,9	2,4	2,1	1,9	2,0	2,1	2,2	2,6	2,0	2,1
Chad	2,6	-7,4	8,3	10,1	-2,1	1,9	7,7	0,2	1,7	3,2	2,9	3,0	3,7	2,0	3,0
Comoras	3,3	4,5	4,8	4,8	3,9	2,2	5,9	1,6	2,8	2,5	2,5	2,5	2,8	1,8	2,5
Congo, República del	3,4	2,6	6,0	4,3	5,0	1,8	5,0	4,6	0,9	3,0	2,9	2,5	0,5	3,0	2,6
Congo, República Democrática del	97,3	16,7	18,0	46,2	23,5	15,5	2,1	0,8	1,0	2,4	3,5	3,5	1,2	3,5	3,5
Côte d'Ivoire	3,0	1,9	6,3	1,0	1,4	4,9	1,3	2,6	0,4	1,2	1,5	2,0	0,9	0,9	1,8
Eritrea	14,7	9,3	19,9	33,0	12,7	13,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3
Etiopía	4,5	17,2	44,4	8,5	8,1	33,2	24,1	8,1	7,4	6,8	8,2	8,5	7,1	8,1	8,5
Gabón	0,8	-1,0	5,3	1,9	1,4	1,3	2,7	0,5	4,5	2,5	2,5	2,5	1,7	2,5	2,5
Gambia	5,9	5,4	4,5	4,6	5,0	4,8	4,6	5,2	6,3	6,2	5,2	5,0	7,0	5,3	5,0
Ghana	19,3	10,7	16,5	13,1	6,7	7,7	7,1	11,7	15,5	12,2	10,2	7,4	17,0	12,0	8,6
Guinea	11,6	22,9	18,4	4,7	15,5	21,4	15,2	11,9	9,7	9,1	9,6	7,1	9,1	9,7	9,5
Guinea-Bissau	6,3	4,6	10,4	-1,6	1,1	5,1	2,1	0,8	-1,0	1,3	2,3	2,5	-0,1	2,0	2,5
Guinea Ecuatorial	5,4	2,8	4,7	5,7	5,3	4,8	3,4	3,2	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Kenya	7,0	4,3	15,1	10,6	4,3	14,0	9,4	5,7	6,9	5,1	5,0	5,0	6,0	5,2	5,0
Lesotho	7,2	9,2	10,7	5,9	3,4	6,0	5,6	5,0	3,9	4,0	4,6	5,0	2,6	4,3	5,0
Liberia	...	11,4	17,5	7,4	7,3	8,5	6,8	7,6	9,9	7,9	7,8	6,4	7,7	8,0	7,5
Madagascar	9,4	10,3	9,3	9,0	9,2	9,5	5,7	5,8	6,1	7,6	6,9	5,5	6,0	7,9	6,5
Malawi	19,6	8,0	8,7	8,4	7,4	7,6	21,3	28,3	23,8	17,3	10,0	7,3	24,2	12,0	8,0
Mali	1,5	1,5	9,1	2,2	1,3	3,1	5,3	-0,6	0,9	2,2	1,9	2,6	1,2	1,3	2,6
Mauricio	5,9	8,8	9,7	2,5	2,9	6,5	3,9	3,5	3,0	1,7	3,0	3,0	0,2	3,0	3,0
Mozambique	9,5	8,2	10,3	3,3	12,7	10,4	2,1	4,2	2,3	5,0	5,6	5,6	1,1	5,5	5,6
Namibia	7,4	6,5	9,1	9,5	4,9	5,0	6,7	5,6	5,3	5,1	5,8	6,0	4,6	5,6	6,0
Níger	2,1	0,1	11,3	4,3	-2,8	2,9	0,5	2,3	-0,9	1,4	1,8	1,8	-0,6	2,4	1,5
Nigeria	11,8	5,4	11,6	12,5	13,7	10,8	12,2	8,5	8,1	9,6	10,7	7,0	7,9	12,0	9,5
República Centroafricana	1,9	0,9	9,3	3,5	1,5	1,2	5,5	7,0	15,0	5,2	6,3	2,4	10,5	9,5	3,6
Rwanda	6,2	9,1	15,4	10,3	2,0	5,7	6,3	4,2	1,8	2,9	4,4	5,0	2,1	3,7	5,0
Santo Tomé y Príncipe	20,4	18,6	32,0	17,0	13,3	14,3	10,6	8,1	7,0	5,6	4,6	3,0	6,4	5,2	4,0
Senegal	1,4	5,9	6,3	-2,2	1,2	3,4	1,4	0,7	-0,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,5	1,4
Seychelles	2,8	-8,6	37,0	31,7	-2,4	2,6	7,1	4,3	1,4	4,0	3,2	3,0	0,5	5,0	3,1
Sierra Leona	11,9	11,6	14,8	9,2	17,8	18,5	13,8	9,8	8,3	13,1	11,8	5,4	10,0	14,0	10,0
Sudáfrica	5,6	7,1	11,5	7,1	4,3	5,0	5,7	5,8	6,1	4,5	5,6	5,5	5,3	5,0	5,5
Sudán del Sur	...	...	...	...	...	...	45,1	0,0	-0,7	29,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Swazilandia	6,4	8,1	12,7	7,4	4,5	6,1	8,9	5,6	5,8	4,6	5,4	5,2	6,2	4,5	5,4
Tanzania	7,1	7,0	10,3	12,1	7,2	12,7	16,0	7,9	6,1	4,2	4,5	4,5	4,8	4,5	4,5
Togo	2,3	0,9	8,7	3,7	1,4	3,6	2,6	1,8	0,1	1,9	2,1	2,5	0,5	2,2	2,3
Uganda	4,7	6,1	12,0	13,1	4,0	18,7	14,0	4,8	4,7	4,9	4,8	5,0	5,0	4,8	4,8
Zambia	21,1	10,7	12,4	13,4	8,5	8,7	6,6	7,0	7,9	7,7	6,5	5,0	8,2	7,0	6,0
Zimbabwe <sup>3</sup>	...	-72,7	157,0	6,2	3,0	3,5	3,7	1,6	-0,2	-1,0	0,0	1,9	-0,8	-0,5	0,5

**Cuadro A7. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor<sup>1</sup> (continuación)**

(Variación porcentual anual)

	Promedio 1997–2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Proyecciones			Fin del período <sup>2</sup>		
										Proyecciones			Proyecciones		
										2015	2016	2020	2014	2015	2016
<b>América Latina y el Caribe<sup>4</sup></b>	...	<b>5,5</b>	<b>8,1</b>	<b>6,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,8</b>	<b>6,1</b>	<b>7,1</b>	...	...	...	...	...	...	...
Antigua y Barbuda	1,7	1,4	5,3	-0,6	3,4	3,5	3,4	1,1	1,1	1,2	1,3	2,5	1,3	1,0	1,6
Argentina <sup>4</sup>	...	8,8	8,6	6,3	10,5	9,8	10,0	10,6	...	18,6	23,2	19,1	23,9	20,5	20,5
Bahamas, Las	1,7	2,5	4,7	1,9	1,3	3,2	2,0	0,4	1,2	2,3	1,6	1,4	0,2	2,3	1,6
Barbados	2,8	4,0	8,1	3,7	5,7	9,4	4,5	1,8	1,9	1,3	1,4	2,3	2,3	0,9	1,9
Belice	1,6	2,3	6,4	-1,1	0,9	1,7	1,2	0,5	0,9	0,5	1,9	2,0	-0,4	1,5	2,3
Bolivia	3,9	6,7	14,0	3,3	2,5	9,9	4,5	5,7	5,8	5,1	5,0	5,0	5,2	5,0	5,0
Brasil	6,9	3,6	5,7	4,9	5,0	6,6	5,4	6,2	6,3	7,8	5,9	4,5	6,4	8,0	5,4
Chile	3,5	4,4	8,7	1,5	1,4	3,3	3,0	1,9	4,4	3,0	3,0	3,0	4,6	2,9	3,0
Colombia	9,3	5,5	7,0	4,2	2,3	3,4	3,2	2,0	2,9	3,4	3,0	3,0	3,7	3,6	3,2
Costa Rica	11,3	9,4	13,4	7,8	5,7	4,9	4,5	5,2	3,2	4,6	4,0	4,0	5,1	4,0	4,0
Dominica	1,5	3,2	6,4	0,0	2,8	1,1	1,4	0,0	0,7	-0,8	1,1	2,1	-0,1	0,9	0,6
Ecuador	25,4	2,3	8,4	5,2	3,6	4,5	5,1	2,7	3,6	3,2	3,0	3,0	3,7	3,0	3,0
El Salvador	3,1	4,6	7,3	0,5	1,2	5,1	1,7	0,8	1,1	-0,8	1,7	2,0	0,5	0,6	1,7
Granada	1,9	3,9	8,0	-0,3	3,4	3,0	2,4	0,0	-0,9	-1,5	1,8	1,9	-0,7	-1,0	2,3
Guatemala	7,1	6,8	11,4	1,9	3,9	6,2	3,8	4,3	3,4	3,0	3,0	4,0	2,9	3,0	3,4
Guyana	5,4	12,2	8,1	3,0	4,3	4,4	2,4	2,2	1,0	1,2	2,6	3,9	1,2	1,2	3,9
Haití	15,9	9,0	14,4	3,4	4,1	7,4	6,8	6,8	3,9	6,4	5,3	5,0	5,3	6,1	5,0
Honduras	10,3	6,9	11,4	5,5	4,7	6,8	5,2	5,2	6,1	4,1	5,1	5,4	5,8	4,7	5,2
Jamaica	9,3	9,2	22,0	9,6	12,6	7,5	6,9	9,4	7,1	5,9	7,1	6,0	4,7	7,0	7,2
México	8,9	4,0	5,1	5,3	4,2	3,4	4,1	3,8	4,0	3,2	3,0	3,0	4,1	3,1	3,0
Nicaragua	8,8	11,1	19,8	3,7	5,5	8,1	7,2	7,1	6,0	5,4	7,0	7,0	6,5	6,0	7,0
Panamá	1,2	4,2	8,8	2,4	3,5	5,9	5,7	4,0	2,6	0,9	2,0	2,0	1,0	2,4	2,0
Paraguay	8,7	8,1	10,2	2,6	4,7	8,3	3,7	2,7	5,0	3,6	4,5	4,5	4,2	4,5	4,5
Perú	3,4	1,8	5,8	2,9	1,5	3,4	3,7	2,8	3,2	2,5	2,0	2,0	3,2	2,2	2,0
República Dominicana	12,4	6,1	10,6	1,4	6,3	8,5	3,7	4,8	3,0	1,6	3,5	4,0	1,6	3,0	4,0
Saint Kitts y Nevis	3,8	4,5	5,3	2,1	0,6	7,1	1,4	0,7	1,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
San Vicente y las Granadinas	1,5	7,0	10,1	0,4	0,8	3,2	2,6	0,8	0,2	0,2	0,9	1,8	0,6	0,1	1,6
Santa Lucía	2,5	2,8	5,5	-0,2	3,3	2,8	4,2	1,5	2,5	2,4	2,4	2,4	1,7	3,1	3,1
Suriname	26,7	6,6	14,9	-0,4	6,8	17,7	5,0	1,9	3,4	1,9	2,6	3,2	3,9	2,1	3,0
Trinidad y Tabago	4,8	7,9	12,0	7,6	10,5	5,1	9,3	5,2	7,0	7,3	5,7	4,0	8,5	6,0	5,3
Uruguay	9,8	8,1	7,9	7,1	6,7	8,1	8,1	8,6	8,9	7,9	7,5	6,4	8,3	7,4	7,3
Venezuela	23,8	18,7	30,4	27,1	28,2	26,1	21,1	40,6	62,2	96,8	83,7	75,3	68,5	94,9	78,4
<b>Comunidad de Estados Independientes<sup>5,6</sup></b>	<b>20,5</b>	<b>9,7</b>	<b>15,5</b>	<b>11,1</b>	<b>7,1</b>	<b>9,8</b>	<b>6,2</b>	<b>6,4</b>	<b>8,1</b>	<b>16,8</b>	<b>9,4</b>	<b>4,9</b>	<b>11,4</b>	<b>12,3</b>	<b>8,0</b>
Rusia	21,8	9,0	14,1	11,7	6,9	8,4	5,1	6,8	7,8	17,9	9,8	4,0	11,4	12,0	8,0
Excluido Rusia	16,8	11,7	19,3	9,7	7,8	13,2	9,1	5,6	8,7	14,3	8,6	6,7	11,5	12,8	7,9
Armenia	4,1	4,6	9,0	3,5	7,3	7,7	2,5	5,8	3,1	6,4	4,0	4,0	4,6	5,4	4,0
Azerbaiyán	2,6	16,6	20,8	1,6	5,7	7,9	1,0	2,4	1,4	7,9	6,2	4,0	-0,1	8,9	3,5
Belarús	61,8	8,4	14,8	13,0	7,7	53,2	59,2	18,3	18,1	22,1	17,4	16,5	16,2	22,0	18,1
Georgia	7,1	9,2	10,0	1,7	7,1	8,5	-0,9	-0,5	3,1	3,0	5,0	4,0	2,0	5,0	5,0
Kazajistán	9,0	10,8	17,1	7,3	7,1	8,3	5,1	5,8	6,7	5,2	5,5	5,7	7,4	4,9	5,5
Moldova	14,9	12,4	12,7	0,0	7,4	7,6	4,6	4,6	5,1	7,5	6,3	5,0	4,7	8,6	5,4
República Kirguisa	11,0	10,2	24,5	6,8	7,8	16,6	2,8	6,6	7,5	10,7	8,6	2,5	10,5	10,1	7,8
Tayikistán	26,4	13,2	20,4	6,4	6,5	12,4	5,8	5,0	6,1	12,8	6,3	6,0	7,4	11,7	6,5
Turkmenistán	16,6	6,3	14,5	-2,7	4,4	5,3	5,3	6,8	6,0	7,7	6,6	4,7	4,2	6,2	7,0
Ucrania <sup>7</sup>	12,4	12,8	25,2	15,9	9,4	8,0	0,6	-0,3	12,1	33,5	10,6	5,0	24,9	26,7	8,7
Uzbekistán	24,0	12,3	12,7	14,1	9,4	12,8	12,1	11,2	8,4	9,5	9,8	10,0	9,8	9,4	9,5

**Cuadro A7. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor<sup>1</sup> (continuación)***(Variación porcentual anual)*

	Promedio									Proyecciones			Fin del período <sup>2</sup>		
	1997–2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Proyecciones			Proyecciones		
										2015	2016	2020	2014	2015	2016
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Asia</b>	<b>4,2</b>	<b>5,4</b>	<b>7,6</b>	<b>2,8</b>	<b>5,2</b>	<b>6,5</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,7</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>
Bangladesh	5,3	9,1	8,9	4,9	9,4	11,5	6,2	7,5	7,0	6,4	6,4	5,9	6,1	6,4	6,5
Bhután	5,3	5,2	6,3	7,1	4,8	8,6	10,1	8,7	7,7	6,3	6,1	5,6	9,6	8,4	7,6
Brunei Darussalam	0,3	1,0	2,1	1,0	0,2	0,1	0,1	0,4	-0,2	0,0	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,1
Camboya	4,1	7,7	25,0	-0,7	4,0	5,5	2,9	3,0	3,9	-0,3	2,5	3,2	1,0	1,2	2,9
China	0,9	4,8	5,9	-0,7	3,3	5,4	2,6	2,6	2,0	1,2	1,5	3,0	1,5	1,2	1,5
Fiji	2,9	4,8	7,7	3,7	3,7	7,3	3,4	2,9	0,5	1,5	3,0	2,9	0,1	3,0	3,0
Filipinas	5,5	2,9	8,2	4,2	3,8	4,7	3,2	2,9	4,2	2,1	2,8	3,6	2,7	2,4	3,4
India	5,4	5,9	9,2	10,6	9,5	9,4	10,2	10,0	6,0	6,1	5,7	5,0	6,0	5,8	5,9
Indonesia	14,0	6,7	9,8	5,0	5,1	5,3	4,0	6,4	6,4	6,8	5,8	4,8	8,4	4,6	4,8
Islas Marshall	...	2,6	14,7	0,5	1,8	5,4	4,3	1,9	1,1	-0,6	1,0	2,3	0,5	-0,6	1,0
Islas Salomón	8,8	7,7	17,3	7,1	0,9	7,4	5,9	5,4	5,1	3,8	3,4	4,5	4,0	0,2	6,7
Kiribati	1,7	3,6	13,7	9,8	-3,9	1,5	-3,0	-1,5	2,1	1,4	0,3	2,1	3,1	1,4	0,3
Malasia	2,5	2,0	5,4	0,6	1,7	3,2	1,7	2,1	3,1	2,7	3,0	3,0	2,7	2,7	3,0
Maldivas	1,9	6,8	12,0	4,5	6,1	11,3	10,9	4,0	2,5	0,3	2,1	4,0	1,2	0,4	2,8
Micronesia	1,9	3,6	6,6	7,7	3,7	4,3	6,3	2,1	0,7	-1,0	1,9	2,0	0,7	-1,0	1,9
Mongolia	9,9	8,2	26,8	6,3	10,2	7,7	15,0	8,6	12,9	9,2	7,6	6,5	10,7	8,0	7,4
Myanmar	...	30,9	11,5	2,2	8,2	2,8	2,8	5,7	5,9	8,4	7,6	5,1	7,5	9,3	5,9
Nepal	5,7	6,2	6,7	12,6	9,5	9,6	8,3	9,9	9,0	7,1	6,3	5,7	8,1	6,5	6,2
Palau	...	3,0	10,0	4,7	1,1	2,6	5,4	2,8	4,0	1,8	2,0	2,0	1,8	2,0	2,0
Papua Nueva Guinea	8,9	0,9	10,8	6,9	5,1	4,4	4,5	5,0	5,3	4,8	5,0	5,0	6,3	4,8	5,0
República Democrática Popular Lao	27,3	4,5	7,6	0,0	6,0	7,6	4,3	6,4	4,1	4,0	5,0	5,5	2,4	4,6	5,4
Samoa	4,5	4,7	6,3	14,6	-0,2	2,9	6,2	-0,2	-1,2	3,0	2,2	3,0	0,2	2,3	2,1
Sri Lanka	9,2	15,8	22,4	3,5	6,2	6,7	7,5	6,9	3,3	1,7	3,4	5,0	2,1	3,2	3,6
Tailandia	3,1	2,2	5,5	-0,9	3,3	3,8	3,0	2,2	1,9	0,3	2,4	2,2	0,6	2,1	1,8
Timor-Leste	...	8,6	7,4	-0,2	5,2	13,2	10,9	9,5	2,5	1,8	3,3	4,0	1,0	2,7	3,8
Tonga	7,0	7,4	7,5	3,5	3,9	4,6	2,0	1,5	1,3	0,8	1,5	3,3	1,0	1,2	1,9
Tuvalu	...	2,3	10,4	-0,3	-1,9	0,5	1,4	2,0	3,3	3,1	3,0	2,6	3,3	3,1	3,0
Vanuatu	2,4	3,8	4,2	5,2	2,7	0,7	1,4	1,3	1,0	2,0	2,2	3,0	1,1	2,2	2,5
Vietnam	4,4	8,3	23,1	6,7	9,2	18,7	9,1	6,6	4,1	2,5	3,2	3,8	1,9	3,1	3,4
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Europa</b>	<b>24,2</b>	<b>6,0</b>	<b>8,0</b>	<b>4,8</b>	<b>5,6</b>	<b>5,4</b>	<b>6,0</b>	<b>4,3</b>	<b>3,8</b>	<b>2,7</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>
Albania	6,8	2,9	3,4	2,3	3,6	3,4	2,0	1,9	1,6	1,8	2,5	3,0	0,7	2,1	2,8
Bosnia y Herzegovina	...	1,5	7,4	-0,4	2,1	3,7	2,0	-0,1	-0,9	0,6	1,1	2,0	-0,5	1,2	1,7
Bulgaria	36,2	7,6	12,0	2,5	3,0	3,4	2,4	0,4	-1,6	-1,0	0,6	2,1	-2,0	0,3	0,9
Croacia	3,5	2,9	6,1	2,4	1,0	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,9	0,9	2,2	0,2	-0,6	1,2
Hungría	8,5	7,9	6,1	4,2	4,9	4,0	5,7	1,7	-0,3	0,0	2,3	3,0	-0,9	1,7	2,4
Kosovo	...	4,4	9,4	-2,4	3,5	7,3	2,5	1,8	0,4	0,3	1,4	1,8	-0,4	1,5	1,5
Macedonia, ex República Yugoslava de	2,0	2,8	7,2	-0,6	1,7	3,9	3,3	2,8	-0,1	0,1	1,3	2,0	-0,5	0,8	1,8
Montenegro	...	3,4	9,0	3,6	0,7	3,1	3,6	2,2	-0,7	0,5	1,0	1,5	-0,3	0,9	1,2
Polonia	5,8	2,5	4,2	3,4	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,8	1,2	2,5	-1,0	0,4	1,5
Rumania	35,7	4,8	7,8	5,6	6,1	5,8	3,3	4,0	1,1	1,0	2,4	2,5	0,8	2,2	2,2
Serbia	26,7	6,0	12,4	8,1	6,1	11,1	7,3	7,7	2,1	2,7	4,0	4,0	1,8	4,2	4,0
Turquía	41,3	8,8	10,4	6,3	8,6	6,5	8,9	7,5	8,9	6,6	6,5	6,0	8,2	7,0	6,0

**Cuadro A7. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor<sup>1</sup> (continuación)**  
 (Variación porcentual anual)

	Promedio										Proyecciones			Fin del período <sup>2</sup>		
	1997–2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2020	2014	2015	2016	
<b>Oriente Medio, Norte de África,</b>																
<b>Afganistán y Pakistán</b>	<b>5,5</b>	<b>10,2</b>	<b>11,7</b>	<b>7,1</b>	<b>6,5</b>	<b>9,2</b>	<b>9,8</b>	<b>9,1</b>	<b>6,7</b>	<b>6,1</b>	<b>6,2</b>	<b>5,6</b>	<b>6,4</b>	<b>6,0</b>	<b>6,3</b>	
Afganistán	...	8,7	26,4	-6,8	2,2	11,8	6,4	7,4	4,6	3,7	5,5	5,0	1,4	5,0	5,0	
Arabia Saudita	-0,2	5,0	6,1	4,1	3,8	3,7	2,9	3,5	2,7	2,0	2,5	2,9	2,4	2,0	2,5	
Argelia	3,1	3,7	4,9	5,7	3,9	4,5	8,9	3,3	2,9	4,0	4,0	4,0	5,3	4,0	4,0	
Bahrein	0,9	3,3	3,5	2,8	2,0	-0,4	2,8	3,3	2,5	2,1	1,5	1,7	2,5	1,5	1,5	
Djibouti	2,0	5,0	12,0	1,7	4,0	5,1	3,7	2,4	2,9	3,0	3,5	3,0	2,8	3,0	3,0	
Egipto	4,4	11,0	11,7	16,2	11,7	11,1	8,6	6,9	10,1	10,3	10,5	6,3	8,2	11,0	10,7	
Emiratos Árabes Unidos	3,8	11,1	12,3	1,6	0,9	0,9	0,7	1,1	2,3	2,1	2,3	3,0	2,2	2,2	2,3	
Irán	14,8	18,4	25,3	10,8	12,4	21,5	30,5	34,7	15,5	16,5	17,0	17,0	16,0	17,0	17,0	
Iraq	...	30,8	2,7	-2,2	2,4	5,6	6,1	1,9	2,2	3,0	3,0	3,0	1,6	3,0	3,0	
Jordania	2,6	4,7	14,0	-0,7	4,8	4,2	4,5	4,8	2,9	1,2	2,5	2,0	1,7	2,3	2,5	
Kuwait	1,8	5,5	6,3	4,6	4,5	4,9	3,2	2,7	2,9	3,3	3,6	4,0	2,9	3,3	3,6	
Líbano	2,1	4,1	10,8	1,2	4,0	5,0	6,6	4,8	1,9	1,1	2,8	2,9	-0,7	3,0	2,5	
Libia	-1,0	6,2	10,4	2,4	2,5	15,9	6,1	2,6	2,8	2,2	4,4	2,5	3,7	0,9	7,4	
Mauritania	6,2	7,3	7,5	2,1	6,3	5,7	4,9	4,1	3,5	4,5	4,6	5,1	4,0	3,7	4,2	
Marruecos	1,7	2,0	3,9	1,0	1,0	0,9	1,3	1,9	0,4	1,5	2,0	2,0	1,6	1,5	2,0	
Omán	0,4	5,9	12,6	3,5	3,3	4,0	2,9	1,2	1,0	1,0	2,6	2,7	1,0	1,0	2,6	
Pakistán	6,0	7,8	10,8	17,6	10,1	13,7	11,0	7,4	8,6	4,7	4,5	5,0	8,2	4,0	5,0	
Qatar	4,0	13,6	15,2	-4,9	-2,4	1,9	1,9	3,1	3,0	1,8	2,7	2,3	2,9	1,8	2,7	
Siria <sup>8</sup>	2,3	4,7	15,2	2,8	4,4	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Sudán <sup>9</sup>	12,8	8,0	14,3	11,3	13,0	18,1	35,5	36,5	36,9	19,0	10,5	5,2	25,7	12,4	8,6	
Túnez	2,5	3,0	4,3	3,7	3,3	3,5	5,1	5,8	4,9	5,0	4,1	4,0	4,8	4,4	4,0	
Yemen	10,3	7,9	19,0	3,7	11,2	19,5	9,9	11,0	8,2	8,1	7,5	6,0	10,0	8,0	7,0	

<sup>1</sup>Las variaciones de los precios al consumidor se indican como promedios anuales.

<sup>2</sup>Variaciones mensuales de diciembre a diciembre. Varios países declaran variaciones en base trimestral.

<sup>3</sup>El dólar de Zimbabue dejó de circular a comienzos de 2009. Los datos se basan en las estimaciones de la evolución de los precios y el tipo de cambio del dólar de EE.UU. preparadas por el personal técnico del FMI. Las estimaciones del dólar de EE.UU. del personal técnico del FMI pueden diferir de las estimaciones preparadas por las autoridades.

<sup>4</sup>A partir de diciembre de 2013, los datos de precios al consumidor reflejan el nuevo Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU), que difiere sustancialmente del anterior IPC (el IPC del Gran Buenos Aires, IPC-GBA). Dadas las diferencias en cobertura geográfica, ponderaciones, muestreo y metodología, los datos del IPCNU no pueden compararse directamente con los datos del anterior IPC-GBA. Debido a este corte estructural en los datos, en la edición de 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.

<sup>5</sup>Para muchos países se ha utilizado el índice de precios al por menor para medir la inflación en los primeros años. En los últimos años, se han utilizado en general los índices de precios al consumidor, cuya cobertura es más amplia y actualizada.

<sup>6</sup>Georgia, Turkmenistán y Ucrania, que no son países miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

<sup>7</sup>A partir de 2014 los datos excluyen Crimea y Sevastopol.

<sup>8</sup>No se incluyen los datos de Siria correspondientes a 2011 y años posteriores debido a la incertidumbre de la situación política.

<sup>9</sup>Los datos correspondientes a 2011 excluyen a Sudán del Sur a partir del 9 de julio. Los datos de 2012 en adelante se refieren al Estado actual de Sudán.

**Cuadro A8. Principales economías avanzadas: Saldos fiscales y deuda del gobierno general<sup>1</sup>**

(Porcentaje del PIB salvo indicación en contrario)

	Promedio							Proyecciones		
	1997–2006	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2020
<b>Principales economías avanzadas</b>										
Préstamo/endeudamiento neto	-3,6	-10,2	-8,9	-7,6	-6,8	-5,0	-4,6	-3,8	-3,3	-2,6
Brecha del producto <sup>2</sup>	0,8	-4,7	-2,9	-2,5	-2,3	-2,2	-1,9	-1,2	-0,5	-0,1
Saldo estructural <sup>2</sup>	-4,0	-6,5	-7,5	-6,5	-5,4	-4,2	-3,7	-3,3	-2,9	-2,6
<b>Estados Unidos</b>										
Préstamo/endeudamiento neto <sup>3</sup>	-3,4	-13,5	-11,3	-9,9	-8,6	-5,8	-5,3	-4,2	-3,9	-3,9
Brecha del producto <sup>2</sup>	1,6	-5,1	-3,9	-3,6	-2,9	-2,5	-2,0	-1,0	-0,1	0,0
Saldo estructural <sup>2</sup>	-3,9	-7,9	-9,7	-8,3	-6,8	-5,2	-4,4	-3,8	-3,8	-3,9
Deuda neta	41,3	62,1	69,5	76,1	79,2	79,5	79,7	80,4	80,7	82,1
Deuda bruta	60,2	86,0	94,8	99,1	102,4	103,4	104,8	105,1	104,9	104,3
<b>Zona del euro<sup>4</sup></b>										
Préstamo/endeudamiento neto	-2,1	-6,2	-6,1	-4,1	-3,6	-2,9	-2,7	-2,3	-1,7	-0,3
Brecha del producto <sup>2</sup>	0,0	-2,9	-1,5	-0,6	-1,9	-2,9	-2,8	-2,3	-1,7	-0,2
Saldo estructural <sup>2</sup>	-2,3	-4,5	-4,5	-3,6	-2,1	-1,0	-0,9	-0,8	-0,6	0,0
Deuda neta	48,9	52,8	56,4	58,5	66,7	69,0	69,8	69,8	69,2	63,0
Deuda bruta	68,7	78,4	83,9	86,5	91,1	93,4	94,0	93,5	92,4	84,2
<b>Alemania</b>										
Préstamo/endeudamiento neto	-2,5	-3,0	-4,0	-0,8	0,1	0,1	0,6	0,3	0,4	0,6
Brecha del producto <sup>2</sup>	-0,4	-3,9	-1,0	1,2	0,5	-0,6	-0,3	0,0	0,4	0,5
Saldo estructural <sup>2</sup>	-2,2	-0,7	-2,2	-1,1	0,0	0,5	0,7	0,3	0,2	0,3
Deuda neta	44,8	55,0	56,8	55,0	54,3	52,7	49,7	46,9	44,7	37,1
Deuda bruta	61,3	72,4	80,3	77,6	79,0	76,9	73,1	69,5	66,6	56,9
<b>Francia</b>										
Préstamo/endeudamiento neto	-2,6	-7,2	-6,8	-5,1	-4,9	-4,1	-4,2	-3,9	-3,5	-0,4
Brecha del producto <sup>2</sup>	1,1	-3,1	-2,1	-0,9	-1,5	-2,2	-2,8	-2,8	-2,5	-0,5
Saldo estructural <sup>2</sup>	-3,4	-5,3	-5,5	-4,5	-3,7	-2,6	-2,3	-2,0	-1,7	0,0
Deuda neta	53,1	70,1	73,7	76,4	81,5	84,7	87,4	89,3	90,4	84,4
Deuda bruta	61,9	78,8	81,5	85,0	89,2	92,4	95,1	97,0	98,1	92,1
<b>Italia</b>										
Préstamo/endeudamiento neto	-3,0	-5,3	-4,2	-3,5	-3,0	-2,9	-3,0	-2,6	-1,7	0,3
Brecha del producto <sup>2</sup>	-0,7	-3,1	-1,3	-0,6	-2,9	-4,3	-4,6	-4,2	-3,5	-1,1
Saldo estructural <sup>2,5</sup>	-3,4	-4,2	-3,7	-3,8	-1,5	-0,3	-0,9	-0,3	0,2	0,9
Deuda neta	90,1	94,2	96,3	98,4	103,0	107,5	110,4	111,8	111,1	102,3
Deuda bruta	105,0	112,5	115,3	116,4	123,2	128,6	132,1	133,8	132,9	122,4
<b>Japón</b>										
Préstamo/endeudamiento neto	-6,0	-10,4	-9,3	-9,8	-8,8	-8,5	-7,7	-6,2	-5,0	-4,4
Brecha del producto <sup>2</sup>	-1,0	-7,1	-3,1	-3,8	-2,5	-1,2	-1,7	-1,0	-0,2	0,0
Saldo estructural <sup>2</sup>	-5,7	-7,4	-7,8	-8,3	-7,8	-8,2	-7,2	-6,0	-4,9	-4,4
Deuda neta	65,3	106,2	113,1	127,3	129,1	122,9	127,3	129,6	131,9	138,7
Deuda bruta <sup>6</sup>	155,0	210,2	216,0	229,8	236,8	242,6	246,4	246,1	247,0	251,6
<b>Reino Unido</b>										
Préstamo/endeudamiento neto	-1,5	-10,8	-9,7	-7,6	-7,8	-5,7	-5,7	-4,8	-3,1	-0,3
Brecha del producto <sup>2</sup>	1,5	-2,2	-1,9	-2,5	-3,0	-2,8	-1,8	-0,9	-0,5	0,0
Saldo estructural <sup>2</sup>	-2,6	-9,9	-8,1	-5,8	-5,6	-3,6	-4,2	-4,0	-2,6	-0,5
Deuda neta	36,2	58,8	69,1	73,4	77,1	78,7	81,0	82,6	83,1	74,7
Deuda bruta	40,6	65,8	76,4	81,8	85,8	87,3	89,5	91,1	91,7	83,2
<b>Canadá</b>										
Préstamo/endeudamiento neto	1,1	-4,5	-4,9	-3,7	-3,1	-2,8	-1,8	-1,7	-1,3	-0,2
Brecha del producto <sup>2</sup>	1,0	-3,6	-2,2	-1,2	-1,3	-1,2	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1
Saldo estructural <sup>2</sup>	0,6	-2,4	-3,7	-3,0	-2,4	-2,2	-1,7	-1,5	-1,2	-0,2
Deuda neta	46,0	29,9	32,9	34,6	36,4	37,1	37,3	38,3	37,9	34,3
Deuda bruta	81,3	83,0	84,6	85,3	87,9	87,7	86,5	87,0	85,0	78,7

Nota: La metodología y los supuestos específicos para cada país se analizan en el recuadro A1. Los datos fiscales compuestos de los grupos de países se calculan como la suma de los valores individuales de los respectivos países en dólares de EE.UU.

<sup>1</sup>Los datos de la deuda se refieren al final del año. No siempre es posible comparar los datos de la deuda de los distintos países. Los niveles de deuda bruta y neta declarados por las oficinas nacionales de estadística de los países que han adoptado el *Sistema de Cuentas Nacionales 2008 (SCN 2008)* (Australia, Canadá, Estados Unidos, RAE de Hong Kong) se han ajustado para excluir los pasivos jubilatorios no financiados de los planes de pensiones de prestaciones definidas de los empleados públicos. Los datos fiscales correspondientes a los agregados de las principales economías avanzadas y Estados Unidos comienzan en 2001; por lo tanto, el promedio para esos agregados y Estados Unidos se calcula para el período 2001–07.

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

<sup>3</sup>Se han ajustado los datos declarados por la oficina nacional de estadística a fin de excluir las partidas relacionadas con la contabilidad en base devengado de las prestaciones definidas.

<sup>4</sup>Excluido Lituania.

<sup>5</sup>Excluye las medidas excepcionales basadas en los datos de las autoridades de, cuando no se dispone de datos, los ingresos provenientes de la venta de activos.

<sup>6</sup>Incluye las participaciones de capital, preparados en forma no consolidada.

**Cuadro A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial**

(Variación porcentual anual)

	Promedios										Proyecciones	
	1997-2006	2007-16	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Comercio de bienes y servicios</b>												
<b>Comercio mundial<sup>1</sup></b>												
Volumen	6,8	3,7	8,3	3,0	-10,6	12,6	6,8	2,8	3,5	3,4	3,7	4,7
Deflactor de precios												
En dólares de EE.UU.	1,5	1,0	7,6	11,4	-10,2	5,7	11,0	-1,6	-0,7	-1,6	-10,2	1,3
En DEG	1,4	1,4	3,4	7,9	-8,0	6,8	7,3	1,5	0,1	-1,6	-3,3	1,0
<b>Volumen del comercio</b>												
<b>Exportaciones</b>												
Economías avanzadas	6,1	3,0	7,5	2,2	-11,8	12,3	6,3	2,0	3,1	3,3	3,2	4,1
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	8,3	5,0	9,7	4,4	-7,7	13,6	7,4	4,4	4,6	3,4	5,3	5,7
<b>Importaciones</b>												
Economías avanzadas	6,6	2,3	5,7	0,5	-12,2	11,7	5,5	0,9	2,1	3,3	3,3	4,3
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	8,1	6,3	15,6	9,1	-7,9	14,1	9,8	6,0	5,5	3,7	3,5	5,5
<b>Términos de intercambio</b>												
Economías avanzadas	-0,2	-0,1	0,1	-2,3	2,8	-0,9	-1,7	-0,6	0,7	0,3	1,0	-0,4
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	1,6	0,2	1,9	3,7	-5,3	2,0	3,6	0,7	-0,3	-0,6	-3,7	0,1
<b>Comercio de bienes</b>												
<b>Comercio mundial<sup>1</sup></b>												
Volumen	7,0	3,4	7,7	2,5	-12,0	14,3	6,9	2,5	3,1	3,0	3,5	4,7
Deflactor de precios												
En dólares de EE.UU.	1,4	1,0	7,8	12,4	-11,3	6,5	12,5	-1,6	-1,1	-2,1	-11,0	1,4
En DEG	1,2	1,4	3,7	8,8	-9,1	7,6	8,7	1,4	-0,3	-2,1	-4,2	1,2
<b>Precios del comercio mundial en dólares de EE.UU.<sup>2</sup></b>												
Manufacturas	0,3	0,9	5,4	6,3	-6,4	2,6	6,1	0,6	-1,4	-0,8	-3,3	0,5
Petróleo	12,2	0,2	10,7	36,4	-36,3	27,9	31,6	1,0	-0,9	-7,5	-39,6	12,9
Productos primarios no combustibles	2,2	1,1	13,9	7,9	-15,8	26,5	17,9	-10,0	-1,2	-4,0	-14,1	-1,0
Alimentos	-0,1	2,4	14,8	24,5	-14,8	11,9	19,9	-2,4	1,1	-4,2	-15,8	-2,6
Bebidas	0,2	4,0	13,8	23,3	1,6	14,1	16,6	-18,6	-11,9	20,7	-9,7	-0,5
Materias primas agrícolas	-0,6	1,9	5,0	-0,7	-17,1	33,2	22,7	-12,7	1,6	1,9	-6,8	1,7
Metales	8,9	-1,4	17,4	-7,8	-19,2	48,2	13,5	-16,8	-4,3	-10,3	-16,6	-0,4
<b>Precios del comercio mundial en DEG<sup>2</sup></b>												
Manufacturas	0,1	1,3	1,3	3,0	-4,0	3,7	2,5	3,7	-0,7	-0,8	4,2	0,3
Petróleo	12,0	0,6	6,4	32,1	-34,8	29,3	27,2	4,1	-0,1	-7,5	-35,0	12,7
Productos primarios no combustibles	2,1	1,5	9,5	4,5	-13,7	27,9	13,9	-7,3	-0,4	-4,0	-7,5	-1,2
Alimentos	-0,2	2,8	10,3	20,5	-12,7	13,1	15,8	0,6	1,9	-4,2	-9,4	-2,8
Bebidas	0,1	4,4	9,4	19,4	4,1	15,4	12,7	-16,1	-11,2	20,8	-2,8	-0,7
Materias primas agrícolas	-0,8	2,3	0,9	-3,8	-15,1	34,6	18,6	-10,0	2,4	1,9	0,4	1,5
Metales	8,8	-1,0	12,8	-10,7	-17,2	49,8	9,7	-14,3	-3,5	-10,3	-10,2	-0,6
<b>Precios del comercio mundial en euros<sup>2</sup></b>												
Manufacturas	0,4	1,9	-3,4	-1,0	-1,1	7,7	1,1	8,9	-4,6	-0,9	13,6	0,4
Petróleo	12,3	1,2	1,4	27,1	-32,7	34,3	25,5	9,3	-4,1	-7,6	-29,1	12,8
Productos primarios no combustibles	2,3	2,2	4,3	0,5	-11,0	32,8	12,4	-2,6	-4,3	-4,1	0,8	-1,1
Alimentos	0,0	3,4	5,1	15,9	-9,9	17,4	14,3	5,6	-2,1	-4,3	-1,2	-2,7
Bebidas	0,3	5,0	4,2	14,8	7,3	19,8	11,2	-11,9	-14,7	20,7	6,0	-0,6
Materias primas agrícolas	-0,5	3,0	-3,8	-7,5	-12,5	39,8	17,0	-5,5	-1,6	1,8	9,4	1,6
Metales	9,1	-0,3	7,5	-14,1	-14,6	55,5	8,3	-10,0	-7,3	-10,3	-2,1	-0,5

**Cuadro A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial (continuación)***(Variación porcentual anual)*

	Promedios										Proyecciones	
	1997–2006	2007–16	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Comercio de bienes</b>												
<b>Volumen del comercio</b>												
Exportaciones												
Economías avanzadas	6,1	2,7	6,6	1,4	-13,7	14,8	6,2	1,4	2,6	2,9	3,1	4,0
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	8,6	4,9	9,2	3,9	-8,2	14,4	7,5	4,9	4,5	3,5	4,9	5,7
Exportadoras de combustibles	5,1	2,3	4,6	3,5	-7,4	4,5	5,5	5,4	1,4	0,2	2,9	3,4
Exportadoras de otros productos	10,0	5,9	11,3	4,1	-8,6	18,5	8,4	4,6	5,9	5,0	5,7	6,4
Importaciones												
Economías avanzadas	6,8	2,0	5,1	0,1	-13,7	13,5	5,4	0,1	1,7	2,5	3,0	4,2
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	8,4	6,2	15,3	9,0	-9,3	14,9	10,4	6,0	4,9	3,6	3,7	5,4
Exportadoras de combustibles	8,6	5,5	23,4	14,3	-12,0	7,2	8,9	10,5	5,7	2,0	-5,7	5,1
Exportadoras de otros productos	8,4	6,3	13,4	7,6	-8,6	16,9	10,8	4,9	4,8	4,0	5,9	5,4
<b>Deflactor de precios en DEG</b>												
Exportaciones												
Economías avanzadas	0,5	0,9	3,1	5,9	-6,4	4,2	6,2	0,4	0,5	-1,4	-3,1	0,6
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,0	2,4	6,0	14,9	-13,4	13,7	12,8	2,6	-0,9	-3,1	-6,8	2,0
Exportadoras de combustibles	8,6	1,7	7,6	25,2	-25,5	23,3	23,6	3,4	-1,8	-6,2	-23,6	6,4
Exportadoras de otros productos	2,1	2,5	5,2	10,1	-7,2	9,6	8,3	2,2	-0,5	-1,7	0,0	0,6
Importaciones												
Economías avanzadas	0,7	1,1	3,0	8,2	-9,7	5,9	8,7	1,3	-0,3	-1,4	-4,1	1,0
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	2,2	2,0	4,1	9,8	-8,4	11,2	8,6	2,1	-0,8	-3,2	-2,9	1,5
Exportadoras de combustibles	1,6	2,1	4,0	8,2	-5,9	8,4	7,4	2,0	-1,0	-2,2	1,0	0,4
Exportadoras de otros productos	2,4	2,0	4,1	10,2	-9,1	11,9	8,9	2,1	-0,8	-3,5	-3,9	1,7
<b>Términos de intercambio</b>												
Economías avanzadas	-0,2	-0,2	0,1	-2,1	3,6	-1,6	-2,3	-0,9	0,8	0,1	1,0	-0,4
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	1,7	0,4	1,8	4,6	-5,5	2,2	3,8	0,5	-0,1	0,2	-4,0	0,5
<b>Por regiones</b>												
África subsahariana	...	0,0	4,8	9,1	-12,7	13,1	10,5	-1,5	-2,6	-4,2	-14,1	2,1
América Latina y el Caribe	2,5	0,4	3,1	4,8	-4,8	8,6	5,6	-1,0	-1,8	-2,4	-6,5	-0,7
Comunidad de Estados Independientes <sup>3</sup>	5,4	0,1	1,9	16,3	-17,9	13,2	11,5	0,7	-0,9	-2,7	-19,5	4,8
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	-1,5	0,5	0,4	-1,2	3,1	-6,1	-2,3	1,2	1,1	3,8	6,6	-1,0
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	-0,4	0,2	2,6	-0,6	3,0	-3,6	-2,1	-1,0	1,6	1,1	2,3	-1,5
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	6,1	-0,5	2,8	12,2	-17,9	9,8	14,2	0,2	-0,6	-3,7	-20,7	5,3
Oriente Medio y Norte de África	6,4	-0,5	2,8	12,9	-18,3	9,7	14,5	0,8	-0,7	-3,7	-21,2	5,1
Por criterios analíticos												
Por fuentes de ingresos de exportación												
Exportadores de combustibles	6,9	-0,4	3,5	15,7	-20,8	13,7	15,1	1,4	-0,8	-4,1	-24,3	6,0
Exportadores de otros productos	-0,2	0,5	1,1	-0,1	2,1	-2,1	-0,6	0,0	0,2	1,9	4,0	-1,1
<i>Partida informativa</i>												
<b>Exportaciones mundiales en miles de millones de dólares de EE.UU.</b>												
Bienes y servicios	9.151	20.724	17.103	19.587	15.711	18.700	22.162	22.436	23.117	23.476	21.818	23.129
Bienes	7.318	16.612	13.707	15.789	12.327	15.009	18.012	18.192	18.632	18.817	17.285	18.352
Precio medio del petróleo <sup>4</sup>	12,2	0,2	10,7	36,4	-36,3	27,9	31,6	1,0	-0,9	-7,5	-39,6	12,9
En dólares de EE.UU. el barril	31,21	84,21	71,13	97,04	61,78	79,03	104,01	105,01	104,07	96,25	58,14	65,65
Valor unitario de la exportación de manufacturas <sup>5</sup>	0,3	0,9	5,4	6,3	-6,4	2,6	6,1	0,6	-1,4	-0,8	-3,3	0,5

<sup>1</sup>Promedio de la variación porcentual anual de las exportaciones e importaciones mundiales.<sup>2</sup>Representados, respectivamente, por el índice de valor unitario de exportación, en el caso de las manufacturas de las economías avanzadas y que representa el 83% de las ponderaciones comerciales de las economías avanzadas (exportaciones de bienes); por el precio promedio de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate, y por los precios promedios del mercado mundial de los productos primarios no combustibles ponderados por su participación en la exportación mundial de materias primas 2002–04.<sup>3</sup>Georgia, Turkmenistán y Ucrania, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.<sup>4</sup>Variación porcentual del promedio de los precios de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai Fateh y West Texas Intermediate.<sup>5</sup>Variación porcentual de las manufacturas exportadas por las economías avanzadas.

**Cuadro A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente**

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Proyecciones		
									2015	2016	2020
<b>Economías avanzadas</b>	<b>-354,7</b>	<b>-574,6</b>	<b>-85,7</b>	<b>-6,0</b>	<b>-63,5</b>	<b>-28,4</b>	<b>157,6</b>	<b>169,9</b>	<b>260,1</b>	<b>177,6</b>	<b>76,1</b>
Estados Unidos	-718,6	-686,6	-380,8	-443,9	-459,3	-460,8	-400,3	-410,6	-410,2	-454,6	-592,3
Zona del euro <sup>1</sup>	5,1	-233,2	-30,3	-3,7	-9,6	194,2	284,3	313,0	388,3	371,1	347,3
Alemania	237,3	217,5	199,4	194,6	228,1	252,3	251,3	287,5	286,8	276,9	276,5
Francia	-25,9	-27,6	-22,5	-22,2	-29,6	-41,4	-40,2	-29,9	-2,7	-7,7	-7,7
Italia	-31,3	-68,1	-42,3	-73,9	-70,1	-8,9	20,5	38,9	48,4	47,0	12,4
España	-142,9	-152,0	-64,3	-56,2	-47,4	-3,8	20,0	1,6	3,3	4,8	16,6
Japón	212,1	142,6	145,3	217,6	126,5	58,7	33,6	24,3	81,6	85,2	114,2
Reino Unido	-81,3	-104,6	-64,8	-62,7	-43,4	-98,2	-119,9	-162,2	-135,6	-136,9	-122,8
Canadá	11,4	1,8	-40,0	-56,7	-47,7	-60,0	-54,6	-39,4	-42,0	-39,1	-36,4
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	181,4	155,8	199,5	267,9	248,3	261,9	338,4	330,9	313,8	285,9	288,2
<b>Economías de mercados emergentes y en desarrollo</b>	<b>623,1</b>	<b>684,0</b>	<b>247,1</b>	<b>315,7</b>	<b>413,1</b>	<b>383,3</b>	<b>217,0</b>	<b>197,0</b>	<b>40,1</b>	<b>125,4</b>	<b>141,9</b>
<b>Por regiones</b>											
África subsahariana	14,1	1,5	-27,9	-7,7	-9,7	-28,7	-39,7	-55,2	-71,1	-67,9	-91,2
Sudáfrica	-16,1	-15,9	-8,1	-5,6	-9,0	-19,7	-21,1	-19,1	-14,8	-15,7	-17,1
América Latina y el Caribe	5,8	-39,3	-30,4	-65,3	-82,1	-107,4	-163,7	-164,8	-167,3	-162,8	-180,5
Brasil	1,6	-28,2	-24,3	-47,3	-52,5	-54,2	-81,2	-91,3	-69,7	-66,3	-76,0
México	-14,7	-20,2	-8,3	-4,9	-13,3	-15,9	-29,7	-26,5	-26,6	-28,1	-38,1
Comunidad de Estados Independientes <sup>3</sup>	65,3	108,2	42,8	69,1	107,9	67,0	16,3	54,7	43,6	72,8	89,7
Rusia	71,3	103,9	50,4	67,5	97,3	71,3	34,1	57,4	63,3	86,1	89,0
Excluido Rusia	-6,0	4,3	-7,6	1,7	10,6	-4,2	-17,8	-2,7	-19,7	-13,2	0,7
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	395,8	425,7	274,6	234,7	99,2	122,2	142,5	195,3	338,1	340,9	370,0
China	353,2	420,6	243,3	237,8	136,1	215,4	182,8	209,8	356,3	380,2	484,1
India	-15,7	-27,9	-38,2	-48,1	-78,2	-88,2	-32,4	-29,5	-29,4	-39,8	-89,6
ASEAN-5 <sup>4</sup>	53,3	31,1	65,8	45,3	49,9	8,0	2,0	25,8	23,7	14,6	-6,6
Economías emergentes y en desarrollo de Europa Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	-124,7	-148,2	-53,5	-86,8	-119,5	-81,2	-72,5	-54,4	-42,4	-55,3	-90,6
<b>Por criterios analíticos</b>											
<b>Por fuentes de ingresos de exportación</b>											
Combustibles	420,3	581,8	135,7	311,2	624,9	591,8	450,9	332,0	-9,5	98,0	183,8
Otros productos	202,8	102,2	111,3	4,5	-211,8	-208,5	-234,0	-135,0	49,6	27,4	-41,9
Productos primarios	-2,4	-21,2	-4,9	-10,3	-24,3	-57,1	-64,2	-47,9	-45,3	-51,6	-62,5
<b>Por fuentes de financiamiento externo</b>											
Economías deudoras netas	-172,9	-323,7	-152,4	-243,2	-345,9	-434,6	-428,2	-362,4	-335,0	-374,5	-542,1
<b>Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda</b>											
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2009-13	-1,0	-2,8	-13,2	-13,1	-12,3	-25,7	-25,8	-19,3	-28,9	-33,7	-50,8
<i>Partida informativa</i>											
<b>Mundo</b>	<b>268,4</b>	<b>109,5</b>	<b>161,4</b>	<b>309,7</b>	<b>349,6</b>	<b>354,9</b>	<b>374,5</b>	<b>366,9</b>	<b>300,2</b>	<b>303,0</b>	<b>217,9</b>
Unión Europea	-82,3	-234,0	-11,1	14,3	85,7	198,4	305,2	321,5	365,0	341,0	321,3
Países en desarrollo de bajo ingreso	5,7	-10,5	-24,5	-17,6	-27,1	-39,4	-43,9	-47,4	-56,6	-56,5	-94,4
Orient Medio y Norte de África	270,6	349,7	49,1	174,3	415,9	414,8	335,0	223,4	-58,0	1,5	54,3

**Cuadro A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente (continuación)**  
(Porcentaje del PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Proyecciones		
									2015	2016	2020
<b>Economías avanzadas</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>
Estados Unidos	-5,0	-4,7	-2,6	-3,0	-3,0	-2,9	-2,4	-2,4	-2,3	-2,4	-2,6
Zona del euro <sup>1</sup>	0,0	-1,7	-0,2	0,0	-0,1	1,5	2,2	2,3	3,3	3,1	2,5
Alemania	6,9	5,8	5,8	5,7	6,1	7,1	6,7	7,5	8,4	7,9	6,7
Francia	-1,0	-0,9	-0,8	-0,8	-1,0	-1,5	-1,4	-1,1	-0,1	-0,3	-0,3
Italia	-1,4	-2,8	-1,9	-3,5	-3,1	-0,4	1,0	1,8	2,6	2,5	0,6
España	-9,6	-9,3	-4,3	-3,9	-3,2	-0,3	1,4	0,1	0,3	0,4	1,1
Japón	4,9	2,9	2,9	4,0	2,1	1,0	0,7	0,5	1,9	2,0	2,3
Reino Unido	-2,7	-3,7	-2,8	-2,6	-1,7	-3,7	-4,5	-5,5	-4,8	-4,6	-3,3
Canadá	0,8	0,1	-2,9	-3,5	-2,7	-3,3	-3,0	-2,2	-2,6	-2,3	-1,8
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	3,5	2,9	4,0	4,7	3,8	4,0	5,0	4,8	4,9	4,3	3,5
<b>Economías de mercados emergentes y en desarrollo</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>
<b>Por regiones</b>											
África subsahariana	1,5	0,1	-2,7	-0,6	-0,7	-1,9	-2,5	-3,3	-4,6	-4,1	-4,2
Sudáfrica	-5,4	-5,5	-2,7	-1,5	-2,2	-5,0	-5,8	-5,4	-4,6	-4,7	-4,2
América Latina y el Caribe	0,2	-0,9	-0,7	-1,3	-1,4	-1,8	-2,8	-2,8	-3,2	-3,0	-2,7
Brasil	0,1	-1,7	-1,5	-2,1	-2,0	-2,2	-3,4	-3,9	-3,7	-3,4	-3,2
México	-1,4	-1,8	-0,9	-0,5	-1,1	-1,3	-2,4	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3
Comunidad de Estados Independientes <sup>3</sup>	3,8	5,0	2,6	3,4	4,3	2,5	0,6	2,2	2,5	3,7	3,1
Rusia	5,5	6,3	4,1	4,4	5,1	3,5	1,6	3,1	5,4	6,3	4,3
Excluido Rusia	-1,5	0,8	-1,8	0,3	1,8	-0,7	-2,5	-0,4	-3,5	-2,2	0,1
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	6,5	5,8	3,4	2,4	0,9	1,0	1,0	1,3	2,1	2,0	1,6
China	10,1	9,2	4,8	4,0	1,9	2,6	1,9	2,0	3,2	3,2	3,0
India	-1,3	-2,3	-2,8	-2,8	-4,2	-4,8	-1,7	-1,4	-1,3	-1,6	-2,5
ASEAN-5 <sup>4</sup>	4,7	2,3	5,0	2,8	2,6	0,4	0,1	1,3	1,1	0,6	-0,2
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	-7,9	-8,0	-3,4	-5,1	-6,5	-4,6	-3,8	-2,9	-2,4	-3,0	-3,8
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	12,6	12,8	1,8	6,2	13,0	12,3	9,8	6,4	-1,9	-0,1	1,0
<b>Por criterios analíticos</b>											
<b>Por fuentes de ingresos de exportación</b>											
Combustibles	10,7	11,7	3,3	6,3	10,4	9,3	7,0	5,3	-0,2	1,8	2,4
Otros productos	1,6	0,7	0,8	0,0	-1,0	-1,0	-1,0	-0,6	0,2	0,1	-0,1
Productos primarios	-0,2	-1,9	-0,4	-0,8	-1,5	-3,5	-3,8	-3,0	-2,8	-3,1	-3,1
<b>Por fuentes de financiamiento externo</b>											
Economías deudoras netas	-2,0	-3,2	-1,6	-2,1	-2,7	-3,3	-3,2	-2,6	-2,5	-2,6	-2,9
<b>Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda</b>											
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2009-13	-0,3	-0,8	-3,4	-3,0	-2,5	-4,9	-4,7	-3,3	-4,6	-5,0	-5,4
<i>Partida informativa</i>											
<b>Mundo</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>
Unión Europea	-0,5	-1,2	-0,1	0,1	0,5	1,1	1,7	1,7	2,2	2,0	1,6
Países en desarrollo de bajo ingreso	0,6	-0,9	-2,2	-1,3	-1,8	-2,4	-2,5	-2,5	-2,9	-2,7	-3,3
Oriente Medio y Norte de África	13,8	14,3	2,2	6,8	14,0	13,4	10,7	7,0	-2,0	0,0	1,3

**Cuadro A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente (continuación)**  
 (Porcentaje de la exportación de bienes y servicios)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Proyecciones		
									2015	2016	2020
<b>Economías avanzadas</b>	<b>-3,1</b>	<b>-4,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,2</b>	<b>0,4</b>
Estados Unidos	-43,5	-37,3	-24,1	-23,9	-21,6	-20,8	-17,6	-17,5	-17,6	-18,9	-20,7
Zona del euro <sup>1</sup>	0,2	-7,7	-1,2	-0,1	-0,3	6,1	8,4	9,0	...	...	...
Alemania	16,0	13,3	15,4	13,5	13,6	15,6	14,8	16,3	17,6	16,1	12,7
Francia	-3,7	-3,3	-3,4	-3,1	-3,6	-5,2	-4,8	-3,5	-0,3	-0,9	-0,7
Italia	-5,2	-10,5	-8,6	-13,8	-11,4	-1,5	3,3	6,2	8,7	8,1	1,8
España	-37,5	-36,5	-18,9	-15,3	-11,0	-0,9	4,6	0,4	0,8	1,1	2,9
Japón	26,4	16,0	21,7	25,1	13,6	6,4	4,1	2,8	10,2	10,2	11,8
Reino Unido	-10,7	-13,4	-10,3	-9,1	-5,4	-12,4	-14,9	-19,4	-17,1	-16,3	-11,3
Canadá	2,3	0,3	-10,3	-12,1	-8,7	-10,8	-9,8	-7,0	-8,6	-7,5	-5,4
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	6,4	4,8	7,5	8,2	6,4	6,7	8,4	8,2	8,4	7,3	6,0
<b>Economías de mercados emergentes y en desarrollo</b>	<b>11,3</b>	<b>10,1</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>0,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>
<b>Por regiones</b>											
África subsahariana	4,4	0,4	-9,4	-2,0	-2,0	-6,0	-8,3	-12,0	-18,2	-15,8	-16,5
Sudáfrica	-17,3	-15,5	-9,8	-5,2	-7,1	-16,7	-18,6	-17,4	-13,9	-14,3	-13,1
América Latina y el Caribe	0,7	-3,9	-3,9	-6,5	-6,7	-8,6	-13,1	-13,4	-15,0	-13,6	-11,3
Brasil	0,8	-12,4	-13,5	-20,4	-18,0	-19,4	-29,2	-34,7	-28,2	-25,2	-23,1
México	-5,1	-6,5	-3,4	-1,6	-3,6	-4,1	-7,4	-6,3	-6,4	-6,2	-5,8
Comunidad de Estados Independientes <sup>3</sup>	11,2	13,7	8,2	10,3	12,2	7,4	1,8	6,5	6,8	10,5	10,3
Rusia	18,3	19,9	14,7	15,3	17,0	12,1	5,8	10,2	15,0	18,8	15,8
Excluido Rusia	-3,1	1,6	-4,2	0,7	3,4	-1,3	-5,8	-1,0	-9,0	-5,6	0,2
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	18,1	16,6	12,4	8,2	2,9	3,3	3,7	4,8	8,2	7,7	6,2
China	28,1	28,2	19,3	14,4	6,8	9,8	7,7	8,5	14,1	14,0	13,4
India	-6,1	-9,5	-13,7	-12,6	-17,3	-19,5	-6,9	-6,1	-6,0	-7,4	-11,6
ASEAN-5 <sup>4</sup>	8,7	4,4	10,9	6,0	5,5	0,8	0,2	2,7	2,4	1,4	-0,5
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	-23,3	-22,7	-10,2	-14,8	-17,2	-11,7	-9,7	-6,9	-5,5	-6,8	-8,7
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	26,0	25,2	4,3	14,5	27,2	25,1	20,4	14,2	-4,9	-0,2	2,4
<b>Por criterios analíticos</b>											
<b>Por fuentes de ingresos de exportación</b>											
Combustibles	25,8	26,9	9,2	16,7	25,0	22,4	17,2	13,4	-0,5	4,8	6,9
Otros productos	5,2	2,2	2,9	0,1	-3,7	-3,5	-3,7	-2,1	0,8	0,4	-0,5
Productos primarios	-0,8	-6,0	-1,7	-2,7	-5,5	-13,6	-15,3	-11,8	-11,8	-12,8	-12,2
<b>Por fuentes de financiamiento externo</b>											
Economías deudoras netas	-6,4	-10,2	-5,8	-7,5	-9,0	-11,1	-10,7	-8,9	-8,5	-8,8	-9,6
<b>Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda</b>											
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2009-13	-1,0	-2,3	-12,9	-11,3	-9,5	-21,1	-19,6	-14,7	-23,9	-26,0	-26,9
<i>Partida informativa</i>											
<b>Mundo</b>	<b>1,6</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>0,7</b>
Unión Europea	-1,2	-3,2	-0,2	0,2	1,1	2,7	4,0	4,0	5,0	4,4	3,3
Países en desarrollo de bajo ingreso	2,0	-2,9	-8,2	-4,6	-5,6	-7,9	-8,3	-8,6	-10,6	-9,6	-11,8
Oriente Medio y Norte de África	26,9	26,7	5,2	15,1	27,7	25,8	20,9	14,7	-4,8	0,1	3,0

<sup>1</sup>Excluido Lituania.

<sup>2</sup>Excluye Estados Unidos, los países de la zona del euro y Japón, pero incluye Lituania.

<sup>3</sup>Georgia, Turkmenistán y Ucrania, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

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

**Cuadro A11. Economías avanzadas: Balanza de pagos en cuenta corriente**  
(Porcentaje del PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Proyecciones		
									2015	2016	2020
<b>Economías avanzadas</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>
Estados Unidos	-5,0	-4,7	-2,6	-3,0	-3,0	-2,9	-2,4	-2,4	-2,3	-2,4	-2,6
Zona del euro <sup>1</sup>	0,0	-1,7	-0,2	0,0	-0,1	1,5	2,2	2,3	3,3	3,1	2,5
Alemania	6,9	5,8	5,8	5,7	6,1	7,1	6,7	7,5	8,4	7,9	6,7
Francia	-1,0	-0,9	-0,8	-0,8	-1,0	-1,5	-1,4	-1,1	-0,1	-0,3	-0,3
Italia	-1,4	-2,8	-1,9	-3,5	-3,1	-0,4	1,0	1,8	2,6	2,5	0,6
España	-9,6	-9,3	-4,3	-3,9	-3,2	-0,3	1,4	0,1	0,3	0,4	1,1
Países Bajos	6,3	4,1	4,8	6,9	8,4	8,9	10,2	10,3	10,4	10,1	9,1
Bélgica	4,3	-1,0	-1,1	1,8	-1,1	-0,7	-0,2	1,6	2,3	2,4	2,2
Austria	3,4	4,7	2,6	3,4	1,5	2,3	1,0	1,8	1,9	1,8	1,7
Grecia	-14,0	-14,5	-10,9	-10,1	-9,9	-2,5	0,6	0,9	1,4	1,1	0,9
Portugal	-9,7	-12,1	-10,4	-10,1	-6,0	-2,1	1,4	0,6	1,4	1,0	0,1
Irlanda	-5,4	-5,7	-3,0	0,6	0,8	1,6	4,4	6,2	4,9	4,8	4,8
Finlandia	5,2	3,1	2,7	2,4	-0,6	-1,2	-0,9	-0,6	-0,3	-0,3	0,0
República Eslovaca	-4,8	-6,5	-3,5	-4,7	-5,0	0,9	1,5	0,2	0,4	0,4	2,2
Lituania	-14,9	-13,0	2,1	-0,3	-3,8	-1,2	1,6	-0,4	0,2	-0,8	-2,3
Eslovenia	-4,2	-5,4	-0,6	-0,1	0,2	2,7	5,6	5,8	7,1	6,5	4,5
Luxemburgo	10,1	7,4	7,6	7,0	5,8	5,7	4,9	5,2	4,7	4,6	4,2
Letonia	-20,8	-12,4	8,0	2,3	-2,8	-3,3	-2,3	-3,1	-2,2	-3,0	-2,4
Estonia	-15,0	-8,7	2,5	1,8	1,4	-2,5	-1,1	-0,1	-0,4	-0,7	-0,8
Chipre	-10,8	-14,3	-9,8	-9,0	-3,1	-6,3	-1,7	-1,9	-1,9	-1,4	-1,1
Malta	-3,9	-4,9	-4,8	-5,9	5,0	3,6	3,2	2,7	3,1	3,1	3,4
Japón	4,9	2,9	2,9	4,0	2,1	1,0	0,7	0,5	1,9	2,0	2,3
Reino Unido	-2,7	-3,7	-2,8	-2,6	-1,7	-3,7	-4,5	-5,5	-4,8	-4,6	-3,3
Corea	1,1	0,3	3,7	2,6	1,6	4,2	6,2	6,3	7,1	5,2	3,6
Canadá	0,8	0,1	-2,9	-3,5	-2,7	-3,3	-3,0	-2,2	-2,6	-2,3	-1,8
Australia	-6,7	-4,9	-4,6	-3,6	-2,9	-4,3	-3,3	-2,8	-4,0	-3,7	-3,4
Taiwan, provincia china de	8,6	6,6	10,9	8,9	8,2	9,9	10,8	12,3	12,4	11,7	9,9
Suiza	10,0	2,2	7,1	14,0	6,8	9,9	10,7	7,0	5,8	5,5	5,3
Suecia	8,9	8,5	5,9	6,0	6,9	6,6	7,3	6,3	6,3	6,3	5,6
Singapur	26,0	14,4	16,8	23,7	22,0	17,2	17,9	19,1	20,7	18,8	14,5
Hong Kong, RAE de	13,0	15,0	9,9	7,0	5,6	1,6	1,5	1,6	2,0	2,2	3,1
Noruega	12,2	15,7	10,6	10,9	12,4	12,4	10,0	8,5	7,6	7,0	4,8
República Checa	-4,3	-1,9	-2,4	-3,7	-2,1	-1,6	-0,5	0,6	1,6	0,9	-0,7
Israel	3,1	1,5	3,9	3,4	1,5	0,8	2,4	3,0	4,5	4,4	3,8
Dinamarca	1,4	2,7	3,3	5,7	5,7	5,6	7,2	6,3	6,1	5,5	4,4
Nueva Zelanda	-6,8	-7,7	-2,3	-2,3	-2,8	-4,0	-3,2	-3,5	-4,8	-5,2	-4,6
Islandia	-13,7	-22,8	-9,9	-6,4	-5,2	-4,2	5,5	4,7	6,1	4,7	2,4
San Marino	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>											
Principales economías avanzadas	-1,3	-1,6	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-0,9	-0,8	-0,5	-0,6	-0,8
Zona del euro <sup>2</sup>	0,3	-0,6	0,4	0,6	0,8	2,1	2,7	3,2	3,9	3,6	3,0

<sup>1</sup>Excluido Lituania, corregido para declarar las discrepancias en las transacciones dentro de la zona.

<sup>2</sup>Excluido Lituania, calculado sumando los saldos de cada uno de los países que integran la zona del euro.

**Cuadro A12. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente**  
 (Porcentaje del PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Proyecciones		
									2015	2016	2020
<b>África subsahariana</b>	<b>1,5</b>	<b>0,1</b>	<b>-2,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,3</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,1</b>	<b>-4,2</b>
Angola	17,5	8,5	-10,0	9,1	12,6	12,0	6,7	-0,8	-6,3	-4,2	-2,5
Benin	-10,2	-8,1	-8,9	-8,7	-7,8	-8,4	-15,9	-8,5	-11,6	-12,2	-8,7
Botswana	15,1	-1,1	-11,2	-6,0	-0,6	-3,5	10,4	17,1	18,2	16,6	16,0
Burkina Faso	-8,3	-11,5	-4,5	-2,0	-1,5	-4,5	-6,6	-6,1	-8,1	-8,5	-6,8
Burundi	-5,4	-1,0	1,7	-12,2	-13,6	-17,3	-18,4	-17,6	-13,3	-12,9	-12,2
Cabo Verde	-12,9	-13,7	-14,6	-12,4	-16,3	-11,4	-4,0	-9,1	-9,6	-10,6	-4,1
Camerún	1,4	-1,2	-3,1	-2,8	-2,7	-3,6	-3,8	-4,2	-4,8	-4,8	-4,7
Chad	8,2	3,7	-9,2	-9,0	-5,6	-8,7	-9,0	-8,7	-10,5	-8,3	-3,5
Comoras	-10,1	-18,7	-15,4	-15,9	-22,1	-14,7	-14,6	-10,6	-14,1	-13,7	-11,6
Congo, República del	-6,5	-0,5	-14,1	7,5	4,7	-2,4	-4,8	-6,2	-11,3	-3,1	1,1
Congo, República Democrática del	3,2	-0,8	-6,1	-10,6	-5,4	-6,2	-11,1	-9,6	-10,7	-9,5	-10,1
Côte d'Ivoire	-0,7	1,9	6,6	1,9	10,5	-1,2	-4,9	-3,3	-2,3	-1,7	-4,6
Eritrea	-6,1	-5,5	-7,6	-5,6	0,6	2,3	0,3	-0,2	-1,6	-1,9	-3,6
Etiopía	-4,2	-6,7	-6,7	-1,4	-2,5	-6,9	-6,0	-9,0	-6,6	-6,3	-6,1
Gabón	14,8	21,9	6,5	7,8	13,1	21,3	15,0	11,2	-2,3	0,9	-2,7
Gambia	-8,3	-12,2	-12,5	-16,3	-12,3	-7,9	-10,7	-12,7	-11,7	-10,0	-8,7
Ghana	-8,7	-11,9	-5,4	-8,6	-9,0	-11,7	-11,7	-9,2	-7,0	-6,2	-4,3
Guinea	-10,8	-9,7	-7,9	-9,7	-18,8	-28,7	-21,4	-18,5	-16,7	-18,3	-37,7
Guinea-Bissau	-4,4	-3,3	-5,8	-8,3	-1,3	-8,7	-14,1	-10,0	-11,3	-14,6	-2,0
Guinea Ecuatorial	15,9	12,3	-8,0	-9,8	-0,6	-4,5	-12,1	-13,1	-32,5	-18,3	-7,6
Kenya	-3,2	-5,5	-4,6	-5,9	-9,1	-8,4	-8,7	-9,2	-7,7	-7,4	-7,0
Lesotho	22,7	21,8	4,8	-7,9	-9,0	-2,7	-4,2	-6,6	-5,4	-23,3	-23,0
Liberia	-6,2	-46,7	-23,2	-32,0	-27,4	-21,4	-28,2	-31,9	-40,2	-27,8	-29,0
Madagascar	-12,7	-20,6	-21,2	-9,7	-6,9	-6,7	-5,6	-2,3	-3,2	-3,4	-3,9
Malawi	1,0	-9,7	-4,8	-1,3	-5,9	-3,5	-1,8	-5,1	-3,4	-2,7	-1,5
Mali	-8,1	-12,1	-7,3	-12,6	-6,1	-2,6	-5,2	-8,0	-5,6	-5,6	-6,4
Mauricio	-5,4	-10,1	-7,4	-10,3	-13,8	-7,3	-9,9	-7,2	-6,3	-6,2	-6,0
Mozambique	-9,5	-11,6	-11,0	-10,6	-23,1	-42,3	-40,0	-34,7	-41,1	-45,6	-41,0
Namibia	8,6	3,0	-1,5	-3,5	-3,0	-5,8	-4,1	-6,6	-9,9	-12,3	-10,7
Níger	-8,2	-12,0	-24,4	-19,8	-22,3	-15,3	-15,3	-18,0	-27,1	-24,7	-10,6
Nigeria	10,7	9,0	5,1	3,9	3,0	4,4	3,9	2,2	0,7	1,3	0,6
República Centroafricana	-6,2	-9,9	-9,1	-10,2	-7,6	-4,6	-3,0	-6,2	-11,1	-9,1	-7,0
Rwanda	-2,3	-5,0	-7,1	-7,3	-7,5	-11,4	-7,1	-12,0	-10,5	-10,1	-9,9
Santo Tomé y Príncipe	-29,0	-33,1	-23,2	-21,7	-25,5	-21,3	-16,8	-20,8	-12,4	-12,0	-9,6
Senegal	-11,6	-14,1	-6,7	-4,4	-7,9	-10,8	-10,9	-10,3	-7,6	-7,3	-6,4
Seychelles	-18,8	-27,2	-22,4	-22,1	-28,3	-25,8	-15,2	-22,5	-19,3	-18,1	-14,8
Sierra Leona	-7,4	-9,0	-13,3	-22,7	-65,3	-22,0	-10,4	-7,6	-13,2	-8,6	-6,3
Sudáfrica	-5,4	-5,5	-2,7	-1,5	-2,2	-5,0	-5,8	-5,4	-4,6	-4,7	-4,2
Sudán del Sur	...	...	...	...	18,2	-22,4	-0,5	-0,7	-13,9	-8,3	-8,4
Swazilandia	-2,1	-7,6	-13,0	-10,0	-8,2	3,8	6,3	0,9	0,4	-1,4	-3,3
Tanzania	-8,6	-7,8	-7,3	-6,9	-10,4	-11,6	-10,3	-10,2	-10,0	-9,5	-8,3
Togo	-8,6	-7,0	-5,6	-6,3	-8,0	-8,1	-7,2	-6,3	-5,0	-5,8	-8,0
Uganda	-4,6	-7,8	-6,2	-9,4	-10,4	-8,1	-6,4	-7,5	-8,8	-9,0	-8,9
Zambia	-5,4	-5,8	3,8	5,9	3,0	3,2	0,0	-0,2	0,3	0,9	0,4
Zimbabwe <sup>1</sup>	-5,4	-16,5	-47,1	-16,0	-30,9	-24,6	-25,4	-22,3	-21,6	-23,8	-23,5

**Cuadro A12. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente (continuación)**  
(Porcentaje del PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Proyecciones		
									2015	2016	2020
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,7</b>
Antigua y Barbuda	-29,9	-26,7	-14,0	-14,7	-10,4	-14,6	-14,6	-14,5	-10,7	-12,4	-14,8
Argentina <sup>2</sup>	2,0	1,5	2,0	-0,4	-0,7	-0,2	-0,8	-0,9	-1,7	-1,8	-1,5
Bahamas, Las	-11,5	-10,6	-10,3	-10,1	-15,0	-18,3	-17,7	-21,6	-12,4	-8,2	-7,4
Barbados	-5,4	-10,6	-6,7	-5,8	-12,8	-9,3	-9,3	-9,1	-5,1	-5,9	-5,5
Belice	-4,0	-10,6	-4,9	-2,4	-1,1	-1,2	-4,4	-5,7	-4,5	-6,1	-7,0
Bolivia	11,4	11,9	4,3	3,9	0,3	8,3	3,3	0,7	-2,8	-4,2	-1,0
Brasil	0,1	-1,7	-1,5	-2,1	-2,0	-2,2	-3,4	-3,9	-3,7	-3,4	-3,2
Chile	4,1	-3,2	2,0	1,7	-1,2	-3,6	-3,7	-1,2	-1,2	-2,0	-2,4
Colombia	-3,0	-2,8	-2,2	-3,2	-3,1	-3,2	-3,4	-5,0	-5,8	-4,9	-3,6
Costa Rica	-6,3	-9,3	-2,0	-3,5	-5,4	-5,3	-5,0	-4,5	-3,6	-4,0	-4,9
Dominica	-20,3	-27,7	-22,3	-16,3	-13,4	-17,7	-13,1	-13,0	-13,1	-19,4	-12,8
Ecuador	3,7	2,9	0,5	-2,3	-0,3	-0,2	-1,0	-0,8	-3,3	-3,0	-3,0
El Salvador	-6,1	-7,1	-1,5	-2,5	-4,8	-5,4	-6,5	-5,0	-4,3	-4,9	-5,9
Granada	-29,7	-28,0	-22,2	-22,1	-21,8	-19,2	-27,0	-23,6	-17,4	-16,1	-16,3
Guatemala	-5,2	-3,6	0,7	-1,4	-3,4	-2,6	-2,5	-2,3	-1,6	-1,8	-2,5
Guyana	-9,5	-13,7	-9,1	-9,6	-13,1	-11,6	-13,3	-15,9	-16,4	-21,9	-10,7
Haití	-1,5	-3,1	-1,9	-1,5	-4,3	-5,7	-6,7	-5,8	-3,0	-3,7	-3,5
Honduras	-9,1	-15,4	-3,8	-4,3	-8,0	-8,5	-9,5	-7,4	-6,5	-6,4	-5,0
Jamaica	-15,3	-17,7	-11,0	-8,0	-12,1	-10,7	-8,9	-6,4	-5,0	-4,6	-3,4
México	-1,4	-1,8	-0,9	-0,5	-1,1	-1,3	-2,4	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3
Nicaragua	-15,7	-17,0	-8,1	-8,1	-10,7	-9,8	-8,9	-6,2	-6,8	-7,5	-6,7
Panamá	-8,0	-10,9	-0,7	-11,4	-15,9	-9,8	-12,2	-12,0	-10,4	-10,0	-5,9
Paraguay	5,7	1,0	3,0	-0,3	0,5	-0,9	2,2	0,1	-1,7	-2,2	-1,7
Perú	1,5	-4,3	-0,5	-2,4	-1,9	-2,7	-4,4	-4,1	-4,6	-4,3	-3,0
República Dominicana	-5,0	-9,4	-4,8	-7,4	-7,5	-6,6	-4,1	-3,1	-2,4	-3,0	-4,2
Saint Kitts y Nevis	-17,4	-26,8	-25,7	-20,8	-15,9	-9,8	-6,7	-10,7	-16,2	-16,8	-15,1
San Vicente y las Granadinas	-28,0	-33,1	-29,2	-30,6	-29,4	-27,5	-31,3	-29,4	-27,6	-25,4	-18,4
Santa Lucía	-30,0	-28,9	-11,6	-16,2	-18,7	-13,5	-12,8	-12,4	-13,4	-13,9	-15,0
Suriname	11,1	9,2	2,9	14,9	5,8	3,4	-3,9	-7,3	-7,8	-6,9	-0,3
Trinidad y Tabago	23,9	30,5	8,5	19,8	11,9	3,4	6,7	8,3	5,2	4,4	3,9
Uruguay	-0,9	-5,7	-1,3	-1,9	-2,9	-5,4	-5,2	-4,7	-3,8	-4,1	-3,6
Venezuela	7,2	11,0	1,0	3,2	8,2	3,7	2,4	4,3	-4,7	-0,8	1,4
<b>Comunidad de Estados Independientes<sup>3</sup></b>	<b>3,8</b>	<b>5,0</b>	<b>2,6</b>	<b>3,4</b>	<b>4,3</b>	<b>2,5</b>	<b>0,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>
Rusia	5,5	6,3	4,1	4,4	5,1	3,5	1,6	3,1	5,4	6,3	4,3
Excluido Rusia	-1,5	0,8	-1,8	0,3	1,8	-0,7	-2,5	-0,4	-3,5	-2,2	0,1
Armenia	-8,5	-15,0	-17,6	-14,2	-11,1	-11,1	-8,0	-9,2	-8,6	-8,6	-7,3
Azerbaiyán	27,3	35,5	23,0	28,0	26,5	21,8	17,0	15,3	5,3	8,2	11,1
Belarús	-6,7	-8,2	-12,6	-15,0	-8,5	-2,9	-10,5	-6,1	-7,0	-4,2	-4,0
Georgia	-19,8	-22,0	-10,5	-10,2	-12,8	-11,7	-5,7	-9,6	-11,5	-12,0	-6,6
Kazajstán	-8,0	4,7	-3,6	0,9	5,4	0,5	0,5	1,6	-4,1	-3,1	-0,4
Moldova	-15,2	-16,1	-8,2	-7,5	-11,0	-7,4	-5,0	-5,5	-4,5	-5,4	-4,2
República Kirguisa	-6,0	-15,3	-2,2	-6,1	-9,6	-15,6	-15,0	-13,7	-17,0	-15,2	-8,8
Tayikistán	-8,6	-7,6	-5,9	-1,2	-4,8	-2,5	-2,9	-9,1	-7,1	-5,8	-3,4
Turkmenistán	15,5	16,5	-14,7	-10,6	2,0	0,0	-7,3	-5,9	-11,1	-6,7	3,1
Ucrania <sup>4</sup>	-3,5	-6,8	-1,4	-2,2	-6,3	-8,1	-9,2	-4,0	-1,4	-1,3	-2,3
Uzbekistán	7,3	8,7	2,2	6,2	5,8	1,2	-1,7	0,1	0,2	0,2	0,2

**Cuadro A12. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente (continuación)**  
 (Porcentaje del PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Proyecciones		
									2015	2016	2020
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Asia</b>	<b>6,5</b>	<b>5,8</b>	<b>3,4</b>	<b>2,4</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>
Bangladesh	0,7	1,2	2,4	0,4	-1,0	0,7	1,2	-0,1	-0,6	-0,4	-1,2
Bhután	14,6	-2,2	-2,0	-10,3	-23,7	-17,6	-22,1	-21,9	-26,3	-24,6	-6,4
Brunei Darussalam	47,8	48,9	40,3	45,5	36,4	34,1	34,5	23,6	-9,8	-5,6	12,4
Camboya	-1,9	-6,6	-6,9	-6,8	-10,2	-11,0	-12,2	-12,0	-10,0	-9,3	-5,3
China	10,1	9,2	4,8	4,0	1,9	2,6	1,9	2,0	3,2	3,2	3,0
Fiji	-10,4	-15,9	-4,2	-4,5	-5,3	-1,8	-20,7	-8,8	-8,0	-8,2	-8,1
Filipinas	5,4	0,1	5,0	3,6	2,5	2,8	4,2	4,4	5,5	5,0	3,0
India	-1,3	-2,3	-2,8	-2,8	-4,2	-4,8	-1,7	-1,4	-1,3	-1,6	-2,5
Indonesia	1,4	0,0	1,8	0,7	0,2	-2,7	-3,2	-3,0	-3,0	-2,9	-2,6
Islas Marshall	-0,9	0,9	-14,9	-26,6	-5,3	-8,7	-13,4	-20,9	-1,3	-3,8	-10,0
Islas Salomón	-15,6	-18,2	-21,9	-33,3	-8,6	1,5	-4,5	-8,5	-8,4	-12,6	-8,0
Kiribati	-18,3	-19,3	-22,5	-16,3	-31,0	-24,5	-21,8	4,1	-24,3	-26,5	-12,8
Malasia	15,4	17,1	15,5	10,9	11,6	5,8	4,0	4,6	2,1	1,4	1,4
Maldivas	-15,2	-28,8	-10,4	-8,1	-18,1	-10,6	-6,5	-8,4	-4,6	-5,9	-4,6
Micronesia	-9,5	-16,6	-18,9	-15,1	-17,9	-12,6	-10,1	2,5	-0,7	-0,8	-3,4
Mongolia	5,4	-11,1	-7,7	-13,0	-26,5	-27,4	-25,4	-8,2	-11,1	-17,3	-5,7
Myanmar	-0,7	-4,2	-1,3	-1,2	-1,9	-4,3	-5,1	-7,2	-7,0	-5,9	-4,9
Nepal	-0,1	2,7	4,2	-2,4	-1,0	4,8	3,3	4,6	4,1	2,5	-1,9
Palau	-16,7	-16,8	-4,7	-7,2	-4,1	-5,0	-6,5	-10,3	-5,4	-8,4	-3,1
Papua Nueva Guinea	3,9	8,5	-15,2	-21,5	-23,6	-53,6	-30,8	-12,1	10,2	7,1	4,3
República Democrática Popular Lao	-13,6	-19,2	-22,2	-20,0	-17,3	-30,2	-28,9	-24,9	-20,1	-16,3	-14,9
Samoa	-13,5	-5,5	-5,3	-6,8	-3,5	-7,8	0,4	-3,7	-6,8	-5,5	-4,5
Sri Lanka	-4,3	-9,5	-0,5	-2,2	-7,8	-6,7	-3,9	-3,7	-2,0	-2,6	-3,0
Tailandia	6,3	0,8	8,3	3,1	2,6	-0,4	-0,6	3,8	4,4	2,4	0,7
Timor-Leste	39,4	46,0	38,9	39,8	41,1	47,8	44,8	26,1	11,2	10,9	-3,8
Tonga	-7,0	-7,3	-9,3	-7,4	-11,8	-15,6	-12,6	-8,9	-6,8	-5,8	-0,9
Tuvalu	-13,0	7,1	6,9	-11,9	-36,5	25,3	26,4	27,0	-39,0	-24,5	-4,9
Vanuatu	-7,3	-10,8	-7,9	-5,4	-8,1	-6,5	-3,3	-1,3	-14,4	-13,4	-8,2
Vietnam	-9,0	-11,0	-6,5	-3,8	0,2	6,0	5,6	5,4	4,8	4,9	0,3
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Europa</b>	<b>-7,9</b>	<b>-8,0</b>	<b>-3,4</b>	<b>-5,1</b>	<b>-6,5</b>	<b>-4,6</b>	<b>-3,8</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,8</b>
Albania	-10,6	-15,8	-15,9	-11,3	-13,2	-10,2	-10,7	-13,9	-15,7	-15,5	-8,1
Bosnia y Herzegovina	-9,4	-14,1	-6,6	-6,2	-9,6	-9,2	-5,9	-7,1	-9,0	-8,2	-5,3
Bulgaria	-24,3	-22,4	-8,6	-1,5	0,1	-1,1	2,3	0,0	0,2	-0,8	-2,0
Croacia	-7,1	-8,8	-5,1	-1,1	-0,8	-0,1	0,8	0,7	2,2	2,0	-0,9
Hungría	-7,1	-7,2	-0,8	0,3	0,8	1,9	4,1	4,2	4,8	4,1	1,2
Kosovo	-10,2	-16,2	-9,2	-11,7	-13,7	-7,5	-6,4	-7,1	-7,3	-8,0	-7,2
Macedonia, ex República Yugoslava de	-6,9	-12,7	-6,8	-2,0	-2,5	-2,9	-1,8	-1,3	-2,0	-3,3	-2,5
Montenegro	-39,5	-49,8	-27,9	-22,9	-17,7	-18,7	-14,6	-17,8	-20,6	-25,3	-17,2
Polonia	-6,3	-6,6	-4,0	-5,5	-5,2	-3,5	-1,3	-1,2	-1,8	-2,4	-3,5
Rumania	-13,5	-11,5	-4,5	-4,6	-4,6	-4,5	-0,8	-0,5	-1,1	-1,5	-3,6
Serbia	-17,2	-21,0	-6,2	-6,4	-8,6	-11,5	-6,1	-6,0	-4,7	-4,7	-3,7
Turquía	-5,8	-5,5	-2,0	-6,2	-9,7	-6,2	-7,9	-5,7	-4,2	-4,8	-5,0

**Cuadro A12. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente (continuación)**  
(Porcentaje del PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Proyecciones		
									2015	2016	2020
<b>Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán</b>	<b>12,6</b>	<b>12,8</b>	<b>1,8</b>	<b>6,2</b>	<b>13,0</b>	<b>12,3</b>	<b>9,8</b>	<b>6,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,0</b>
Afganistán	36,8	2,7	13,1	8,3	6,4	6,3	7,5	5,7	3,1	0,5	-1,9
Arabia Saudita	22,5	25,5	4,9	12,7	23,7	22,4	17,8	14,1	-1,0	3,7	5,4
Argelia	22,7	20,1	0,3	7,5	9,9	5,9	0,4	-4,3	-15,7	-13,2	-7,0
Bahrein	13,4	8,8	2,4	3,0	11,2	7,2	7,8	5,3	-2,1	-0,7	-0,8
Djibouti	-21,4	-24,3	-9,3	0,6	-13,7	-20,3	-23,3	-27,4	-28,7	-23,2	-12,6
Egipto	2,1	0,5	-2,3	-2,0	-2,6	-3,9	-2,4	-0,8	-3,3	-4,3	-4,8
Emiratos Árabes Unidos	12,5	7,1	3,1	2,5	14,7	18,5	16,1	12,1	5,3	7,2	6,6
Irán	9,7	5,8	2,4	5,9	10,5	6,3	7,4	3,8	0,8	1,2	0,0
Iraq	0,9	15,9	-6,8	3,0	12,0	6,7	1,3	-3,5	-9,6	-3,6	2,5
Jordania	-16,8	-9,4	-5,2	-7,1	-10,2	-15,2	-10,3	-7,0	-7,6	-6,6	-4,7
Kuwait	36,8	40,9	26,7	31,8	42,7	45,2	39,6	35,3	15,7	19,3	14,7
Líbano	-7,2	-11,1	-12,5	-20,7	-15,1	-24,3	-26,7	-24,9	-22,2	-21,7	-15,3
Libia	44,1	42,5	14,9	19,5	9,1	29,1	13,6	-30,1	-52,8	-30,9	-1,5
Marruecos	-0,1	-5,2	-5,4	-4,1	-8,0	-9,7	-7,6	-5,8	-3,4	-3,3	-2,9
Mauritania	-14,6	-13,3	-13,4	-7,7	-6,0	-26,5	-24,8	-27,6	-14,6	-21,9	-24,6
Omán	6,0	8,5	-1,1	8,9	13,2	10,3	6,6	2,2	-15,0	-13,0	-9,3
Pakistán	-4,5	-8,1	-5,5	-2,2	0,1	-2,1	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-2,5
Qatar	14,4	23,1	6,5	19,1	30,6	32,6	30,8	25,1	8,4	5,0	3,8
Siria <sup>5</sup>	-0,2	-1,3	-2,9	-2,8	...	...	...	...	...	...	...
Sudán <sup>6</sup>	-6,0	-1,6	-9,6	-2,1	-0,4	-9,3	-8,6	-5,2	-4,2	-3,9	-3,2
Túnez	-2,4	-3,8	-2,8	-4,8	-7,4	-8,2	-8,3	-8,9	-6,4	-5,2	-3,0
Yemen	-7,0	-4,6	-10,1	-3,4	-3,0	-1,7	-3,1	-1,6	-2,2	-1,5	-1,2

<sup>1</sup>El dólar de Zimbabwe dejó de circular a comienzos de 2009. Los datos se basan en las estimaciones de la evolución de los precios y el tipo de cambio del dólar de EE.UU. preparadas por el personal técnico del FMI. Las estimaciones del personal técnico del FMI del dólar de EE.UU. pueden diferir de las estimaciones preparadas por las autoridades.

<sup>2</sup>Cálculos basados en los datos oficiales reportados por Argentina para el PIB. Véase la nota al respecto en el cuadro 4A.

<sup>3</sup>Georgia, Turkmenistán y Ucrania, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

<sup>4</sup>A partir de 2014, los datos excluyen Crimea y Sevastopol.

<sup>5</sup>No se incluyen los datos de Siria correspondientes a 2011 y años posteriores debido a la incertidumbre de la situación política.

<sup>6</sup>Los datos correspondientes a 2011 excluyen a Sudán del Sur a partir del 9 de julio. Los datos de 2012 en adelante se refieren al Estado actual de Sudán.

**Cuadro A13. Resumen de los saldos en cuentas financieras**  
 (Miles de millones de dólares de EE.UU.)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Proyecciones	
									2015	2016
<b>Economías avanzadas</b>										
Saldo en cuentas financieras	-308,3	-721,4	-17,7	-66,4	-217,7	-2,5	267,7	473,0	241,9	172,0
Inversión directa, neta	611,4	628,1	249,2	355,6	369,3	219,0	171,8	422,8	352,8	381,8
Inversión de cartera, neta	-1.003,8	-1.186,2	-342,3	-722,4	-898,1	-70,5	-208,5	209,7	-67,1	-147,5
Derivados financieros, netos	95,9	352,6	-118,9	-84,5	-0,1	-70,2	28,0	-106,7	-35,1	-39,1
Otra inversión, neta	-57,4	-516,1	-237,8	79,9	49,3	-305,6	166,6	-79,1	-73,4	-34,0
Variación de las reservas	67,1	75,0	473,8	347,6	340,5	270,4	153,8	83,0	96,3	40,7
<b>Estados Unidos</b>										
Saldo en cuentas financieras	-617,3	-730,6	-231,0	-437,0	-515,8	-423,5	-370,7	-141,6	-408,4	-451,9
Inversión directa, neta	192,9	19,0	159,9	95,2	183,0	157,8	113,3	260,1	210,8	229,0
Inversión de cartera, neta	-775,8	-808,0	18,5	-620,8	-226,3	-507,2	-1,1	-145,1	-265,7	-381,7
Derivados financieros, netos	-6,2	32,9	-44,8	-14,1	-35,0	7,1	2,2	-53,5	-29,8	-51,7
Otra inversión, neta	-28,2	20,6	-416,9	100,9	-453,4	-85,6	-482,0	-199,5	-323,8	-247,5
Variación de las reservas	0,1	4,8	52,3	1,8	15,9	4,5	-3,1	-3,6	0,0	0,0
<b>Zona del euro<sup>1</sup></b>										
Saldo en cuentas financieras	682,0	555,2	688,7	687,6	773,2	688,9	598,4	462,3	...	...
Inversión directa, neta	331,6	545,6	303,2	305,6	354,3	261,4	36,4	91,2	...	...
Inversión de cartera, neta	-339,1	-537,6	-518,4	-269,1	-502,6	-258,4	20,2	153,1	...	...
Derivados financieros, netos	232,9	276,4	117,1	123,2	151,2	121,8	43,9	57,7	...	...
Otra inversión, neta	449,4	265,6	792,9	513,7	755,8	544,4	491,6	154,3	...	...
Variación de las reservas	7,2	5,1	-6,2	14,1	14,5	19,6	6,4	5,9	...	...
<b>Alemania</b>										
Saldo en cuentas financieras	296,7	249,2	211,3	148,9	224,1	274,3	326,9	287,5	286,8	276,9
Inversión directa, neta	89,8	67,1	43,0	60,6	20,0	65,4	29,7	40,9	36,2	37,2
Inversión de cartera, neta	-215,4	-44,5	119,2	154,1	-42,6	83,4	218,8	192,4	191,9	185,3
Derivados financieros, netos	116,4	44,0	-7,5	17,6	37,1	32,8	24,1	21,2	21,2	20,4
Otra inversión, neta	304,7	179,9	44,3	-85,5	205,7	91,0	53,2	33,0	37,5	33,9
Variación de las reservas	1,2	2,7	12,4	2,1	3,9	1,7	1,2	0,0	0,0	0,0
<b>Francia</b>										
Saldo en cuentas financieras	-41,5	-45,9	-49,6	2,3	-72,3	-27,0	-18,8	-46,0	0,1	-4,9
Inversión directa, neta	68,2	66,0	70,3	34,3	19,4	18,1	-6,8	32,5	32,6	37,6
Inversión de cartera, neta	166,1	-37,8	-328,7	-155,0	-335,1	-34,1	-92,8	-14,7	-12,0	-54,9
Derivados financieros, netos	-57,4	40,0	-15,5	-4,1	-19,4	-18,4	-22,3	-63,7	-21,3	11,1
Otra inversión, neta	-219,0	-101,6	216,0	119,4	270,5	2,2	105,0	-1,2	-1,0	-1,0
Variación de las reservas	0,7	-12,5	8,4	7,7	-7,7	5,2	-1,9	1,0	1,7	2,3
<b>Italia</b>										
Saldo en cuentas financieras	-40,0	-49,0	-56,1	-116,4	-97,5	-19,1	15,9	72,0	50,3	48,8
Inversión directa, neta	52,5	76,2	-0,3	21,3	17,1	6,8	5,8	6,6	3,7	2,3
Inversión de cartera, neta	-7,6	-110,7	-55,4	56,4	13,5	-33,3	-19,4	-10,7	-14,6	-5,6
Derivados financieros, netos	3,8	-0,4	-6,9	6,6	-10,1	7,5	4,0	-4,0	0,0	0,0
Otra inversión, neta	-90,7	-22,3	6,6	-202,1	-119,4	-1,9	23,5	81,1	61,2	52,2
Variación de las reservas	2,1	8,2	-0,1	1,4	1,3	1,9	2,0	-1,0	0,0	0,0

**Cuadro A13. Resumen de los saldos en cuentas financieras (continuación)***(Miles de millones de dólares de EE.UU.)*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Proyecciones	
									2015	2016
<b>España</b>										
Saldo en cuentas financieras	-137,5	-147,6	-70,8	-56,9	-41,4	0,3	53,9	35,9	8,5	10,0
Inversión directa, neta	72,9	-2,3	2,7	-1,9	12,8	-29,7	-15,9	4,3	2,1	1,7
Inversión de cartera, neta	-122,3	1,9	-69,6	-46,6	43,1	53,7	-59,8	-3,7	-6,1	-3,6
Derivados financieros, netos	5,6	10,4	8,4	-11,4	2,9	-10,7	1,4	1,0	0,0	0,0
Otra inversión, neta	-93,9	-158,6	-18,4	1,9	-114,1	-15,8	127,5	29,1	12,5	11,9
Variación de las reservas	0,2	0,9	6,0	1,1	13,9	2,8	0,7	5,2	0,0	0,0
<b>Japón</b>										
Saldo en cuentas financieras	224,3	187,3	174,8	253,5	165,8	62,9	-16,7	52,0	78,4	82,0
Inversión directa, neta	51,7	89,1	61,2	72,5	117,8	119,2	132,4	108,8	95,2	101,5
Inversión de cartera, neta	-68,3	294,7	217,6	154,1	-155,5	38,5	-269,8	-42,4	3,1	9,6
Derivados financieros, netos	-2,9	-24,9	-10,5	-11,9	-17,1	6,7	58,1	35,2	4,0	4,6
Otra inversión, neta	207,3	-202,3	-120,9	-5,5	43,4	-63,6	23,9	-58,0	-32,9	-43,1
Variación de las reservas	36,5	30,8	27,2	44,3	177,3	-37,9	38,7	8,5	9,0	9,5
<b>Reino Unido</b>										
Saldo en cuentas financieras	-71,2	-85,0	-49,2	-44,4	-23,6	-77,9	-102,4	-160,9	-134,4	-135,7
Inversión directa, neta	137,7	96,5	-70,3	-12,3	66,1	-30,5	-62,7	-48,9	-53,7	-50,1
Inversión de cartera, neta	-216,5	-458,0	-48,9	20,9	11,1	332,0	-49,1	146,6	44,3	91,4
Derivados financieros, netos	54,0	225,5	-45,5	-39,4	4,9	-47,6	21,9	-13,2	4,6	-3,9
Otra inversión, neta	-48,9	53,5	106,6	-23,0	-113,6	-343,8	-20,1	-255,8	-138,2	-182,4
Variación de las reservas	2,4	-2,5	9,0	9,4	7,9	12,1	7,8	10,4	8,7	9,3
<b>Canadá</b>										
Saldo en cuentas financieras	14,7	-2,6	-41,0	-55,0	-54,6	-59,2	-54,1	-33,2	-46,7	-40,2
Inversión directa, neta	-52,2	17,7	16,9	6,3	12,5	14,7	-20,0	-1,2	-6,5	-3,0
Inversión de cartera, neta	73,5	-40,8	-89,7	-96,1	-83,1	-48,4	-13,4	-3,1	-28,9	-27,8
Derivados financieros, netos	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Otra inversión, neta	-10,8	18,9	21,7	30,9	7,8	-27,2	-25,4	-34,1	-11,4	-9,4
Variación de las reservas	4,3	1,6	10,2	3,9	8,1	1,7	4,7	5,3	0,0	0,0
<b>Otras economías avanzadas<sup>2</sup></b>										
Saldo en cuentas financieras	94,2	-20,3	102,3	237,6	194,1	215,4	324,5	280,2	284,9	258,9
Inversión directa, neta	9,9	17,0	16,9	96,9	-11,0	-20,6	6,6	-2,8	5,6	6,4
Inversión de cartera, neta	180,8	180,6	-108,2	-53,7	34,1	139,7	127,0	210,7	167,7	197,4
Derivados financieros, netos	-0,6	-12,7	19,9	-17,8	41,3	-26,8	-25,9	-19,3	-7,1	-9,7
Otra inversión, neta	-87,2	-172,9	-114,6	-19,8	91,4	-103,0	159,5	89,3	72,9	75,2
Variación de las reservas	13,0	42,3	330,3	274,6	116,8	271,7	101,4	59,1	77,5	19,5
<b>Economías de mercados emergentes y en desarrollo</b>										
Saldo en cuentas financieras	579,7	617,1	73,6	172,0	258,3	158,7	21,2	31,9	16,3	101,5
Inversión directa, neta	-439,3	-463,7	-330,8	-429,8	-517,6	-471,3	-476,7	-497,4	-442,2	-441,1
Inversión de cartera, neta	-24,1	136,0	-77,8	-233,1	-134,7	-242,2	-150,4	-104,8	-113,7	-134,7
Derivados financieros, netos	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Otra inversión, neta	-175,9	236,3	-43,7	-4,0	158,1	436,7	76,4	560,9	395,9	302,1
Variación de las reservas	1.216,6	701,9	523,2	835,6	750,3	439,3	570,8	65,8	178,6	379,0

**Cuadro A13. Resumen de los saldos en cuentas financieras (continuación)**  
 (Miles de millones de dólares de EE.UU.)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Proyecciones	
									2015	2016
<b>Por regiones</b>										
<b>África subsahariana</b>										
Saldo en cuentas financieras	8,8	-2,9	-49,1	-2,1	-13,4	-27,9	-54,8	-57,1	-69,2	-66,1
Inversión directa, neta	-21,9	-35,4	-30,2	-35,2	-31,3	-31,9	-23,5	-30,3	-32,8	-40,7
Inversión de cartera, neta	-6,2	23,9	-8,4	0,0	-15,8	-25,4	-18,5	-15,8	-11,4	-13,0
Derivados financieros, netos	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Otra inversión, neta	9,0	-9,0	-2,2	34,6	13,6	11,6	-11,3	-4,7	-19,6	-17,4
Variación de las reservas	27,9	17,6	-8,2	-1,0	21,7	19,6	-0,6	-5,0	-3,8	6,5
<b>América Latina y el Caribe</b>										
Saldo en cuentas financieras	15,7	-37,4	-25,8	-86,5	-95,2	-132,3	-206,5	-178,7	-165,7	-161,8
Inversión directa, neta	-94,7	-101,1	-71,0	-88,0	-128,3	-134,7	-161,6	-134,1	-123,1	-134,9
Inversión de cartera, neta	-44,2	-7,2	-19,5	-104,8	-96,7	-85,6	-94,6	-95,4	-70,5	-62,6
Derivados financieros, netos	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Otra inversión, neta	24,6	28,0	9,1	14,7	16,9	28,7	43,6	12,0	43,4	35,9
Variación de las reservas	129,1	41,5	54,7	90,5	110,5	59,4	5,5	35,6	-17,1	-1,7
<b>Comunidad de Estados Independientes<sup>3</sup></b>										
Saldo en cuentas financieras	44,5	98,1	23,2	70,7	95,4	49,0	-5,6	19,1	46,8	75,7
Inversión directa, neta	-28,3	-49,4	-17,2	-9,4	-16,1	-27,8	-5,1	-27,5	-2,1	-2,5
Inversión de cartera, neta	3,8	35,8	-6,3	-14,4	17,9	3,5	-0,2	25,6	10,6	0,4
Derivados financieros, netos	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Otra inversión, neta	-98,8	137,2	36,4	40,6	68,5	45,6	24,7	159,7	101,2	66,1
Variación de las reservas	167,8	-26,7	7,2	52,0	23,9	26,3	-25,5	-139,0	-62,6	12,4
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Asia</b>										
Saldo en cuentas financieras	412,4	448,4	212,4	140,8	59,2	1,9	33,4	105,9	326,6	332,5
Inversión directa, neta	-172,4	-151,9	-115,6	-223,0	-280,1	-222,1	-243,4	-260,7	-230,9	-201,1
Inversión de cartera, neta	-56,4	8,1	-68,8	-99,4	-56,8	-119,5	-70,8	-73,7	-46,7	-86,0
Derivados financieros, netos	...	...	...	0,5	-0,4	-3,1	3,0	0,2	0,3	0,3
Otra inversión, neta	22,0	114,3	-63,6	-103,5	-36,7	208,7	-105,5	267,0	220,5	187,8
Variación de las reservas	619,0	476,4	462,4	566,5	434,3	135,0	450,7	172,6	383,7	431,1
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Europa</b>										
Saldo en cuentas financieras	-125,5	-160,6	-51,7	-91,1	-107,9	-64,7	-61,9	-42,6	-33,0	-48,0
Inversión directa, neta	-69,9	-63,7	-30,6	-29,4	-40,4	-27,2	-23,7	-25,4	-31,4	-35,5
Inversión de cartera, neta	6,1	14,4	-10,1	-44,5	-53,2	-70,2	-39,8	-27,7	-11,0	-12,3
Derivados financieros, netos	1,4	2,5	0,9	0,5	1,5	-2,9	-1,4	4,7	-1,9	-3,8
Otra inversión, neta	-98,7	-119,7	-41,5	-53,6	-30,4	7,6	-15,4	4,3	6,7	3,0
Variación de las reservas	35,6	5,9	29,6	35,7	14,5	28,0	18,4	1,5	4,6	0,6
<b>Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán</b>										
Saldo en cuentas financieras	223,9	271,6	-35,3	140,1	320,2	332,9	316,6	185,3	-89,1	-30,9
Inversión directa, neta	-52,1	-62,4	-66,1	-44,9	-21,4	-27,7	-19,3	-19,4	-21,9	-26,3
Inversión de cartera, neta	72,8	61,1	35,3	30,0	69,8	55,0	73,4	82,2	15,4	38,7
Derivados financieros, netos	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Otra inversión, neta	-34,0	85,5	18,0	63,1	126,2	134,6	140,2	122,5	43,6	26,6
Variación de las reservas	237,2	187,3	-22,6	91,9	145,5	171,0	122,3	0,1	-126,2	-69,9

**Cuadro A13. Resumen de los saldos en cuentas financieras (continuación)**

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Proyecciones	
									2015	2016
<b>Por criterios analíticos</b>										
<b>Por fuentes de ingresos de exportación</b>										
<b>Exportadores de combustibles</b>										
Saldo en cuentas financieras	342,3	465,3	8,7	256,4	497,8	481,0	358,7	238,9	-44,1	63,8
Inversión directa, neta	-53,7	-83,9	-62,6	-30,4	-29,5	-47,5	-12,0	-45,2	-18,7	-24,7
Inversión de cartera, neta	86,6	98,3	13,4	22,7	83,0	42,1	79,2	103,3	21,0	35,1
Derivados financieros, netos	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Otra inversión, neta	-84,8	277,5	104,5	148,8	245,9	232,7	192,4	323,9	187,7	136,3
Variación de las reservas	394,2	172,2	-49,8	113,4	197,2	252,3	98,7	-143,4	-233,7	-82,1
<b>Exportadores de otros productos</b>										
Saldo en cuentas financieras	237,4	151,8	64,9	-84,4	-239,5	-322,3	-337,5	-207,0	60,4	37,7
Inversión directa, neta	-385,6	-379,8	-268,1	-399,5	-488,1	-423,8	-464,6	-452,2	-423,5	-416,4
Inversión de cartera, neta	-110,7	37,7	-91,2	-255,9	-217,7	-284,3	-229,6	-208,1	-134,7	-169,8
Derivados financieros, netos	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Otra inversión, neta	-91,0	-41,2	-148,3	-152,7	-87,9	204,0	-116,0	237,0	208,2	165,8
Variación de las reservas	822,4	529,7	573,0	722,2	553,1	187,0	472,1	209,2	412,3	461,2
<b>Por fuentes de financiamiento externo</b>										
<b>Economías deudoras netas</b>										
Saldo en cuentas financieras	-158,9	-308,7	-160,8	-266,3	-367,1	-467,4	-458,6	-365,1	-328,9	-368,9
Inversión directa, neta	-259,0	-279,7	-192,6	-196,2	-262,7	-257,6	-285,6	-268,1	-269,7	-297,6
Inversión de cartera, neta	-85,7	73,0	-66,9	-238,8	-181,7	-223,8	-162,5	-190,6	-151,9	-144,4
Derivados financieros, netos	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Otra inversión, neta	-164,7	-160,4	-70,6	-84,7	-96,1	-78,1	-69,6	0,5	-29,4	-50,6
Variación de las reservas	347,8	53,2	169,8	251,9	172,5	97,0	58,3	85,8	123,8	126,6
<b>Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda</b>										
<b>Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2009-13</b>										
Saldo en cuentas financieras	-3,4	-2,1	-9,1	0,0	-8,3	-31,9	-28,9	-17,9	-28,4	-33,5
Inversión directa, neta	-18,5	-20,4	-11,7	-14,4	-11,1	-15,0	-14,8	-12,9	-15,4	-18,1
Inversión de cartera, neta	-1,8	3,5	13,9	-3,7	4,6	6,9	-1,3	-1,2	-3,0	-4,6
Derivados financieros, netos	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Otra inversión, neta	8,8	6,9	-9,0	13,1	4,7	-7,2	-14,4	-6,4	-16,2	-16,5
Variación de las reservas	8,1	7,9	-2,3	5,1	-6,5	-16,6	1,5	2,6	6,2	5,7
<b>Partida informativa</b>										
<b>Mundo</b>										
Saldo en cuentas financieras	271,4	-104,2	55,9	105,6	40,6	156,2	288,9	504,9	258,2	273,5

Nota: Las estimaciones en este cuadro se basan en las cuentas nacionales y las estadísticas de balanza de pagos de cada país. Los datos compuestos de los grupos de países se calculan como la suma de los valores individuales de los respectivos países en dólares de EE.UU. No se incluyen algunos datos compuestos de derivados financieros debido a las limitaciones de los datos. Debido a esta misma razón, tampoco se incluyen las proyecciones para la zona del euro.

<sup>1</sup>Excluido Lituania.

<sup>2</sup>Excluye el G7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido) y los países de la zona del euro, pero incluye Lituania.

<sup>3</sup>Georgia, Turkmenistán y Ucrania, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

**Cuadro A14. Resumen de préstamo y endeudamiento neto**  
 (Porcentaje del PIB)

	Promedios								Proyecciones		
	1997-2006	2001-08	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio 2017-20
<b>Economías avanzadas</b>											
Préstamo/endeudamiento neto	-0,6	-0,9	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,4	0,4	0,6	0,4	0,2
Saldo en cuenta corriente	-0,6	-0,9	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,3	0,4	0,6	0,4	0,2
Ahorro	22,3	21,7	19,0	20,0	20,5	20,9	21,1	21,1	21,2	21,3	21,8
Inversión	22,9	22,6	19,5	20,4	20,8	20,7	20,5	20,7	20,7	21,1	21,7
Saldo en cuenta de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Estados Unidos</b>											
Préstamo/endeudamiento neto	-4,0	-4,8	-2,6	-3,0	-3,0	-2,8	-2,4	-2,4	-2,3	-2,4	-2,6
Saldo en cuenta corriente	-4,0	-4,8	-2,6	-3,0	-3,0	-2,9	-2,4	-2,4	-2,3	-2,4	-2,6
Ahorro	19,3	17,8	14,4	15,1	15,7	17,5	18,1	17,9	18,1	18,6	19,2
Inversión	22,6	22,2	17,5	18,4	18,5	19,2	19,3	19,8	20,4	21,0	21,8
Saldo en cuenta de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zona del euro<sup>1</sup></b>											
Préstamo/endeudamiento neto	...	0,1	-0,1	0,0	0,0	1,6	2,4	2,5	...	...	...
Saldo en cuenta corriente	0,0	0,0	-0,2	0,0	-0,1	1,5	2,2	2,3	3,3	3,1	2,7
Ahorro	22,8	23,0	20,8	21,5	22,2	22,2	22,1	22,5	22,7	22,7	22,8
Inversión	22,4	22,6	20,4	20,9	21,4	20,1	19,4	19,2	18,8	19,0	19,5
Saldo en cuenta de capital	...	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	...	...	...
<b>Alemania</b>											
Préstamo/endeudamiento neto	1,3	3,8	5,8	5,7	6,1	7,2	6,8	7,5	8,4	7,9	7,2
Saldo en cuenta corriente	1,4	3,8	5,8	5,7	6,1	7,1	6,7	7,5	8,4	7,9	7,2
Ahorro	22,6	23,9	24,0	25,2	26,7	26,3	25,7	26,3	26,9	26,7	26,3
Inversión	21,3	20,1	18,1	19,5	20,6	19,2	19,0	18,9	18,5	18,8	19,1
Saldo en cuenta de capital	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Francia</b>											
Préstamo/endeudamiento neto	1,3	0,1	-0,7	-0,8	-1,0	-1,5	-1,3	-0,9	0,0	-0,2	-0,2
Saldo en cuenta corriente	1,3	0,1	-0,8	-0,8	-1,0	-1,5	-1,4	-1,1	-0,1	-0,3	-0,3
Ahorro	22,8	22,6	20,5	21,1	22,2	21,2	20,6	20,9	21,3	21,2	21,8
Inversión	21,5	22,5	21,3	21,9	23,2	22,7	22,0	22,0	21,4	21,5	22,1
Saldo en cuenta de capital	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Italia</b>											
Préstamo/endeudamiento neto	0,2	-1,0	-1,9	-3,5	-3,0	-0,2	1,0	2,0	2,7	2,6	1,4
Saldo en cuenta corriente	0,1	-1,1	-1,9	-3,5	-3,1	-0,4	1,0	1,8	2,6	2,5	1,3
Ahorro	20,7	20,3	17,5	17,1	17,4	17,4	18,3	18,3	17,6	17,4	17,2
Inversión	20,7	21,4	19,4	20,5	20,4	17,8	17,3	16,5	15,0	14,9	15,9
Saldo en cuenta de capital	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1
<b>España</b>											
Préstamo/endeudamiento neto	-3,4	-5,9	-4,0	-3,5	-2,8	0,2	2,1	0,5	0,7	0,8	1,2
Saldo en cuenta corriente	-4,3	-6,6	-4,3	-3,9	-3,2	-0,3	1,4	0,1	0,3	0,4	0,8
Ahorro	22,4	22,4	20,3	19,6	18,7	19,9	20,4	19,6	19,8	20,0	20,4
Inversión	26,9	29,0	24,6	23,5	21,9	20,2	19,0	19,5	19,5	19,6	19,6
Saldo en cuenta de capital	0,9	0,7	0,3	0,5	0,4	0,5	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Japón</b>											
Préstamo/endeudamiento neto	2,9	3,3	2,8	3,9	2,1	1,0	0,5	0,5	1,9	1,9	2,1
Saldo en cuenta corriente	3,0	3,4	2,9	4,0	2,1	1,0	0,7	0,5	1,9	2,0	2,2
Ahorro	27,1	26,3	22,6	23,8	22,3	21,9	21,8	22,4	23,1	22,7	22,7
Inversión	24,1	22,8	19,7	19,8	20,2	20,9	21,1	21,8	21,1	20,7	20,5
Saldo en cuenta de capital	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Reino Unido</b>											
Préstamo/endeudamiento neto	-1,7	-2,2	-2,7	-2,5	-1,6	-3,7	-4,4	-5,5	-4,7	-4,6	-3,6
Saldo en cuenta corriente	-1,7	-2,2	-2,8	-2,6	-1,7	-3,7	-4,5	-5,5	-4,8	-4,6	-3,6
Ahorro	17,4	16,4	12,3	13,7	14,6	12,6	12,5	12,2	13,1	13,8	15,9
Inversión	19,1	18,6	15,0	16,3	16,3	16,3	17,0	17,7	17,8	18,4	19,6
Saldo en cuenta de capital	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

**Cuadro A14. Resumen de préstamo y endeudamiento neto (continuación)**  
(Porcentaje del PIB)

	Promedios								Proyecciones		
	1997-2006	2001-08	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio 2017-20
<b>Canadá</b>											
Préstamo/endeudamiento neto	1,0	1,4	-3,0	-3,5	-2,7	-3,3	-3,0	-2,2	-2,6	-2,3	-2,1
Saldo en cuenta corriente	1,0	1,4	-2,9	-3,5	-2,7	-3,3	-3,0	-2,2	-2,6	-2,3	-2,1
Ahorro	22,3	23,5	18,9	19,8	21,5	21,6	21,5	21,9	21,3	21,4	21,8
Inversión	21,3	22,1	21,8	23,3	24,1	24,9	24,5	24,1	23,9	23,7	23,9
Saldo en cuenta de capital	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Otras economías avanzadas<sup>2</sup></b>											
Préstamo/endeudamiento neto	3,5	3,8	4,0	4,7	3,9	4,0	5,1	4,8	4,9	4,3	3,8
Saldo en cuenta corriente	3,5	3,9	4,0	4,7	3,8	4,0	5,0	4,8	4,9	4,3	3,8
Ahorro	28,7	29,1	28,2	29,8	30,0	30,0	30,1	30,2	30,3	30,1	30,0
Inversión	25,9	25,9	24,6	25,9	26,6	26,4	25,3	25,3	25,2	25,6	26,1
Saldo en cuenta de capital	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Economías de mercados emergentes y en desarrollo</b>											
Préstamo/endeudamiento neto	1,7	3,0	1,4	1,7	1,7	1,5	0,8	0,6	0,3	0,5	0,5
Saldo en cuenta corriente	1,5	2,9	1,3	1,4	1,6	1,4	0,7	0,7	0,1	0,4	0,5
Ahorro	26,4	29,7	31,7	32,6	33,4	33,1	32,5	32,3	32,3	32,5	32,4
Inversión	25,3	27,1	30,6	31,3	31,9	31,9	31,8	31,6	32,2	32,1	32,1
Saldo en cuenta de capital	0,2	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
<b>Por regiones</b>											
<b>África subsahariana</b>											
Préstamo/endeudamiento neto	1,1	2,2	-1,9	1,2	-0,2	-1,5	-2,1	-3,0	-4,2	-3,8	-3,7
Saldo en cuenta corriente	-0,2	0,8	-2,7	-0,6	-0,7	-1,9	-2,5	-3,3	-4,6	-4,1	-4,0
Ahorro	17,6	19,9	19,2	20,1	19,6	18,8	17,6	16,7	15,9	17,0	17,5
Inversión	18,6	19,5	21,6	20,5	20,2	20,7	20,1	19,9	20,4	21,0	21,4
Saldo en cuenta de capital	1,3	1,4	0,8	1,8	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3
<b>América Latina y el Caribe</b>											
Préstamo/endeudamiento neto	-1,1	0,1	-0,7	-1,1	-1,4	-1,8	-2,8	-2,8	-3,2	-3,0	-2,7
Saldo en cuenta corriente	-1,1	0,0	-0,7	-1,3	-1,4	-1,8	-2,8	-2,8	-3,2	-3,0	-2,7
Ahorro	18,7	20,6	19,6	20,4	20,7	19,8	18,8	18,2	17,0	17,2	17,9
Inversión	19,9	20,6	20,4	21,7	22,1	21,7	21,6	21,1	20,1	20,1	20,7
Saldo en cuenta de capital	0,1	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Comunidad de Estados Independientes<sup>3</sup></b>											
Préstamo/endeudamiento neto	6,1	5,8	1,9	3,9	4,3	2,3	0,6	0,5	2,5	3,7	3,5
Saldo en cuenta corriente	6,3	6,7	2,6	3,4	4,3	2,5	0,6	2,2	2,5	3,7	3,5
Ahorro	26,8	29,4	22,0	26,3	29,0	26,6	23,3	23,4	23,1	24,3	24,5
Inversión	20,6	22,8	19,2	22,7	24,6	24,1	22,6	21,0	20,3	20,4	21,1
Saldo en cuenta de capital	-0,4	-0,9	-0,7	0,4	0,0	-0,2	0,0	-1,6	0,0	0,0	0,0
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Asia</b>											
Préstamo/endeudamiento neto	2,7	3,9	3,5	2,5	0,9	1,0	1,1	1,3	2,1	2,0	1,7
Saldo en cuenta corriente	2,6	3,9	3,4	2,4	0,9	1,0	1,0	1,3	2,1	2,0	1,7
Ahorro	35,1	39,0	44,6	44,5	43,9	43,7	43,5	43,0	42,9	42,5	41,4
Inversión	33,0	35,5	41,1	42,0	42,9	42,7	42,4	41,6	40,8	40,5	39,7
Saldo en cuenta de capital	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Europa</b>											
Préstamo/endeudamiento neto	-3,7	-4,9	-2,7	-4,4	-5,7	-3,6	-2,7	-1,6	-1,4	-2,2	-2,8
Saldo en cuenta corriente	-3,9	-5,1	-3,4	-5,1	-6,5	-4,6	-3,8	-2,9	-2,4	-3,0	-3,6
Ahorro	17,9	17,1	16,0	15,9	16,7	16,5	16,6	17,3	17,0	16,9	17,0
Inversión	21,6	22,1	19,4	21,0	23,1	21,0	20,4	20,1	19,3	19,8	20,5
Saldo en cuenta de capital	0,2	0,3	0,7	0,7	0,8	1,0	1,2	1,2	1,0	0,8	0,8
<b>Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán</b>											
Préstamo/endeudamiento neto	7,2	10,5	1,6	6,4	13,0	12,2	9,8	6,5	-1,7	0,0	1,3
Saldo en cuenta corriente	6,9	10,2	1,8	6,2	13,0	12,3	9,8	6,4	-1,9	-0,1	1,3
Ahorro	29,9	35,1	31,2	34,4	38,6	37,2	35,1	31,7	25,0	27,1	28,4
Inversión	23,9	25,8	31,2	29,1	26,1	25,7	25,0	25,4	27,1	27,3	27,4
Saldo en cuenta de capital	0,3	0,3	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,1

**Cuadro A14. Resumen de préstamo y endeudamiento neto (conclusión)**

(Porcentaje del PIB)

	Promedios								Proyecciones		
	1997–2006	2001–08	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio 2017–20
<b>Por criterios analíticos</b>											
<b>Por fuentes de ingresos de exportación</b>											
<b>Exportadores de combustibles</b>											
Préstamo/endeudamiento neto	7,9	10,1	3,0	6,6	10,4	9,2	6,9	4,6	-0,1	1,8	2,8
Saldo en cuenta corriente	7,9	10,3	3,3	6,3	10,4	9,3	7,0	5,3	-0,2	1,8	2,8
Ahorro	29,8	33,8	28,5	31,4	34,9	33,5	30,7	28,4	24,2	25,9	26,7
Inversión	22,8	24,3	26,0	25,6	24,9	24,6	23,5	23,2	24,1	24,0	24,0
Saldo en cuenta de capital	0,0	-0,2	-0,3	0,3	0,0	-0,1	0,0	-0,6	0,1	0,0	0,0
<b>Exportadores de otros productos</b>											
Préstamo/endeudamiento neto	0,1	0,9	0,9	0,3	-0,9	-0,8	-0,9	-0,4	0,3	0,2	0,1
Saldo en cuenta corriente	-0,1	0,7	0,8	0,0	-1,0	-1,0	-1,0	-0,6	0,2	0,1	-0,1
Ahorro	25,5	28,6	32,6	33,0	32,9	33,0	33,0	33,2	34,0	33,9	33,7
Inversión	25,9	28,0	31,8	32,9	33,9	34,0	34,0	33,8	33,8	33,8	33,7
Saldo en cuenta de capital	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
<b>Por fuentes de financiamiento externo</b>											
<b>Economías deudoras netas</b>											
Préstamo/endeudamiento neto	-1,1	-1,0	-1,4	-1,7	-2,5	-3,1	-3,0	-2,4	-2,3	-2,5	-2,6
Saldo en cuenta corriente	-1,4	-1,3	-1,6	-2,1	-2,7	-3,3	-3,2	-2,6	-2,5	-2,6	-2,8
Ahorro	20,4	21,9	22,4	23,2	23,3	22,1	21,5	21,3	21,7	22,1	22,7
Inversión	22,1	23,4	23,9	25,2	25,8	25,4	24,6	23,9	24,2	24,7	25,5
Saldo en cuenta de capital	0,3	0,3	0,2	0,4	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
<b>Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda</b>											
<b>Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2009–13</b>											
Préstamo/endeudamiento neto	-0,6	0,0	-3,9	-0,9	-1,9	-5,2	-5,2	-3,4	-4,3	-4,8	-5,2
Saldo en cuenta corriente	-1,1	-0,5	-3,4	-3,0	-2,5	-4,9	-4,7	-3,3	-4,6	-5,0	-5,3
Ahorro	17,2	19,2	16,9	18,4	17,4	15,0	14,3	15,0	13,8	13,7	13,8
Inversión	19,4	19,9	20,4	21,1	19,9	20,0	19,0	18,3	18,4	18,7	19,3
Saldo en cuenta de capital	0,5	0,5	-0,5	2,1	0,7	-0,3	-0,5	-0,1	0,3	0,2	0,2
<b>Partida informativa</b>											
<b>Mundo</b>											
Préstamo/endeudamiento neto	-0,1	0,1	0,3	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
Saldo en cuenta corriente	-0,1	0,0	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3
Ahorro	23,3	23,7	23,0	24,4	25,2	25,5	25,6	25,5	25,6	25,9	26,3
Inversión	23,4	23,7	23,0	24,1	24,8	24,9	24,9	24,9	25,2	25,5	26,0
Saldo en cuenta de capital	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1

Nota: Las estimaciones de este cuadro se basan en las cuentas nacionales y las estadísticas de balanza de pagos de cada país. Los datos compuestos sobre los grupos de países se calculan sumando las cifras en dólares de EE.UU. correspondientes a los respectivos países que integran el grupo. Esta práctica difiere de la utilizada en la edición de abril de 2005 y ediciones anteriores del informe WEO, donde los datos compuestos sobre los países se ponderaban por el PIB valorado en términos de la paridad del poder adquisitivo (PPA), como proporción del PIB total mundial. Las estimaciones del ahorro e inversión internos brutos (o formación bruta de capital) se obtienen a partir de las estadísticas de las cuentas nacionales de cada país. Las estimaciones del saldo en cuenta corriente, el saldo en cuenta de capital y el saldo en cuenta financiera (o préstamo/endeudamiento neto) se obtienen de las estadísticas de la balanza de pagos. La relación entre las transacciones internas y las transacciones con el resto del mundo se puede expresar como identidades contables. Ahorro (A) menos Inversión (I) es igual al saldo en cuenta corriente (SCCo) ( $A - I = \text{SCCo}$ ). Asimismo, préstamo/endeudamiento neto (PNE) es la suma del saldo en cuenta corriente y el saldo en cuenta de capital (SCCa) ( $\text{PNE} = \text{SCCo} + \text{SCCa}$ ). En la práctica, estas identidades no son exactas; los desequilibrios surgen de los errores en las fuentes y compilaciones de datos así como de las asimetrías de los datos compuestos de grupos de países causadas por la disponibilidad de datos.

<sup>1</sup>Excluye Lituania.

<sup>2</sup>Excluye el G7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido) y los países de la zona del euro, pero incluye Lituania.

<sup>3</sup>Georgia, Turkmenistán y Ucrania, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

**Cuadro A15. Resumen del escenario mundial de referencia a mediano plazo**

	Promedios				Proyecciones			
	1997–2006	2007–16	2013	2014	2015	2016	Promedios	
							2013–16	2017–20
	<i>Variación porcentual anual</i>							
PIB real mundial	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>
Economías avanzadas	2,8	1,3	1,4	1,8	2,4	2,4	2,0	2,0
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	5,5	5,5	5,0	4,6	4,3	4,7	4,6	5,2
<i>Partida informativa</i>								
Producto potencial								
Principales economías avanzadas	2,3	1,4	1,3	1,4	1,5	1,6	1,5	1,7
<b>Comercio mundial, volumen<sup>1</sup></b>	<b>6,8</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>4,7</b>	<b>3,8</b>	<b>5,1</b>
Importaciones								
Economías avanzadas	6,6	2,3	2,1	3,3	3,3	4,3	3,2	4,6
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	8,1	6,3	5,5	3,7	3,5	5,5	4,5	6,2
Exportaciones								
Economías avanzadas	6,1	3,0	3,1	3,3	3,2	4,1	3,4	4,4
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	8,3	5,0	4,6	3,4	5,3	5,7	4,7	6,0
Términos de intercambio								
Economías avanzadas	-0,2	-0,1	0,7	0,3	1,0	-0,4	0,4	0,0
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	1,6	0,2	-0,3	-0,6	-3,7	0,1	-1,2	-0,2
<b>Precios mundiales en dólares de EE.UU.</b>								
Manufacturas	0,3	0,9	-1,4	-0,8	-3,3	0,5	-1,3	0,6
Petróleo	12,2	0,2	-0,9	-7,5	-39,6	12,9	-11,1	3,0
Productos primarios no combustibles	2,2	1,1	-1,2	-4,0	-14,1	-1,0	-5,2	-0,6
<b>Precios al consumidor</b>								
Economías avanzadas	2,0	1,6	1,4	1,4	0,4	1,4	1,1	2,0
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	8,8	6,2	5,9	5,1	5,4	4,8	5,3	4,5
<b>Tasas de interés</b>								
LIBOR real a seis meses <sup>2</sup>	2,0	-0,2	-1,1	-1,1	-0,5	0,3	-0,6	1,7
Tasas de interés real mundial a largo plazo <sup>3</sup>	2,5	1,1	0,8	0,5	1,6	1,1	1,0	1,4
<b>Saldo en cuenta corriente</b>								
Economías avanzadas	-0,6	-0,1	0,3	0,4	0,6	0,4	0,4	0,2
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	1,5	1,5	0,7	0,7	0,1	0,4	0,5	0,5
<b>Deuda externa total</b>								
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	34,2	25,7	25,4	25,8	27,5	27,2	26,5	26,2
<b>Servicio de la deuda</b>								
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	9,5	8,7	8,9	9,3	9,8	9,5	9,4	9,7

<sup>1</sup>Los datos corresponden al comercio de bienes y servicios.<sup>2</sup>Tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) para los depósitos en dólares de EE.UU. menos la variación porcentual del deflactor del PIB de Estados Unidos.<sup>3</sup>Promedio ponderado por el PIB de las tasas de los bonos públicos a 10 años (o al vencimiento más próximo a 10 años) para Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido.



# PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

## TEMAS SELECCIONADOS

### Archivos de *Perspectivas de la economía mundial*

<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : El desarrollo de las instituciones	Septiembre de 2005
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Globalización e inflación	Abril de 2006
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Sistemas financieros y ciclos económicos	Septiembre de 2006
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Desbordamientos y ciclos de la economía mundial	Abril de 2007
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Globalización y desigualdad	Octubre de 2007
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : La vivienda y el ciclo económico	Abril de 2008
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Tensiones financieras, desaceleraciones y recuperaciones	Octubre de 2008
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Crisis y recuperación	Abril de 2009
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Sustentar la recuperación	Octubre de 2009
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Reequilibrar el crecimiento	Abril de 2010
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Recuperación, riesgo y reequilibrio	Octubre de 2010
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Las tensiones de una recuperación a dos velocidades: Desempleo, materias primas y flujos de capital	Abril de 2011
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Desaceleración del crecimiento, agudización de los riesgos	Septiembre de 2011
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Reanudación del crecimiento, peligros persistentes	Abril de 2012
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Hacer frente a los altos niveles de deuda y al lento crecimiento	Octubre de 2012
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Esperanzas, realidades, riesgos	Abril de 2013
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Transiciones y tensiones	Octubre de 2013
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : La recuperación se afianza, pero sigue siendo despareja	Abril de 2014
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Secuelas, nubarrones, incertidumbres	Octubre de 2014
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Crecimiento dispar; factores a corto y largo plazo	Abril de 2015

### I. Metodología: Cifras agregadas, modelos y pronósticos

¿Cuán exactas son las previsiones de <i>Perspectivas de la economía mundial</i> ?	Abril de 2006, recuadro 1.3
La diferencia entre el ahorro de los hogares y el de las empresas	Abril de 2006, recuadro 4.1
Medición de la desigualdad: Cuestiones conceptuales, metodológicas y de medición	Octubre de 2007, recuadro 4.1
Nuevos índices del ciclo económico para América Latina: Una reconstrucción histórica	Octubre de 2007, recuadro 5.3
Implicaciones de las nuevas estimaciones de la PPA para el cálculo del crecimiento mundial	Abril de 2008, apéndice 1.1
Medición de las brechas del producto	Octubre de 2008, recuadro 1.3
Evaluación y divulgación de los riesgos para las perspectivas mundiales	Octubre de 2008, apéndice 1.1
Gráfico de abanico del crecimiento mundial	Abril de 2009, apéndice 1.2
Indicadores para seguir la trayectoria del crecimiento	Octubre de 2010, apéndice 1.2
El producto potencial inferido a partir de datos con ruido estadístico: La perspectiva del modelo de proyección mundial	Octubre de 2010, recuadro 1.3
Reequilibramiento desigual	Octubre de 2010, recuadro 1.4
Escenarios a la baja de <i>Perspectivas de la economía mundial</i>	Abril de 2011, recuadro 1.2
Balances fiscales: La importancia de los activos no financieros y su medición	Octubre de 2014, recuadro 3.3

## II. Estudios históricos

Las tasas de interés a largo plazo desde una perspectiva histórica	Abril de 2006, recuadro 1.1
El reciclaje de petrodólares durante los años setenta	Abril de 2006, recuadro 2.2
Perspectiva histórica sobre el crecimiento y la cuenta corriente	Octubre de 2008, recuadro 6.3
Perspectiva histórica de las crisis financieras internacionales	Octubre de 2009, recuadro 4.1
Lo bueno, lo malo y lo feo: Cien años de lucha contra el sobreendeudamiento público	Octubre de 2012, capítulo 3

## III. Crecimiento económico: Fuentes y perfil

El desarrollo de las instituciones	Septiembre de 2005, capítulo 3
Rendimiento de la inversión en los países industriales y en desarrollo	Septiembre de 2005, recuadro 2.2
Instrumentos específicos para luchar contra la corrupción	Septiembre de 2005, recuadro 3.2
Efecto de las transferencias sin contrapartida en las instituciones	Septiembre de 2005, recuadro 3.3
Impacto de los recientes ajustes del mercado inmobiliario en los países industriales	Abril de 2006, recuadro 1.2
Abundancia de efectivo: ¿Por qué ahorran tanto las empresas?	Abril de 2006, capítulo 4
Las repercusiones mundiales de una pandemia de gripe aviar	Abril de 2006, apéndice 1.2
El despertar de Asia: Estructuras de desarrollo y crecimiento económico	Septiembre de 2006, capítulo 3
El crecimiento del producto potencial y la productividad en Japón	Septiembre de 2006, recuadro 3.1
La evolución y el impacto de la calidad de la gestión empresarial en Asia	Septiembre de 2006, recuadro 3.2
¿Es posible desacoplar el tren? Desbordamientos y ciclos en la economía mundial	Abril de 2007, capítulo 4
Desbordamientos y sincronización de los ciclos económicos internacionales: Una perspectiva más amplia	Abril de 2007, recuadro 4.3
El debate sobre el descuento	Octubre de 2007, recuadro 1.7
Los impuestos o la cantidad en un marco de incertidumbre (Weitzman, 1974)	Octubre de 2007, recuadro 1.8
Resultados obtenidos mediante el comercio de emisiones de la Unión Europea	Octubre de 2007, recuadro 1.9
El cambio climático: Impacto económico y medidas de política	Octubre de 2007, apéndice 1.2
¿Qué riesgos plantean los mercados de la vivienda para el crecimiento mundial?	Octubre de 2007, recuadro 2.1
La dinámica cambiante del ciclo económico mundial	Octubre de 2007, capítulo 5
Las principales economías y las fluctuaciones en el crecimiento mundial	Octubre de 2007, recuadro 5.1
La mejora de los resultados macroeconómicos: ¿Buena suerte o buenas políticas?	Octubre de 2007, recuadro 5.2
Precios de la vivienda: Correcciones y consecuencias	Octubre de 2008, recuadro 1.2.
Los ciclos económicos mundiales	Abril de 2009, recuadro 1.1
¿Se parece la actual crisis a la Gran Depresión?	Abril de 2009, recuadro 3.1
¿Es el crédito un factor vital para la recuperación? Datos sectoriales	Abril de 2009, recuadro 3.2
De la recesión a la recuperación: ¿Cuándo y a qué ritmo?	Abril de 2009, capítulo 3
¿Cuáles han sido los daños? Dinámica del producto a mediano plazo después de una crisis financiera	Octubre de 2009, capítulo 4
¿Será una recuperación con desempleo?	Octubre de 2009, recuadro 1.3
La dinámica del desempleo durante recesiones y recuperaciones: La ley de Okun como punto de partida	Abril de 2010, capítulo 3
Un crecimiento lento en las economías avanzadas ¿implica necesariamente un crecimiento lento en las economías emergentes?	Octubre de 2010, recuadro 1.1
La recuperación mundial: ¿en qué punto estamos?	Abril de 2012, recuadro 1.2
¿Cómo afecta la incertidumbre al desempeño económico?	Octubre de 2012, recuadro 1.3

¿Perdurará la resiliencia de las economías de mercados emergentes y en desarrollo?	Octubre de 2012, capítulo 4
¿Son inseparables el empleo y el crecimiento?	Octubre de 2012, recuadro 4.1
Efectos derivados de la incertidumbre en torno a las políticas de Estados Unidos y Europa	Abril de 2013, capítulo 2, sección especial sobre los efectos de contagio
¿Podrán dar el salto decisivo los países de bajo ingreso dinámicos de hoy?	Abril de 2013, capítulo 4
¿Qué factores explican las desaceleraciones en el grupo BRICS?	Octubre de 2013, recuadro 1.2
¿Bailando juntos? Efectos de contagio, shocks comunes y el papel de los vínculos financieros y comerciales	Octubre de 2013, capítulo 3
Sincronicidad del producto en Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán y el Cáucaso y Asia central	Octubre de 2013, recuadro 3.1
Efectos de contagio de las variaciones de la política monetaria estadounidense	Octubre de 2013, recuadro 3.2
Ahorro y crecimiento económico	Abril de 2014, recuadro 3.1
Condiciones externas y crecimiento de los mercados emergentes antes, durante y después de la crisis financiera mundial	Abril de 2014, capítulo 4
Impacto de las condiciones externas en el crecimiento a mediano plazo de las economías de mercados emergentes	Abril de 2014, recuadro 4.1
Causas de las revisiones de los pronósticos de crecimiento del FMI desde 2011	Octubre de 2014, recuadro 1.2
Los factores determinantes subyacentes de los rendimientos en Estados Unidos son importantes para los efectos de contagio	Octubre de 2014, capítulo 2, sección especial sobre los efectos de contagio
¿Es un buen momento para darle impulso a la infraestructura? Los efectos macroeconómicos de la inversión pública	Octubre de 2014, capítulo 3
Efectos macroeconómicos de aumentar la inversión pública en las economías en desarrollo	Octubre de 2014, recuadro 3.4
¿Hacia dónde nos encaminamos? Perspectivas en torno al producto potencial	Abril 2015, capítulo 3
Mantener el rumbo en aguas turbulentas: Estimación del producto sostenible	Abril 2015, recuadro 3.1

#### IV. Inflación y deflación, mercados de materias primas

Expectativas de inflación a largo plazo y credibilidad	Septiembre de 2005, recuadro 4.2
¿Podrá continuar el auge de precios de los productos básicos no combustibles?	Septiembre de 2006, capítulo 5
Las empresas petroleras internacionales y nacionales y los cambios en el sector petrolero	Septiembre de 2006, recuadro 1.4
Shocks de precios de los productos básicos, crecimiento y financiamiento en África subsahariana	Septiembre de 2006, recuadro 2.2
¿Ha contribuido la especulación al aumento de los precios de los productos básicos?	Septiembre de 2006, recuadro 5.1
La liberalización del comercio agrícola y los precios de los productos básicos	Septiembre de 2006, recuadro 5.2
Evolución reciente de los mercados de productos básicos	Septiembre de 2006, apéndice 2.1
¿A quién perjudica la subida de los precios de los alimentos?	Octubre de 2007, recuadro 1.1
Estrangulamientos de la producción en las refinerías	Octubre de 2007, recuadro 1.5
El mejor uso posible de los biocombustibles	Octubre de 2007, recuadro 1.6
Evolución y perspectivas de los mercados de productos básicos	Abril de 2008, apéndice 1.2
La depreciación del dólar y los precios de los productos básicos	Abril de 2008, recuadro 1.4
¿Por qué la oferta de petróleo no ha respondido al alza de los precios?	Abril de 2008, recuadro 1.5
Precios de referencia del petróleo	Abril de 2008, recuadro 1.6
La globalización, los precios de los productos básicos y los países en desarrollo	Abril de 2008, capítulo 5

El auge actual de los precios de los productos básicos en perspectiva	Abril de 2008, recuadro 5.2
¿Ha vuelto la inflación? Precios de las materias primas e inflación	Octubre de 2008, capítulo 3
¿Influye la inversión financiera en el comportamiento de los precios de las materias primas?	Octubre de 2008, recuadro 3.1
Medidas fiscales adoptadas ante los recientes aumentos de precios de las materias primas: Una evaluación	Octubre de 2008, recuadro 3.2
Los regímenes de política monetaria y los precios de las materias primas	Octubre de 2008, recuadro 3.3
Evaluación del riesgo de deflación en las economías del G-3	Abril de 2009, recuadro 1.3
¿Volverán a subir los precios de las materias primas cuando se recupere la economía mundial?	Abril de 2009, recuadro 1.5
Evolución y perspectivas de los mercados de materias primas	Abril de 2009, apéndice 1.1
Situación y perspectivas de los mercados de materias primas	Octubre de 2009, apéndice 1.1
¿Qué nos dicen los mercados de opciones sobre las perspectivas de precios de las materias primas?	Octubre de 2009, recuadro 1.6
¿A qué se debe el aumento de la volatilidad de los precios de los alimentos?	Octubre de 2009, recuadro 1.7
¿Cuán inusual es la actual recuperación de los precios de las materias primas?	Abril de 2010, recuadro 1.2
Curvas de precios de los futuros de materias primas y ajuste cíclico del mercado	Abril de 2010, recuadro 1.3
Evolución y perspectivas del mercado de materias primas	Octubre de 2010, apéndice 1.1
Sombrias perspectivas para el sector inmobiliario	Octubre de 2010, recuadro 1.2
¿Cómo influiría una mayor escasez de metales en los precios?	Octubre de 2010, recuadro 1.5
Evolución y perspectivas del mercado de materias primas	Abril de 2011, apéndice 1.2
Escasez de petróleo, crecimiento y desequilibrios mundiales	Abril de 2011, capítulo 3
Las limitaciones del ciclo de vida a la producción mundial de petróleo	Abril de 2011, recuadro 3.1
Gas natural no convencional: ¿Un recurso revolucionario?	Abril de 2011, recuadro 3.2
Efectos a corto plazo de los shocks petroleros en la actividad económica	Abril de 2011, recuadro 3.3
Filtrado de baja frecuencia para la extracción de tendencias de ciclos económicos	Abril de 2011, apéndice 3.1
Los modelos empíricos de la energía y del petróleo	Abril de 2011, apéndice 3.2
Evolución y perspectivas del mercado de materias primas	Septiembre de 2011, apéndice 1.1
Inversión financiera, especulación y precios de las materias primas	Septiembre de 2011, recuadro 1.4
Una meta pragmática: Las fluctuaciones de precios de las materias primas y la política monetaria	Septiembre de 2011, capítulo 3
Análisis de los mercados de materias primas	Abril de 2012, capítulo 1 sección especial
Las fluctuaciones de precios de las materias primas y los países exportadores de materias primas	Abril de 2012, capítulo 4
Efectos macroeconómicos de los shocks de precios de las materias primas en los países de bajo ingreso	Abril de 2012, recuadro 4.1
La volatilidad de precios de las materias primas y el reto para el desarrollo de los países de bajo ingreso	Abril de 2012, recuadro 4.2
Análisis de los mercados de materias primas	Octubre de 2012, capítulo 1, sección especial
Energía no convencional en Estados Unidos	Octubre de 2012, recuadro 1.4
Escasez de oferta de alimentos: ¿Quién es más vulnerable?	Octubre de 2012, recuadro 1.5
Análisis de los mercados de materias primas	Abril de 2013, capítulo 1, sección especial
El perro que no ladró: ¿Ha sido amordazada la inflación o estaba simplemente dormida?	Abril de 2013, capítulo 3
¿Todavía tiene sentido la fijación de metas de inflación con una curva de Phillips más plana?	Abril de 2013, recuadro 3.1

Análisis de los mercados de materias primas	Octubre de 2013, capítulo 1, sección especial
Auges de la energía y la cuenta corriente: Comparación entre países	Octubre de 2013, recuadro 1.SE.1
Factores determinantes del precio del petróleo y reducción del diferencial WTI-Brent	Octubre de 2013, recuadro 1.SE.2
Anclaje de las expectativas inflacionarias cuando la inflación es inferior al objetivo	Abril de 2014, recuadro 1.3
Precios de las materias primas y pronósticos	Abril de 2014, capítulo 1, sección especial
Evolución y perspectivas de los mercados de materias primas, con un enfoque centrado en el gas natural en la economía mundial	Octubre de 2014, capítulo 1, 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	Abril de 2015, capítulo 1, sección especial
Colapso de los precios del petróleo: ¿Oferta o demanda?	Abril de 2015, recuadro 1.1
<b>V. Política fiscal</b>	
¿Sigue siendo demasiado alto el nivel de deuda pública en los países de mercados emergentes?	Septiembre de 2005, recuadro 1.1
El mejoramiento del desempeño fiscal de los mercados emergentes, ¿es cíclico o estructural?	Septiembre de 2006, recuadro 2.1
¿En qué casos funciona el estímulo fiscal?	Abril de 2008, recuadro 2.1
La política fiscal como herramienta anticíclica	Octubre de 2008, capítulo 5
Diferencias en la magnitud de los estabilizadores automáticos y relación con la política fiscal discrecional	Octubre de 2008, recuadro 5.1
¿Por qué es tan difícil determinar los efectos del estímulo fiscal?	Octubre de 2008, recuadro 5.2
La puntualidad, provisionalidad y focalización de los recortes de impuestos en Estados Unidos	Octubre de 2008, recuadro 5.3
¿Serán dolorosos los efectos macroeconómicos de la consolidación fiscal?	Octubre de 2010, capítulo 3
¿Gemelos separados al nacer? El balance presupuestario y la balanza comercial	Septiembre de 2011, capítulo 4
¿Estamos subestimando los multiplicadores fiscales a corto plazo?	Octubre de 2012, recuadro 1.1
Efectos de los elevados niveles de deuda pública en las economías avanzadas	Octubre de 2012, recuadro 1.2
Lo bueno, lo malo y lo feo: Cien años de lucha contra el sobreendeudamiento público	Octubre de 2012, capítulo 3
La gran divergencia de las políticas	Abril de 2013, recuadro 1.1
Sobreendeudamiento público y desempeño del sector privado	Abril de 2013, recuadro 1.2
¿Es un buen momento para darle impulso a la infraestructura? Los efectos macroeconómicos de la inversión pública	Octubre de 2014, capítulo 3
Mejorar la eficiencia de la inversión pública	Octubre de 2014, recuadro 3.2
Efectos macroeconómicos de aumentar la inversión pública en las economías en desarrollo	Octubre de 2014, recuadro 3.4
Instituciones fiscales, reglas e inversión pública	Octubre de 2014, recuadro 3.5
<b>VI. Política monetaria, mercados financieros, flujo de fondos</b>	
Régimen de metas de inflación: ¿Es viable en los países de mercados emergentes?	Septiembre de 2005, capítulo 4
Estrategias alternativas al régimen de metas de inflación: Metas monetarias y cambiarias	Septiembre de 2005, recuadro 4.1
¿De qué forma la globalización ha afectado la inflación?	Abril de 2006, capítulo 3
El impacto de los petrodólares en el rendimiento de los bonos estadounidenses y de mercados emergentes	Abril de 2006, recuadro 2.3

Globalización e inflación en los mercados emergentes	Abril de 2006, recuadro 3.1
La globalización y la baja inflación desde una óptica histórica	Abril de 2006, recuadro 3.2
Traslado del tipo de cambio a los precios de importación	Abril de 2006, recuadro 3.3
Evolución de las utilidades y el ahorro del sector financiero	Abril de 2006, recuadro 4.2
¿Cómo influyen los sistemas financieros en los ciclos económicos?	Septiembre de 2006, capítulo 4
Endeudamiento financiero y deuda-deflación	Septiembre de 2006, recuadro 4.1
Vínculos financieros y desbordamientos	Abril de 2007, recuadro 4.1
Condiciones macroeconómicas en los países industriales y flujos financieros hacia los mercados emergentes	Abril de 2007, recuadro 4.2
Implicaciones macroeconómicas de la reciente turbulencia en los mercados financieros: Evolución con respecto a episodios anteriores	Octubre de 2007, recuadro 1.2
¿Qué es la liquidez mundial?	Octubre de 2007, recuadro 1.4
Evolución del ciclo de la vivienda e implicaciones para la política monetaria	Abril de 2008, capítulo 3
Evaluación de los focos de vulnerabilidad ante las correcciones del mercado de la vivienda	Abril de 2008, recuadro 3.1
¿Hay una contracción crediticia?	Abril de 2008, recuadro 1.1
Tensiones financieras y desaceleraciones económicas	Octubre de 2008, capítulo 4
Políticas adecuadas para resolver las tensiones en el sistema financiero y restablecer una intermediación financiera eficaz	Octubre de 2008, recuadro 4.1
El último brote de tensiones financieras: ¿Cómo cambia las perspectivas de la economía mundial?	Octubre de 2008, recuadro 1.1
¿Cuán vulnerables son las empresas no financieras?	Abril de 2009, recuadro 1.2
El problema de la disminución del patrimonio de los hogares	Abril de 2009, recuadro 2.1
Impacto de la presencia de bancos extranjeros en las crisis nacionales	Abril de 2009, recuadro 4.1
Un índice de tensiones financieras para las economías emergentes	Abril de 2009, apéndice 4.1
Las tensiones financieras en las economías emergentes: Análisis econométrico	Abril de 2009, apéndice 4.2
¿Cómo empeoran la situación las vinculaciones?	Abril de 2009, capítulo 4
Fluctuaciones de precios de los activos: Lecciones para la política monetaria	Octubre de 2009, capítulo 3
Los mercados financieros de las economías emergentes, ¿resistieron mejor que en crisis anteriores?	Octubre de 2009, recuadro 1.2
Los riesgos provenientes del mercado inmobiliario	Octubre de 2009, recuadro 1.4
Índices de condiciones financieras	Abril de 2011, apéndice 1.1
El colapso de los precios de la vivienda en las economías avanzadas: Repercusiones para los mercados financieros mundiales	Abril de 2011, recuadro 1.1
Repercusiones internacionales y formulación de la política macroeconómica	Abril de 2011, recuadro 1.3
Ciclos de auge y colapso crediticio: Sus causas y sus implicaciones para la política económica	Septiembre de 2011, recuadro 1.2
Las caídas de precios de las acciones, ¿vaticinan una recesión?	Septiembre de 2011, recuadro 1.3
Efectos transfronterizos del despalancamiento de los bancos de la zona del euro	Abril de 2012, capítulo 2, sección especial
La transmisión financiera de las tensiones en la economía mundial	Octubre de 2012, capítulo 2, sección especial sobre los efectos de contagio
La gran divergencia de las políticas	Abril de 2013, recuadro 1.1
Planes de ajuste: ¿Qué cabe esperar de una contracción de la política monetaria de Estados Unidos?	Octubre de 2013, recuadro 1.1
Oferta de crédito y crecimiento económico	Abril de 2014, recuadro 1.1

¿Deberían preocuparse las economías avanzadas por los shocks del crecimiento de las economías de mercados emergentes?	Abril de 2014, capítulo 2, Sección especial sobre los efectos de contagio
Panorama de las tasas de interés reales mundiales	Abril de 2014, capítulo 3
Actualización de los mercados mundiales de la vivienda	Octubre de 2014, recuadro 1.1
El auge del gas de esquisto en Estados Unidos y sus repercusiones en el comercio internacional	Octubre de 2014, recuadro 1.SE.1

## VII. Mercado laboral, pobreza y desigualdad

La globalización de la mano de obra	Abril de 2007, capítulo 5
Emigración y comercio exterior: ¿Qué efecto tienen en los países en desarrollo?	Abril de 2007, recuadro 5.1
Reformas del mercado del trabajo en la zona del euro y la relación de sustitución entre salarios y desempleo	Octubre de 2007, recuadro 2.2
Globalización y desigualdad	Octubre de 2007, capítulo 4
La dualidad entre los contratos temporales y permanentes: Indicadores, efectos y cuestiones de política	Abril de 2010, recuadro 3.1
Programas de reducción del tiempo de trabajo	Abril de 2010, recuadro 3.2
¿Una recuperación lenta y sin destino? Panorama sectorial de los mercados laborales de las economías avanzadas	Septiembre de 2011, recuadro 1.1
Participación de la fuerza laboral en Europa y en Estados Unidos durante y después de la Gran Recesión	Abril de 2012, recuadro 1.1
¿Son inseparables el empleo y el crecimiento?	Octubre de 2012, recuadro 4.1

## VIII. Regímenes cambiarios

Los posibles efectos de los shocks externos en los países de mercados emergentes	Septiembre de 2006, recuadro 1.3
Los tipos de cambio y el ajuste de los desequilibrios externos	Abril de 2007, capítulo 3
La transmisión del tipo de cambio a los precios del comercio y el ajuste externo	Abril de 2007, recuadro 3.3
Causas y consecuencias de la depreciación del dólar de EE.UU.	Abril de 2008, recuadro 1.2
Enseñanzas de la crisis: La selección del régimen cambiario	Abril de 2010, recuadro 1.1
Regímenes cambiarios y susceptibilidad a la crisis en los mercados emergentes	Abril de 2014, recuadro 1.4

## IX. Pagos externos, comercio exterior, movimientos de capital y deuda externa

Desequilibrios mundiales: Perspectiva del ahorro y la inversión	Septiembre de 2005, capítulo 2
El impacto de los cambios demográficos en el ahorro, la inversión y los saldos en cuenta corriente	Septiembre de 2005, recuadro 2.3
¿Cómo se ajustarán los desequilibrios mundiales?	Septiembre de 2005, apéndice 1.2
Los precios del petróleo y los desequilibrios mundiales	Abril de 2006, capítulo 2
¿En qué medida se han logrado superar los desequilibrios mundiales?	Abril de 2006, recuadro 1.4
La Ronda de Doha después de las reuniones en la RAE de Hong Kong	Abril de 2006, recuadro 1.5
Perspectivas a largo plazo de las corrientes de capital hacia los países de mercados emergentes	Septiembre de 2006, recuadro 1.1

¿Cómo se ajustarán los desequilibrios mundiales?	Septiembre de 2006, recuadro 2.1
Sostenibilidad externa e integración financiera	Abril de 2007, recuadro 3.1
Grandes y persistentes desequilibrios en cuenta corriente	Abril de 2007, recuadro 3.2
Consulta Multilateral sobre los desequilibrios mundiales	Octubre de 2007, recuadro 1.3
Consecuencias macroeconómicas de la gestión de las afluencias de ayuda cuantiosas y volátiles	Octubre de 2007, recuadro 2.3
Gestión de las grandes entradas de capital	Octubre de 2007, capítulo 3
¿Pueden dar resultado los controles de capital?	Octubre de 2007, recuadro 3.1
Consulta Multilateral sobre los Desequilibrios Mundiales: Informe de avance	Abril de 2008, recuadro 1.3
¿Cómo afecta la globalización del comercio y las finanzas al crecimiento?	
Teoría y datos empíricos	Abril de 2008, recuadro 5.1
Divergencias de los saldos en cuenta corriente en las economías emergentes	Octubre de 2008, capítulo 6
Factores determinantes de la cuenta corriente de los países exportadores de petróleo	Octubre de 2008, recuadro 6.1
Fondos soberanos de inversión: Implicaciones para los mercados financieros mundiales	Octubre de 2008, recuadro 6.2
Los desequilibrios mundiales y la crisis financiera	Abril de 2009, recuadro 1.4
El comercio mundial y su financiamiento: Nuevos datos de encuestas bancarias	Octubre de 2009, recuadro 1.1
De déficit a superávit: Cambios recientes en las cuentas corrientes mundiales	Octubre de 2009, recuadro 1.5
Alcanzar el equilibrio adecuado: Reversión de superávits en cuenta corriente sostenidos	Abril de 2010, capítulo 4
Economías emergentes de Asia: Respuesta a las entradas de capital	Octubre de 2010, recuadro 2.1
América Latina-5: Nueva oleada de entradas de capital	Octubre de 2010, recuadro 2.2
¿Tienen efectos duraderos en el comercio las crisis financieras?	Octubre de 2010, capítulo 4
Corrección de los desequilibrios externos en la periferia de la Unión Europea	Abril de 2011, recuadro 2.1
Flujos internacionales de capital: ¿Confiables o inconstantes?	Abril de 2011, capítulo 4
Los pasivos externos y los puntos de arranque de las crisis	Septiembre de 2011, recuadro 1.5
La evolución de los déficits en cuenta corriente en la zona del euro	Abril de 2013, recuadro 1.3
Reequilibrio externo en la zona del euro	Octubre de 2013, recuadro 1.3
El yin y el yang de la gestión de los flujos de capitales: Cómo lograr un equilibrio entre la entrada y salida de capitales	Octubre de 2013, capítulo 4
Simulación de la vulnerabilidad a las condiciones del mercado internacional de capitales	Octubre de 2013, recuadro 4.1
¿Un momento decisivo para los desequilibrios mundiales?	Octubre de 2014, capítulo 4
Cambio de velocidades: El ajuste externo de 1986	Octubre de 2014, recuadro 4.1
Historia de dos ajustes: Asia oriental y la zona del euro	Octubre de 2014, recuadro 4.2
El papel de los factores cíclicos y estructurales en la desaceleración del comercio mundial	Abril de 2015, recuadro 1.2

## X. Temas regionales

¿Qué explica las diferencias en el desempeño del sector externo en la zona del euro?	Septiembre de 2005, recuadro 1.3
Más presión para los productores africanos de algodón	Septiembre de 2005, recuadro 1.5
¿Es insuficiente la inversión en los países de mercados emergentes de Asia?	Septiembre de 2005, recuadro 2.4
Un fortalecimiento institucional que armonice con las circunstancias de cada país:	
Comparación de la transformación de la propiedad en China y en Europa central y oriental	Septiembre de 2005, recuadro 3.1
¿A qué ritmo se están gastando los ingresos adicionales en los países exportadores de petróleo?	Abril de 2006, recuadro 2.1

La Unión Económica y Monetaria: 10 años después	Octubre de 2008, recuadro 2.1
Factores de vulnerabilidad en las economías emergentes	Abril de 2009, recuadro 2.2
Vinculaciones Este-Oeste y efectos de contagio en Europa	Abril de 2012, recuadro 2.1
La evolución de los déficits en cuenta corriente en la zona del euro	Abril de 2013, recuadro 1.3

## XI. Análisis de temas específicos de países

¿Por qué sigue siendo positivo el saldo de ingresos del exterior de Estados Unidos? y ¿podrá mantenerse?	Septiembre de 2005, recuadro 1.2
¿Será India el motor del crecimiento mundial?	Septiembre de 2005, recuadro 1.4
Ahorro e inversión en China	Septiembre de 2005, recuadro 2.1
Revisión del PIB de China: ¿Qué significa para el país y para la economía mundial?	Abril de 2006, recuadro 1.6
¿Qué nos indican los estudios de países sobre el impacto de la globalización en la desigualdad? Ejemplos de México, China e India	Octubre de 2007, recuadro 4.2
Japón después del Acuerdo del Plaza	Abril de 2010, recuadro 4.1
La provincia china de Taiwan a finales de los años ochenta	Abril de 2010, recuadro 4.2
¿Causó el Acuerdo del Plaza las décadas perdidas de Japón?	Abril de 2011, recuadro 1.4
¿Hacia dónde va el superávit externo de China?	Abril de 2012, recuadro 1.3
La Corporación de Préstamos a Propietarios de Viviendas de Estados Unidos (HOLC)	Abril de 2012, recuadro 3.1
Reestructuración de la deuda de los hogares en Islandia	Abril de 2012, recuadro 3.2
La Abeconomía: ¿Riesgos después del éxito inicial?	Octubre de 2013, recuadro 1.4
¿Está reorientando China el gasto en materias primas?	Abril de 2014, recuadro 1.2
La inversión pública en Japón durante la Década Perdida	Octubre de 2014, recuadro 3.1

## XII. Temas destacados

El cambio climático y la economía mundial	Abril de 2008, capítulo 4
Aumento de la propiedad de automóviles en las economías emergentes: Consecuencias para el cambio climático	Abril de 2008, recuadro 4.1
Asia Meridional: Impacto ilustrativo de un shock climático abrupto	Abril de 2008, recuadro 4.2
Políticas macroeconómicas para un ajuste más suave a shocks climáticos abruptos	Abril de 2008, recuadro 4.3
Seguros y bonos de catástrofe: Nuevos instrumentos de cobertura para el riesgo de fenómenos meteorológicos extremos	Abril de 2008, recuadro 4.4
Iniciativas de política recientes para reducir las emisiones	Abril de 2008, recuadro 4.5
Complejidades del diseño de las políticas internas de mitigación	Abril de 2008, recuadro 4.6



## DELIBERACIONES DEL DIRECTORIO EJECUTIVO DEL FMI SOBRE LAS PERSPECTIVAS, ABRIL DE 2015

*El Presidente formuló las siguientes declaraciones al término de las deliberaciones del Directorio Ejecutivo sobre las Perspectivas de la economía mundial, el Informe sobre la estabilidad financiera mundial y el Monitor Fiscal el 3 de abril de 2015.*

Los directores ejecutivos señalaron que la economía mundial prosigue con su moderada recuperación, con perspectivas desiguales entre países y regiones. En las economías de mercados emergentes el crecimiento se está atenuando, como consecuencia de un ajuste al debilitamiento de las expectativas de crecimiento a mediano plazo, el descenso de los precios de las materias primas y de las exportaciones y factores específicos de cada país. Las perspectivas para las economías avanzadas dan señales de mejora, respaldadas por el abaratamiento del petróleo, el continuo respaldo brindado por las orientaciones acomodaticias de la política monetaria y cierta moderación del ritmo de ajuste fiscal. Varios directores consideraron que la evolución económica mundial podría terminar siendo más positiva de lo que se prevé actualmente. Otros pocos directores subrayaron la importancia de adoptar medidas de política decisivas para contrarrestar la “nueva mediocridad”.

Los directores señalaron que el crecimiento mundial debería seguir aumentando gradualmente a medida que se disipe el legado de la crisis y las economías avanzadas saquen provecho de las políticas macroeconómicas acomodaticias. Es probable que las economías de mercados emergentes sigan desacelerándose en 2015, pero el crecimiento debería volver a repuntar a partir de 2016, conformen vayan quedando atrás los contratiempos para la actividad económica. Los directores coincidieron en que la distribución a corto plazo de los riesgos para el crecimiento mundial ha mostrado un mayor equilibrio, si bien la mayoría señaló que sigue apuntando a la baja. El descenso de los precios del petróleo podría impulsar la actividad económica más de lo esperado, pero las tensiones geopolíticas representan todavía una amenaza y los riesgos de variación brusca de los precios de los activos —incluidos los tipos de cambio— han aumentado. En algunas economías avanzadas, una inflación persistentemente inferior al

nivel fijado como meta o una deflación podría afectar a la actividad económica y la dinámica de la deuda pública y privada. Unos pocos directores consideraron que dicho riesgo ha disminuido, mientras que otros pocos instaron a prestar más atención a los desequilibrios mundiales.

A pesar de la mejora prevista de las perspectivas, los directores estuvieron de acuerdo, en general, en que han aumentado los riesgos para la estabilidad financiera a corto plazo. Los países exportadores de petróleo y materias primas, así como las empresas, se enfrentan en general a pérdidas de ingresos y mayores riesgos. Las corporaciones de mercados emergentes que tomaron amplios créditos en dólares y no disponen de cobertura suficiente se enfrentan ahora a posibles presiones sobre el balance, debido a la apreciación del dólar. La contracción de los sectores que invirtieron demasiado y el descenso de los precios inmobiliarios —especialmente en China— podrían trasladarse a los mercados emergentes de forma más general. En las economías avanzadas, el entorno de tasas de interés reducidas plantea retos a los inversionistas a largo plazo, como el debilitamiento de las compañías de seguros de vida en Europa. El elevado nivel de endeudamiento y préstamos en mora en el sector privado continúan siendo vientos desfavorables para el crecimiento y la estabilidad financiera en algunas economías avanzadas. La reducción de la liquidez observada recientemente en algunos mercados podría amplificar los riesgos para la estabilidad financiera.

Al mismo tiempo, los directores señalaron también importantes riesgos a mediano plazo para la recuperación mundial. En las economías de mercados emergentes, las condiciones financieras más restrictivas o las limitaciones sin abordar por el lado de la oferta representan riesgos significativos. En las economías avanzadas, el envejecimiento de la población, la débil inversión y el mediocre crecimiento de la productividad representan un lastre para las perspectivas de

crecimiento, y la debilidad sostenida de la demanda podría afectar al producto potencial.

A fin de abordar dichos riesgos y retos, los directores subrayaron que sigue siendo una prioridad de las políticas impulsar el crecimiento efectivo y potencial. En las economías de mercados emergentes, el margen de maniobra de la política macroeconómica para respaldar el crecimiento sigue siendo limitado, pero el abaratamiento del petróleo aliviará las presiones inflacionarias y podría dotar de un mayor margen fiscal a los países importadores de petróleo. En los países exportadores de petróleo, es prioritario ajustar el gasto público vista la reducción de los ingresos fiscales, si bien los países que disponen de sólidas reservas financieras podrían introducir los ajustes de forma más gradual. En muchos países, es necesario mejorar los marcos fiscales y dotarlos de objetivos a mediano plazo claros para anclar la política fiscal y evitar una orientación procíclica de las políticas. Asimismo, los directores recalcaron que el descenso del precio del petróleo ofrece la oportunidad de reformar los subsidios energéticos ineficaces y proporcionar el espacio necesario para adoptar reformas tributarias más productivas y equitativas para el gasto y el fomento del crecimiento.

En general, los directores coincidieron en que es fundamental que muchas economías avanzadas mantengan la política monetaria acomodaticia. Para respaldar a los mercados de crédito, es necesario adoptar medidas adicionales de saneamiento de los balances del sector privado, también en la zona del euro. Al mismo tiempo, muchos directores hicieron hincapié en las limitaciones y riesgos que plantean una prolongada política monetaria acomodaticia y la divergencia de orientaciones monetarias, y algunos de ellos subrayaron la necesidad de entender mejor qué repercusiones tienen para los países de mercados emergentes y en desarrollo. Podría recurrirse a la política fiscal para respaldar la demanda y contribuir al reequilibrio mundial, por ejemplo mediante inversiones en infraestructura en algunas economías avanzadas. Los países limitados por un elevado nivel de endeudamiento público deberían reformar la composición de ingresos y gastos de forma favorable al crecimiento. En varios países todavía es necesario aplicar planes de consolidación fiscal a mediano plazo, especialmente en Japón y Estados Unidos.

Los directores subrayaron la importancia de contar con un sistema bancario internacional sólido y señala-

ron la necesidad de seguir avanzando en la aplicación de normas sobre regulación y resolución transfronteriza. En muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo, sigue siendo prioritario fortalecer las políticas microprudenciales y desarrollar un conjunto de herramientas macroprudenciales. En las economías avanzadas, es necesario reforzar la vigilancia de determinadas partes del sector financiero no bancario, en particular el sector de la gestión de activos, así como el sector de los seguros de vida en Europa, mejorando la supervisión microprudencial y haciendo mayor hincapié en el riesgo sistémico. Varios directores tomaron nota de los avances en el programa de reformas de la regulación financiera internacional y de los mayores esfuerzos para vigilar los riesgos financieros y desarrollar capacidad de resistencia. Advertieron que la regulación y la vigilancia adicionales deben ser acordes con el riesgo sistémico existente y tener en cuenta tanto costos como beneficios.

Los directores recalcaron la importancia de la flexibilidad cambiaria para los mercados emergentes sin un régimen de tipo de cambio fijo, aunque también reconocieron que quizá sea necesario tomar medidas para limitar la excesiva volatilidad del tipo de cambio. Para aumentar la resistencia a los shocks externos se requerirán también marcos de política macroeconómica y macroprudencial más sólidos, así como una regulación y supervisión prudenciales robustas. En China, el logro de mayores avances para cambiar gradualmente la composición de la demanda hacia el consumo interno y para reducir la dependencia del crédito y la inversión contribuirían a prevenir los riesgos de perturbaciones financieras o una desaceleración brusca a mediano plazo.

Los directores pidieron nuevas reformas estructurales para aumentar el crecimiento potencial. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las principales prioridades son eliminar los cuellos de botella infraestructurales, reformar los mercados de trabajo y productos, fortalecer la educación, flexibilizar los límites sobre el comercio y la inversión, mejorar las condiciones para las empresas y mejorar la prestación de servicios públicos. En las economías avanzadas, es prioridad fundamental fortalecer las infraestructuras públicas, incrementar la participación en la fuerza laboral y permitir la inversión en innovación y mejora de la productividad. En la zona del euro, las reformas deben abordar el sobreendeudamiento heredado, las barreras a la entrada en el mercado de productos, las

normas del mercado laboral que impiden los ajustes y los obstáculos a la actividad inversora. En Japón hay margen para mejorar la productividad del sector de servicios y respaldar la inversión a través de la reforma de la gestión de gobierno de las empresas.

Asimismo, los directores insistieron en que el sólido y continuo crecimiento de los países de bajo ingreso exige avanzar más en materia de diversificación y transformación estructural. Son requisitos clave impulsar las posiciones fiscales con ingresos más sólidos y un gasto público racionalizado, fortalecer la gestión financiera pública, lograr una mayor independencia de la política monetaria, fomentar la profundización

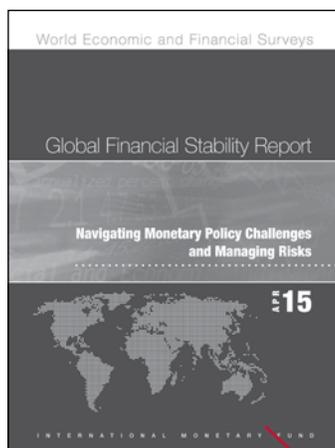
financiera y atraer flujos de capital. La inversión en infraestructura, anclada en estrategias de gestión de la deuda correctamente concebidas, es fundamental para aumentar el potencial de crecimiento. Las economías avanzadas y las economías emergentes de importancia sistémica deberían cumplir una función que ayude a mantener un entorno exterior favorable a los países en desarrollo de bajo ingreso. Las prioridades consisten en seguir liberalizando el comercio, brindar ayuda para el desarrollo y asistencia técnica, concluir el programa de reforma reguladora de la regulación a escala mundial y cooperar en cuestiones relacionadas con la tributación internacional y el cambio climático.

# Hunting for global analysis?

Topical Issues and Research from the IMF

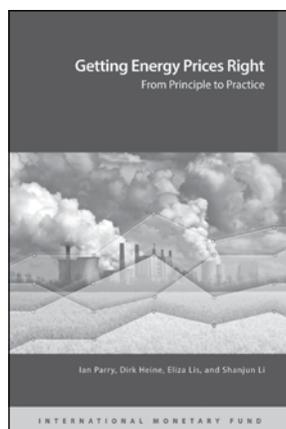
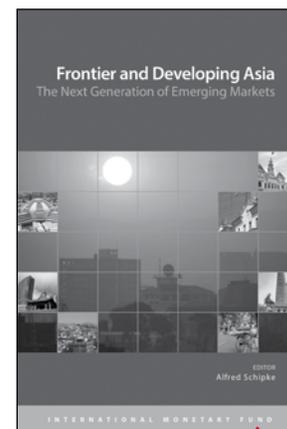
## Global Financial Stability Report

The *Global Financial Stability Report* provides expert and up-to-date analysis of global capital flows that play a critical role in world economic growth and financial stability.



## Frontier and Developing Asia: The Next Generation of Emerging Markets

An analysis of Asia's fastest-growing low-income countries and their impact on the region's economic growth and structural transformation.



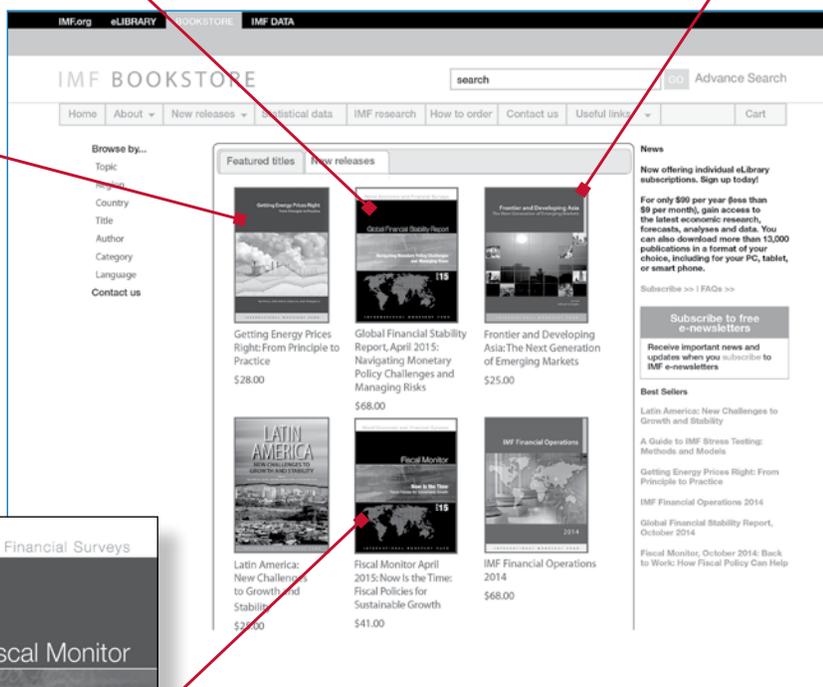
## Getting Energy Prices Right: From Principle to Practice

This book develops a practical methodology and associated tools to show how the major environmental damages from energy can be

quantified for different countries and used to design efficient energy taxes.

## Fiscal Monitor

The *Fiscal Monitor* analyzes the latest public finance developments and medium-term fiscal projections and assesses policies aimed at placing public finances on sustainable footing. Its projections are based on the WEO database.



**Order Now:** Visit the IMF Bookstore today to find the latest reports, publications, and data.

