

Este artículo ha sido elaborado por la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

## Introducción

La economía mundial creció un 3,1 % en 2015, lo que supuso una desaceleración frente al 3,4 % de 2014, quedando, de nuevo, por debajo de lo esperado a principios de año. El menor dinamismo fue consecuencia de la ralentización de las economías emergentes (que crecieron un 4 %, frente al 4,6 % del año previo), mientras que las economías avanzadas estabilizaron su ritmo de avance ligeramente por debajo del 2 %. Por su parte, la inflación permaneció en niveles muy reducidos en la mayoría de los países, con la excepción de algunas economías emergentes.

Cabe destacar tres factores que condicionaron la evolución económica mundial en 2015: el reequilibrio de la economía china, la intensificación de la caída del precio del petróleo y la normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Las autoridades chinas están implementando una batería de reformas para avanzar hacia un patrón de crecimiento que evite la acumulación de desequilibrios y sea, por tanto, más sostenible. Estos cambios están teniendo importantes repercusiones en el resto del mundo, a través de diversos canales. Por su parte, el precio del petróleo registró un nuevo descenso en 2015, mostrando cierta volatilidad a lo largo del año. Más allá de la importancia relativa de los factores de oferta y demanda que explican este fenómeno, su impacto global está siendo menos favorable de lo anticipado, debido a que los efectos colaterales adversos parecen estar ganando importancia. Ambos elementos fueron los detonantes de un período de importantes turbulencias en los mercados financieros, en la segunda mitad de 2015, con aumentos de volatilidad y desplazamientos hacia activos considerados seguros. Por último, la largamente anticipada normalización de la política monetaria en Estados Unidos llegó más tarde de lo esperado. La volatilidad de los mercados financieros y la debilidad de los datos de crecimiento global aconsejaron a la Reserva Federal retrasar su decisión de subida de tipos, que finalmente se produjo en diciembre, tras siete años de tipos cero.

En la siguiente sección de este artículo se revisan, de forma más detallada, estos desarrollos, antes de pasar a analizar algunos de los elementos que presumiblemente condicionarán el crecimiento global en los próximos años. En concreto, se revisan los retos que plantea el bajo crecimiento observado en las economías avanzadas tras la crisis financiera global, así como las alternativas de política existentes. Por otra parte, se analiza también la evidencia disponible sobre el menor ritmo de convergencia real que están experimentando las economías emergentes, tratando de identificar los factores responsables de este comportamiento. Y, en tercer lugar, se examinan las implicaciones globales del proceso de reequilibrio de China, la mayor economía emergente. El artículo concluye con un resumen de las expectativas para la economía mundial en 2016, identificando los principales riesgos, claramente orientados a la baja, que se vislumbran actualmente.

## La economía mundial en el año 2015

En 2015, la economía mundial creció un 3,1 %, tres décimas menos que en 2014 (véase cuadro 1). Ello se debió a un menor crecimiento de las economías emergentes, que redujeron su ritmo de avance por quinto año consecutivo (del 4,6 % al 4 %), mientras que las desarrolladas solo lo aumentaron ligeramente (del 1,8 % al 1,9 %), a pesar del tono expansivo de las políticas económicas y de la caída en el precio del petróleo. El diferencial de crecimiento entre ambas áreas alcanzó un nuevo mínimo desde el año 2000

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS (a)

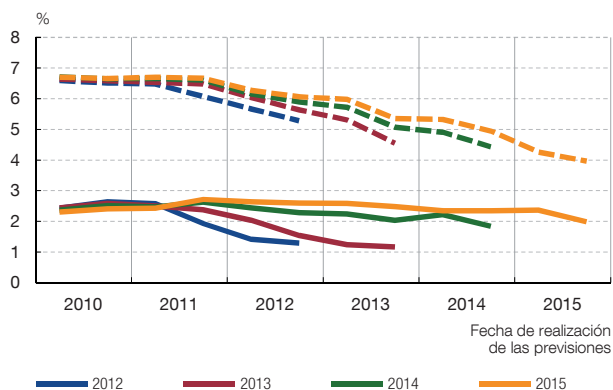
CUADRO 1

	2012	2013	2014	2015	2014				2015			
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Estados Unidos												
Producto interior bruto	2,2	1,5	2,4	2,4	1,7	2,6	2,9	2,5	2,9	2,7	2,2	1,9
Índice de precios de consumo (b)	2,1	1,5	1,6	0,1	1,4	2,1	1,8	1,2	-0,1	0,0	0,1	0,5
Balanza por cuenta corriente	-2,8	-2,3	-2,2	-2,7	-2,3	-2,1	-2,2	-2,3	-2,7	-2,5	-2,9	-2,8
Saldo de las Administraciones Públicas	-8,1	-5,0	-4,6	-4,0	-4,8	-4,6	-4,7	-4,4	-4,1	-4,1	-4,2	-3,4
Deuda pública bruta (c)	126,7	124,7	124,3	126,8	126,5	124,1	123,8	124,3	125,0	124,1	125,5	126,8
Tasa de paro	7,9	6,7	5,6	5,0	6,7	6,1	6,0	5,6	5,5	5,3	5,1	5,0
Zona del euro												
Producto interior bruto	-0,9	-0,3	0,9	1,6	1,1	0,8	0,8	1,0	1,3	1,6	1,6	1,6
Índice de precios de consumo (b)	2,5	1,4	0,4	0,0	0,7	0,6	0,4	0,2	-0,3	0,2	0,1	0,2
Balanza por cuenta corriente	1,3	2,0	2,5	3,2	1,3	1,5	3,2	4,0	2,2	2,7	3,7	4,3
Saldo de las Administraciones Públicas	-3,8	-3,1	-2,7	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Deuda pública bruta	91,0	93,1	94,2	93,7	—	—	—	—	—	—	—	—
Tasa de paro	11,9	11,9	11,3	10,4	11,8	11,5	11,5	11,3	11,2	11,0	10,6	10,4
Reino Unido												
Producto interior bruto	1,2	2,2	2,9	2,2	2,8	3,0	2,8	2,8	2,6	2,4	2,1	1,9
Índice de precios de consumo (b)	2,8	2,6	1,5	0,0	1,7	1,7	1,4	0,9	0,1	0,0	0,0	0,1
Balanza por cuenta corriente	-3,3	-4,5	-5,1	—	-4,5	-4,1	-5,5	-6,2	-5,0	-3,8	-3,7	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-8,3	-5,6	-5,6	-4,4	-5,9	-6,2	-6,1	-5,6	-5,0	-4,7	-4,6	-4,4
Deuda pública bruta	90,6	95,8	92,3	102,2	86,6	87,3	86,7	88,2	87,4	88,8	88,3	89,2
Tasa de paro	7,8	7,2	5,7	5,1	6,8	6,3	6,0	5,7	5,5	5,6	5,3	5,1
Japón												
Producto interior bruto	1,7	1,4	0,0	0,5	2,7	-0,3	-1,5	-1,0	-1,0	0,7	1,7	0,7
Índice de precios de consumo (b)	0,0	0,4	2,7	0,8	1,5	3,6	3,4	2,5	2,3	0,5	0,2	0,3
Balanza por cuenta corriente	1,0	0,8	0,6	3,3	0,3	0,0	0,0	0,6	1,6	2,3	2,9	3,3
Saldo de las Administraciones Públicas	-8,6	-7,9	-4,2	—	-6,6	-5,6	-5,4	-4,2	-4,6	-3,8	-3,8	—
Deuda pública bruta	215,4	220,3	226,1	229,2	221,6	223,2	225,0	226,1	227,0	228,5	230,0	229,2
Tasa de paro	4,3	3,7	3,4	3,3	3,6	3,7	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,3
China												
Producto interior bruto	7,7	7,7	7,3	6,9	7,3	7,4	7,1	7,2	7,0	7,0	6,9	6,8
Índice de precios de consumo (b)	2,7	2,6	2,0	1,4	2,3	2,2	2,0	1,5	1,2	1,4	1,7	1,5
Balanza por cuenta corriente	2,5	1,5	2,1	2,7	1,2	1,5	1,8	2,1	2,8	2,7	2,6	2,7
Saldo de las Administraciones Públicas	-1,5	-1,8	-1,8	-3,5	-1,8	-2,3	-2,4	-1,8	-1,9	-2,2	-3,0	-3,5
Deuda pública bruta	37,1	39,4	41,1	43,2	—	—	—	—	—	—	—	—
Asia emergente (excluido China) (d)												
Producto interior bruto	5,4	5,1	5,4	5,4	4,7	5,7	6,0	5,3	5,0	5,4	5,7	5,5
Índice de precios de consumo (b)	6,4	7,1	5,2	3,8	6,2	6,0	4,9	3,7	4,0	4,0	3,4	3,8
Balanza por cuenta corriente	-1,4	-0,3	0,6	—	0,2	0,7	0,6	0,6	0,7	1,0	1,3	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-2,2	-2,5	-2,5	—	-2,6	-2,7	-2,6	-2,5	-2,3	-2,2	-2,1	—
Deuda pública bruta	50,8	50,8	51,1	51,4	—	—	—	—	—	—	—	—
América Latina (e)												
Producto interior bruto	3,1	2,8	1,0	—	2,5	0,4	0,5	0,7	0,5	0,0	-0,9	—
Índice de precios de consumo (b)	4,5	4,6	5,0	6,0	4,6	4,9	5,1	5,2	5,4	5,8	6,2	6,6
Balanza por cuenta corriente	-2,1	-2,5	-3,0	—	-2,6	-2,7	-2,7	-2,9	-3,2	-3,2	-3,2	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-0,5	-1,0	-2,2	—	-1,3	-2,8	-3,4	-3,9	-4,8	-5,1	—	—
Deuda pública bruta	42,8	43,4	45,8	49,3	—	—	—	—	—	—	—	—
Europa del Este (f)												
Producto interior bruto	0,4	1,3	2,8	—	3,0	2,9	2,9	2,7	3,6	3,4	3,4	3,7
Índice de precios de consumo (b)	3,8	1,5	0,3	-0,4	0,5	0,3	0,3	0,0	-0,6	-0,1	-0,5	-0,4
Balanza por cuenta corriente	-3,0	-1,0	-0,5	—	0,0	-0,7	-0,9	-0,6	-0,1	0,4	0,6	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-3,4	-3,0	-2,9	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Deuda pública bruta	51,0	52,3	50,5	50,8	—	—	—	—	—	—	—	—
Pro memoria: crecimiento del PIB (a) (g)												
Global	3,4	3,3	3,4	3,1	3,5	3,4	3,4	3,2	3,2	3,2	3,1	—
Economías avanzadas	1,2	1,1	1,8	1,9	1,9	1,8	1,8	1,7	1,9	2,0	1,9	1,7
Economías emergentes	5,2	5,0	4,6	4,0	5,0	4,9	4,9	4,7	4,4	4,3	4,2	—
Pro memoria: inflación (a) (g)												
Global	4,2	3,9	3,5	3,3	3,0	3,3	3,0	2,6	2,5	2,6	2,7	—
Economías avanzadas	2,0	1,4	1,4	0,3	1,2	1,7	1,5	1,0	0,2	0,2	0,2	0,4
Economías emergentes	6,0	5,8	5,1	5,5	4,8	4,9	4,5	4,1	4,7	4,9	5,2	—

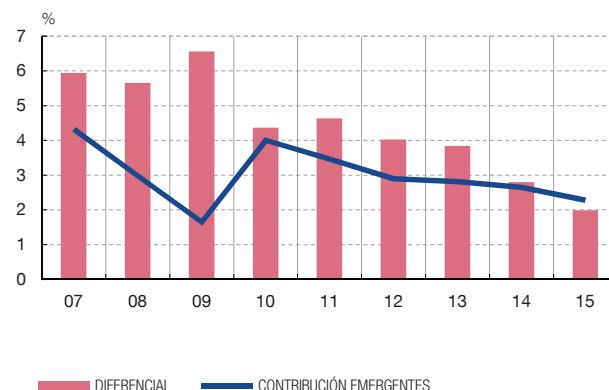
FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco de España, Eurostat y estadísticas nacionales.

- a PIB e inflación se muestran en tasa de variación interanual; balanza por cuenta corriente, saldo de las Administraciones Públicas y deuda pública bruta se muestran en porcentaje del PIB.
- b IPC trimestral se corresponde con la media del trimestre.
- c Pasivos del gobierno federal y los gobiernos estatales y locales incluyendo los compromisos de pago de pensiones a los empleados públicos. Obtenido de las cuentas financieras publicadas por la Reserva Federal.
- d Asia emergente incluye: China, India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Hong Kong y Singapur.
- e América Latina: Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Perú y Chile. Se excluyen Argentina y Venezuela para el agregado del IPC, y Venezuela para el agregado del saldo de las Administraciones Públicas.
- f Europa del Este: Polonia, República Checa, Rumanía, Hungría, Bulgaria y Croacia.
- g Los datos anuales reflejan las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional disponibles públicamente a la fecha de cierre de este informe. Los datos trimestrales se calculan sobre una muestra de 41 economías (17 avanzadas y 24 emergentes) que representan casi el 90 % del PIB mundial, ponderadas según su peso en PPP. Todas las economías a las que se hace referencia en las notas b, c y d están incluidas en la muestra.

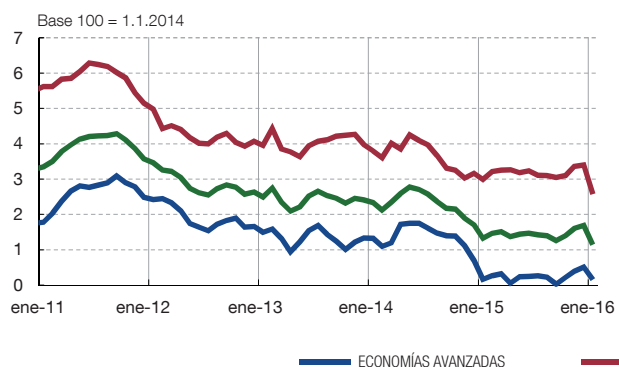
1 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB (a)



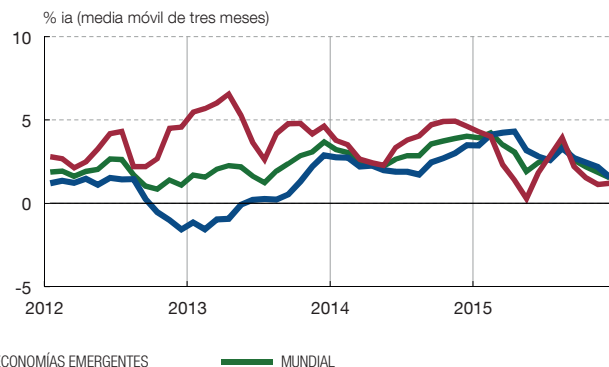
2 DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO DEL PIB ENTRE LAS ECONOMÍAS AVANZADAS Y LAS EMERGENTES Y CONTRIBUCIÓN DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES



3 IPC GENERAL



4 VOLUMEN DE COMERCIO DE BIENES (b)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Datastream.

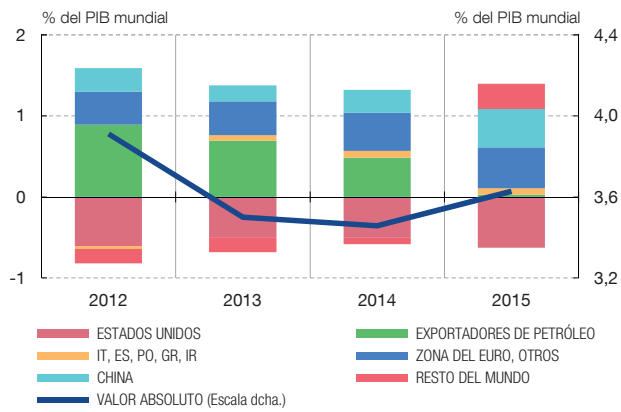
- a Líneas continuas: economías avanzadas. Líneas discontinuas: economías emergentes.
- b Media de las exportaciones e importaciones

(véase gráfico 1), y la tasa de avance del PIB mundial fue la más reducida desde 2009. En cuanto a los precios, la inflación global siguió descendiendo de forma generalizada como consecuencia principalmente de la caída del precio de las materias primas. No obstante, algunas economías emergentes importantes, como Brasil, Rusia o Turquía, registraron tasas elevadas de inflación, debido, en parte, a las depreciaciones de sus monedas.

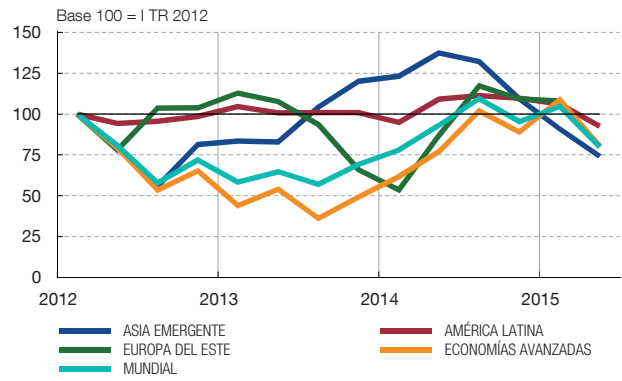
En este contexto de bajo crecimiento, el comercio mundial siguió muy débil, en línea con lo observado durante el último lustro, y creció tan solo un 2,6 % en volumen, de forma que la elasticidad aparente del comercio con respecto al PIB mundial fue inferior a la unidad. En 2015, los desequilibrios por cuenta corriente aumentaron ligeramente (véase gráfico 2), a pesar de la reducción de los superávits de los países exportadores de petróleo. Los desequilibrios medidos a través de la posición de inversión internacional neta —es decir, en términos de *stocks*— se han ampliado, entre otras cosas, debido a los efectos de valoración y cambiarios.

Uno de los principales factores determinantes de la evolución de la economía mundial en 2015 fue el precio del petróleo, que se mantuvo en niveles bajos casi hasta finales del año, aunque con cierta volatilidad, para desplomarse en la parte final, hasta alcanzar los 28 dólares a principios de 2016, un mínimo desde 2003 (véase gráfico 3). Entre los factores de oferta que explican este comportamiento destacan la expectativa de aumento de la producción

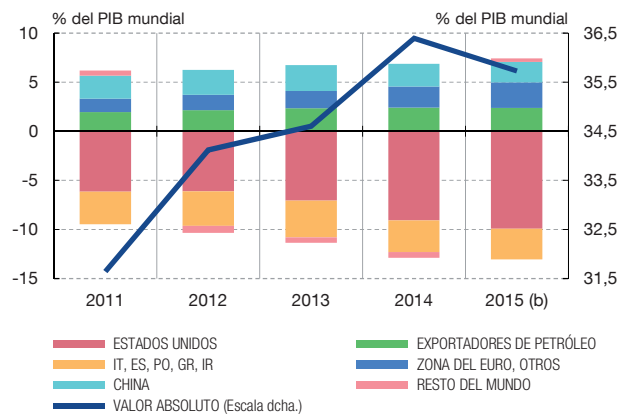
1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



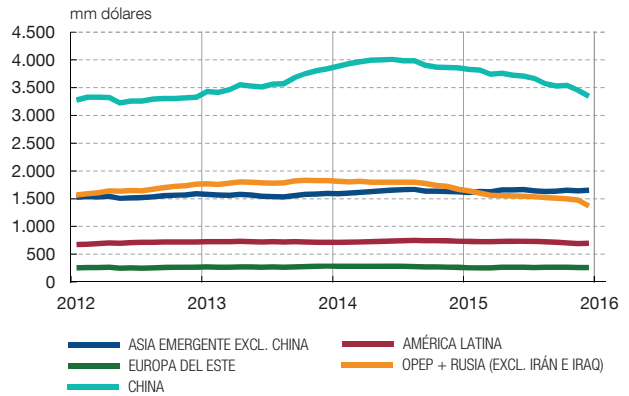
2 FLUJOS FINANCIEROS. ENTRADAS DEL EXTERIOR (a)



3 POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA POR ÁREAS



4 RESERVAS INTERNACIONALES (a)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, estadísticas nacionales, EPFR Global, Bloomberg y Datastream-Thomson Reuters.

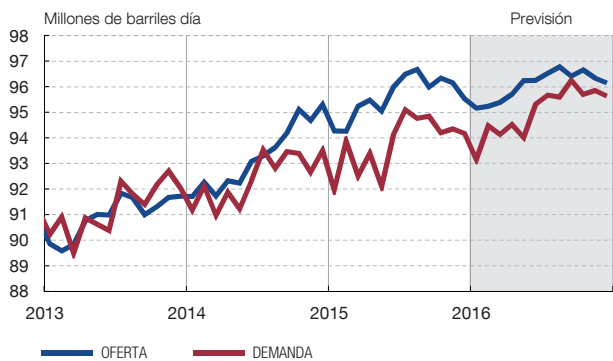
- a Para la composición de los agregados de países, consultar notas al pie del cuadro 1.
- b Datos disponibles hasta el tercer trimestre de 2015.

PETRÓLEO Y MATERIAS PRIMAS

1 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

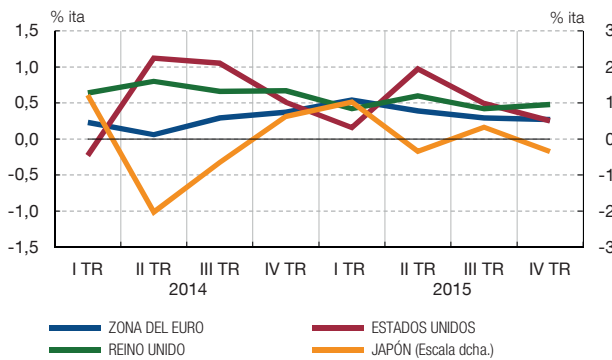


2 OFERTA Y DEMANDA DE PETRÓLEO

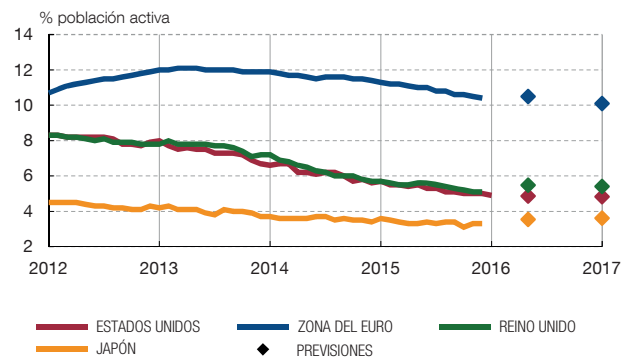


FUENTES: Datastream y Agencia Internacional de la Energía.

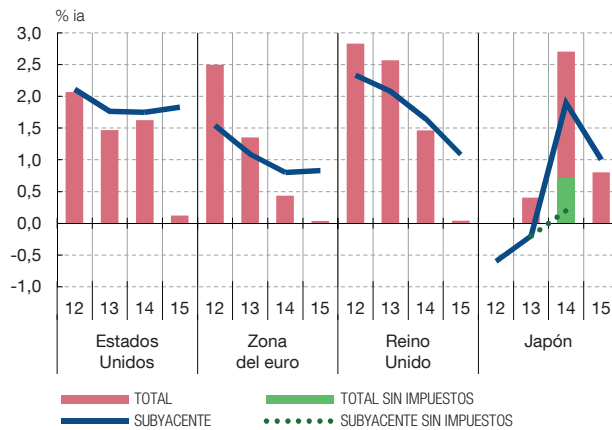
1 PIB TRIMESTRAL



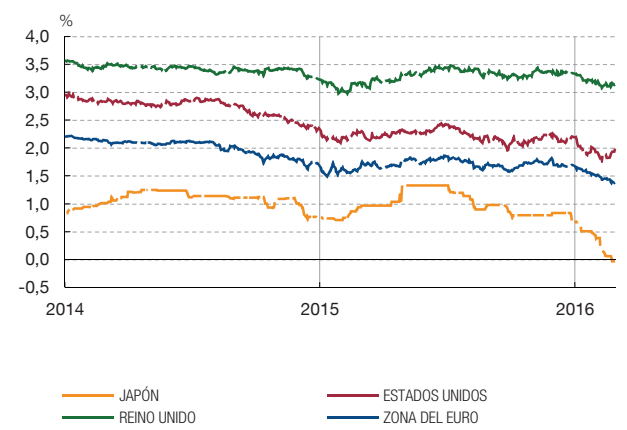
2 TASA DE PARO



3 PRECIOS DE CONSUMO



4 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (5y - 5y)

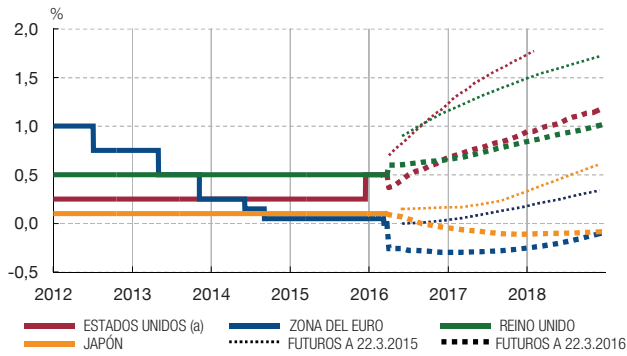


FUENTES: Fondo Monetario Internacional, estadísticas nacionales, *Consensus Forecast*, Barclays Live y Datastream-Thomson Reuters.

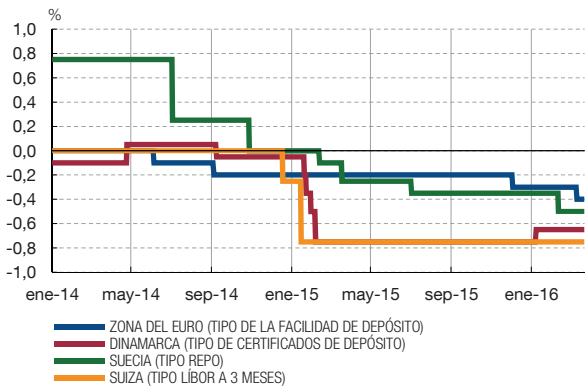
de Irán, el cambio de estrategia de mercado de Arabia Saudita y la resistencia de la producción de *shale oil* en Estados Unidos. Sin embargo, las sucesivas revisiones a la baja de la demanda global han desempeñado un papel cada vez más relevante. En principio, cabe esperar que una bajada del precio del petróleo con un componente de oferta importante tenga un efecto neto positivo en la economía mundial; sin embargo, parece que los efectos colaterales adversos han ganado peso, como se analiza en el recuadro 1.

El crecimiento en las economías avanzadas en 2015 fue inferior a lo previsto (véase gráfico 4), a pesar de contar con el apoyo de unas políticas monetarias muy expansivas y de factores, en principio favorables, como el descenso de los precios de la energía. Esta persistencia de tasas de crecimiento modestas suscita controversia sobre sus causas últimas y sobre sus implicaciones en términos de políticas económicas, como se analiza en la sección titulada «Las economías avanzadas: retos y márgenes de actuación de las políticas económicas en un contexto de bajo crecimiento». En general, la evolución del consumo privado, apoyado en la mejoría de los mercados laborales y en los bajos precios de la energía, fue más favorable que la de la inversión y el comercio exterior, y los servicios se comportaron mejor que las manufacturas. Dentro de este grupo de economías, la de Estados Unidos fue de las más dinámicas, con un crecimiento del 2,4 %, igual que en 2014, a pesar de que la aportación del consumo privado fue inferior a la prevista y se observó un aumento de la tasa de ahorro de los hogares poco habitual, dadas las circunstancias. Los principales lastres fueron la debilidad de la inversión, especialmente la relacionada con el sector de la

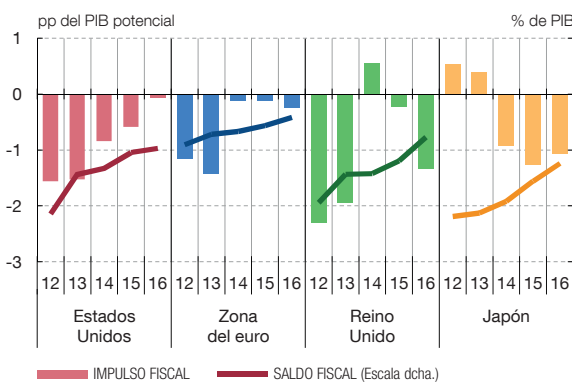
1 TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA Y EXPECTATIVAS



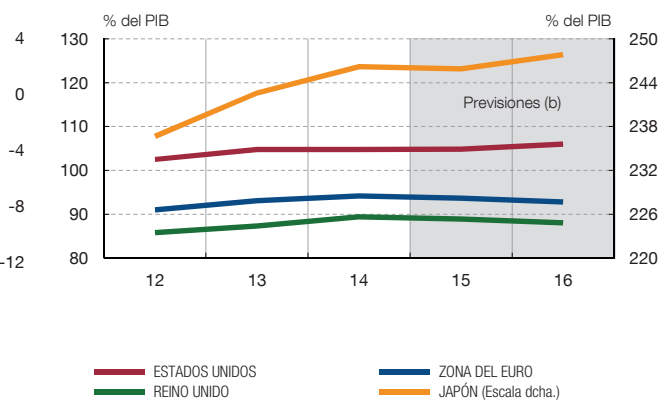
2 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES SELECCIONADOS



3 SALDO E IMPULSO FISCAL (2012-2016)



4 DEUDA PÚBLICA



FUENTES: Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de Japón, Datastream-Thomson Reuters y Fondo Monetario Internacional.

- a Extremo superior del intervalo objetivo para el tipo de interés de los fondos federales. En los futuros se representa el punto medio del intervalo objetivo para el tipo de interés de los fondos federales.
- b Las previsiones para Japón comienzan en 2013.

energía, y la apreciación del dólar. En el Reino Unido, la actividad se desaceleró en siete décimas, hasta el 2,2 %, con una aportación más débil de la construcción y del sector exterior, mientras que el consumo privado fue el principal soporte de la demanda. En el área del euro, el crecimiento del PIB en 2015 fue del 1,6 %, seis décimas más que en 2014. En Japón, el crecimiento del PIB fue del 0,5 %, tras el estancamiento de 2014, con un inicio del año dinámico que se frenó posteriormente por la debilidad de la demanda interna. Otras economías avanzadas de menor tamaño mostraron también fragilidad en su crecimiento, especialmente las exportadoras de materias primas.

La inflación de las economías avanzadas se mantuvo en registros muy reducidos, situándose en muchos casos alrededor del 0 %. Esto fue consecuencia, sobre todo, de la evolución de los precios de la energía (véase gráfico 4), ya que la inflación subyacente tendió a aumentar gradualmente durante el año en todas las áreas, a pesar del crecimiento moderado de los salarios, y de la apreciación cambiaria, en Estados Unidos. Sin embargo, las expectativas de inflación obtenidas de variables de mercados descendieron incluso en horizontes de medio plazo.

En este contexto, las políticas monetarias mantuvieron un tono muy acomodaticio (véase gráfico 5). En Estados Unidos, los malos datos de crecimiento y la volatilidad en los mercados financieros internacionales llevaron al Comité de Política Monetaria (FOMC, por sus siglas en inglés) de la Reserva Federal a esperar hasta la reunión de diciembre para aumentar el rango

para el tipo de los fondos federales en 25 puntos básicos (pb), al 0,25 %-0,50 %. Aunque los miembros del FOMC proyectan una senda muy gradual de aumentos futuros, la divergencia con las expectativas del mercado, que apenas descuentan una subida de tipos en cada uno de los próximos años, sigue siendo muy elevada. En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra mantuvo sin cambios el tipo de interés oficial en el 0,5 % y el volumen de su programa de compra de activos, mientras las expectativas de mercado retrasaban el inicio de las subidas del tipo oficial hasta 2017. Para contener los posibles riesgos macrofinancieros, especialmente los relacionados con el mercado hipotecario, el Comité de Política Financiera del Banco de Inglaterra adoptó distintas medidas macroprudenciales. En el área del euro, el BCE decidió a principios de 2015 ampliar su programa de compras de activos («extended APP») hasta septiembre de 2016; posteriormente, en respuesta a las tensiones financieras ocurridas durante el año, decidió reducir el tipo de interés de la facilidad de depósito al -0,30 % y extender las compras de la APP a marzo de 2017, o más allá si fuese necesario, en su reunión de diciembre; en marzo de este año, el BCE ha introducido un nuevo paquete de medidas expansivas, entre las que se incluye la reducción del tipo de la facilidad de depósito hasta el -0,4 % y la del tipo de las operaciones principales de financiación hasta el 0 %, y una nueva ampliación del volumen de compras y de la composición de la APP. Por su parte, el Banco de Japón mantuvo en 2015 su política de expansión cuantitativa y cualitativa (QQE, por sus siglas en inglés), si bien, en enero de 2016, decidió introducir tipos de depósito negativos (del -0,1 %) para una parte de las reservas bancarias. En otras economías avanzadas, los bancos centrales de Suecia, Suiza, Canadá, Australia y Noruega redujeron los tipos de interés oficiales durante 2015, y en algunos casos los mantuvieron en terreno negativo, como en Suecia (donde además se introdujo un programa de compra de deuda pública), Suiza o Dinamarca.

Las políticas fiscales de las economías avanzadas siguieron las pautas de ajuste previas en 2015, aunque con heterogeneidad en cuanto al ritmo de consolidación, siendo mayor en el Reino Unido o Japón. El déficit promedio se redujo en medio punto, hasta el 3,4 % del PIB, y la ratio de deuda pública bajó siete décimas, al 111,7 % del PIB, favorecido por la disminución de la carga de intereses. En el ámbito de las reformas estructurales, las novedades fueron limitadas, siendo la más relevante la revisión de la estrategia económica (conocida como *Abenomics*) en Japón.

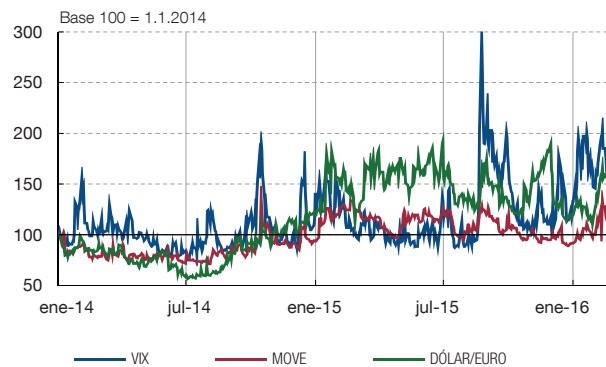
El comportamiento de los mercados financieros siguió un patrón irregular en 2015. En el inicio del año predominó el apetito por el riesgo y se produjo una notable revalorización de los activos de riesgo, que se apoyó en la implementación del nuevo programa de compra de activos del BCE y en una mejora de las expectativas de crecimiento de las economías avanzadas, particularmente de la zona del euro, que no se vio cumplida posteriormente (véase gráfico 6). Este tono positivo de los mercados se mantuvo hasta la parte central del año, a pesar del recrudescimiento de la crisis de Grecia y del fuerte repunte de las rentabilidades de la deuda pública a diez años en las principales economías desarrolladas. A partir del verano, el sentimiento inversor empeoró notablemente, como sugieren los dos episodios de turbulencias que atravesaron los mercados financieros. El primero, ocurrido en agosto, se desencadenó ante las dudas sobre la situación de China y el retroceso del precio del petróleo. El segundo comenzó en las últimas semanas de 2015, ante la percepción de que el crecimiento en las áreas desarrolladas era menos robusto de lo anticipado. Este último episodio continuó en 2016, agravado por la creciente incertidumbre respecto a China, la percepción de un mayor riesgo de crédito en la banca, especialmente la europea, y la especulación sobre un posible impago de los cupones de la deuda convertible (CoCos). En todo ese período, la aversión al riesgo se incrementó, la volatilidad financiera alcanzó cotas significativas y se produjo un deterioro de la liquidez en los mercados de renta fija (véase recuadro 2), si bien a finales del primer trimestre esta situación ha revertido parcialmente.



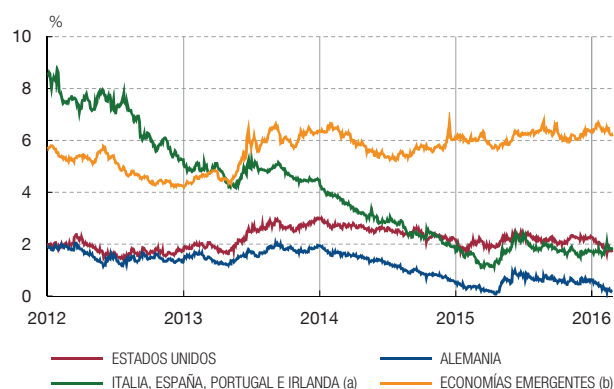
1 EVOLUCIÓN DE LAS BOLSAS



2 ÍNDICES DE VOLATILIDAD



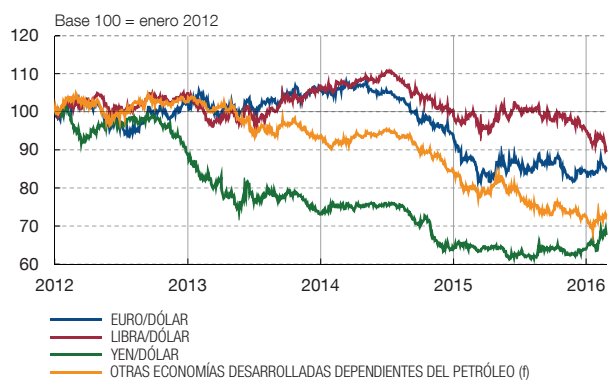
3 TIPOS DE INTERÉS A DIEZ AÑOS



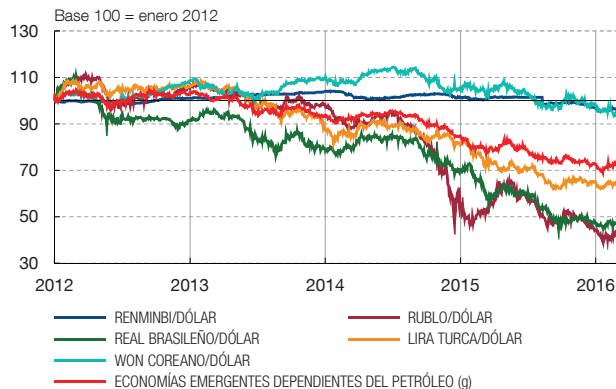
4 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS



5 TIPOS DE CAMBIO. ECONOMÍAS DESARROLLADAS (e)



6 TIPOS DE CAMBIO. ECONOMÍAS EMERGENTES (e)



FUENTES: Datastream.

a Media simple de los países.

b Economías emergentes se calcula sumando el diferencial del EMBI + Composite al tipo de interés de Estados Unidos.

c Diferencial frente al dólar del tipo de interés de los bonos soberanos.

d Diferencial del tipo de interés del bono basura «Junk bond» frente al tipo de los bonos a diez años en Estados Unidos.

e Una caída indica una apreciación del dólar.

f Agregación con PIB en PPP de Noruega, Canadá, Australia y Nueva Zelanda.

g Agregación con PIB en PPP de Azerbaiyán, Kazajistán, Rusia, Bolivia, Colombia, Ecuador, México, Trinidad y Tobago, Venezuela, Baréin, Iraq y Qatar.



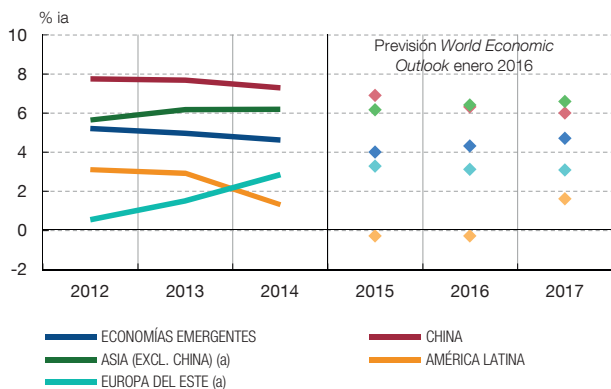
La cotización de los activos de riesgo se resintió de forma marcada, sobre todo los de mercados emergentes y los valores (acciones y deuda) de las empresas energéticas, por su exposición al petróleo. De hecho, en el conjunto del año, las bolsas emergentes registraron pérdidas de entre el 8 % y el 28 % —destacan los tres episodios sucesivos de corrección de la burbuja bursátil china, tras la adopción de algunas medidas— y los diferenciales soberanos se incrementaron entre 30 pb y 60 pb. Finalmente, el dólar se apreció frente a sus principales cruces, por su papel de moneda «refugio» y por la divergencia en los ciclos de política monetaria entre regiones, afianzada en diciembre, cuando la Reserva Federal subió los tipos de interés y el BCE anunció la extensión de su programa de compra de activos hasta marzo de 2017, al menos. Las principales monedas emergentes fueron las más perjudicadas, al perder entre un 15 % y un 35 % de su valor. Todo ello derivó en una acusada desaceleración de las entradas brutas de capitales, desde los cerca de 960 mm de dólares de 2014 a los apenas 170 mm. Esta ralentización fue más acusada en la inversión extranjera directa y de cartera, y se acentuó con las tensiones en los mercados financieros de China. Asimismo, las emisiones en los mercados primarios de renta fija en 2015 fueron inferiores en un 30 % a las de 2014, por la fuerte reducción de las colocaciones de América Latina y de Europa del Este. En consecuencia, las reservas internacionales de estos países registraron caídas acusadas (véase gráfico 2).

A diferencia de lo sucedido en 2014, en 2015 la revisión a la baja del crecimiento de las economías emergentes no fue generalizada. Así, China, que fue uno de los focos de atención durante el año, creció conforme a lo esperado, si bien esas expectativas ya incorporaban una moderación de su ritmo de crecimiento (véase gráfico 7). Las autoridades chinas introdujeron una mezcla de políticas de demanda expansivas y de reformas orientadas a facilitar el deseado cambio en el patrón de crecimiento, que en 2015 se centraron en el sector financiero (véanse recuadro 3 y el epígrafe titulado «El reequilibrio de la economía china y sus implicaciones para la economía mundial», sobre las repercusiones globales de este proceso). La economía presentó un comportamiento dual, con condiciones cuasi-recesivas en los sectores inmobiliario y manufacturero y fortaleza en el sector servicios, reflejando el avance del proceso de reequilibrio, que también se mostró en la evolución de los componentes del gasto, con una creciente aportación del consumo privado. La inflación se moderó, hasta el 1,4 %, lo que permitió una relajación de la política monetaria en la primera mitad del año, antes de las tensiones financieras asociadas a la corrección de la burbuja bursátil. Los cambios en el régimen cambiario introducidos en agosto (devaluación frente al dólar) y diciembre (la referencia a una cesta de divisas en lugar del PEG con el dólar) se tradujeron en una depreciación del renminbi frente al dólar superior al 5 %. Las presiones depreciatorias —a pesar de la significativa ampliación del superávit comercial y por cuenta corriente— llevaron al banco central a intervenir, lo que supuso una importante caída de las reservas internacionales.

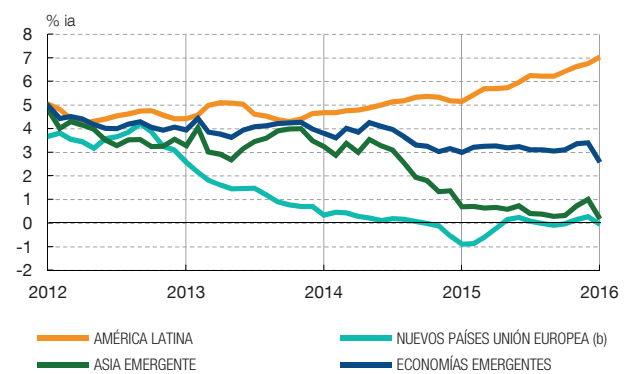
En el resto de Asia emergente, el crecimiento también estuvo en línea con lo esperado (en el entorno del 5,5 %). En general, estas economías presentaron un perfil de ligera desaceleración, destacando la evolución negativa de su sector exterior. La inflación se moderó significativamente (3,8 %, frente al 5,2 % en 2014), a pesar de las depreciaciones de sus monedas. Las políticas monetarias mostraron un tono de cautela, reflejando la preocupación por la estabilidad financiera en un escenario de desaceleración, recrudescimiento de la volatilidad y disminución de flujos de capitales extranjeros. En el ámbito de las políticas fiscales cabe resaltar que las caídas de precios de energía y alimentos facilitaron la reducción de los subsidios para estos productos.

La desaceleración de la actividad que venía produciéndose en América Latina desde mediados de 2011 se intensificó en 2015, como consecuencia del agravamiento de la

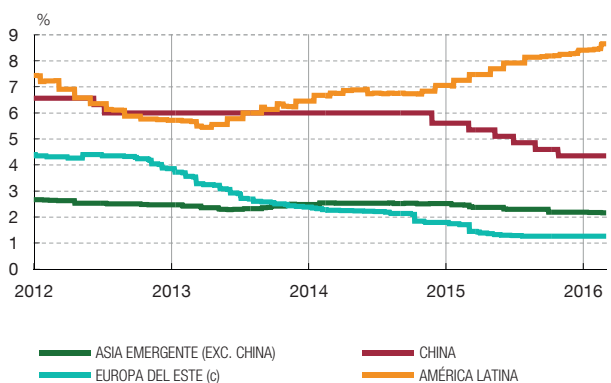
1 TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL



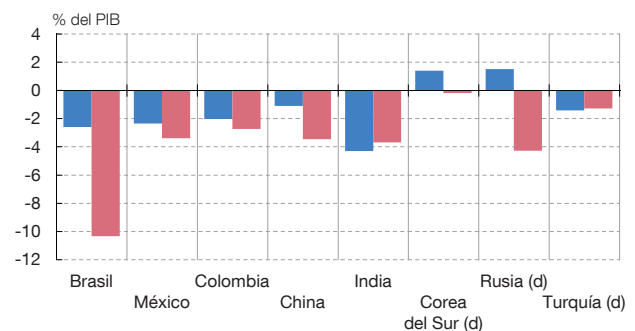
2 TASA DE INFLACIÓN



3 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



4 SALDOS FISCALES



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Datastream-Thomson Reuters, Bloomberg y estadísticas nacionales.

- a Previsiones del *World Economic Outlook* de octubre de 2015.
- b Agregado de Bulgaria, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa y Rumanía.
- c Agregado de Hungría, Polonia, República Checa y Rumanía.
- d Datos hasta el tercer trimestre de 2015.

recesión en Brasil, entre otros factores. En un contexto en el que los determinantes externos del crecimiento (endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos, precios de las materias primas, crecimiento de China e inestabilidad en los mercados financieros) siguieron contribuyendo negativamente a la evolución de la actividad, la región entró en recesión con una caída del PIB del 0,3%, si bien la heterogeneidad por países fue muy notable. Mientras que la recesión en Brasil fue intensa (-3,9%), en México, Perú, Chile o Colombia las tasas de crecimiento continuaron siendo relativamente sólidas, entre el 2% y el 3%; Venezuela experimentó una recesión superior al -7%. A pesar de la desaceleración, la inflación repuntó hasta el 7% a comienzos de 2016, medida por el promedio de los cinco países que mantienen objetivos de inflación, dos puntos más que en 2014. Con la excepción de México, donde la inflación se mantuvo en torno al 2%, apoyada en las reformas estructurales, las presiones de precios se intensificaron en Brasil (donde la inflación superó el 10%), Chile, Colombia y Perú. En todos ellos, los precios se situaron fuera de las bandas objetivo, por la traslación de las depreciaciones cambiarias y, en Brasil, por la subida de los precios administrados. En Argentina, la inflación superó cifras de dos dígitos, y en Venezuela, de tres. En este contexto, las políticas económicas se orientaron principalmente a la corrección de los desequilibrios. Por un lado, las subidas de los tipos de interés oficiales fueron generalizadas en los países con objetivos de inflación. Por otro lado, las políticas fiscales siguieron ajustándose en la mayoría de los casos a un escenario

de precios bajos de las materias primas. En Brasil, que no consiguió iniciar el ajuste fiscal previsto para 2015, el déficit público se aproximó al 10 % del PIB. En otros países, también se produjeron deslizamientos del déficit público sobre lo inicialmente previsto, en gran medida por los menores ingresos.

Las economías del este de Europa, exceptuando Rusia (que experimentó una fuerte recesión por la reducción de los precios del petróleo, con una caída del PIB del 3,7 %), mantuvieron una evolución relativamente favorable, con un incremento del PIB de la región del 3,4 %, seis décimas más que en 2014. Estas economías mostraron, además, tasas de inflación muy reducidas, en algunos casos negativas, lo que les permitió mantener unas políticas monetarias muy acomodaticias. De nuevo, hubo algunas excepciones, como Rusia o Turquía, donde la inflación fue mucho más elevada por la traslación de las depreciaciones de sus tipos de cambio.

### Algunos factores clave para las perspectivas globales

LAS ECONOMÍAS AVANZADAS:  
RETOS Y MÁRGENES  
DE ACTUACIÓN DE LAS  
POLÍTICAS ECONÓMICAS  
EN UN CONTEXTO DE BAJO  
CRECIMIENTO

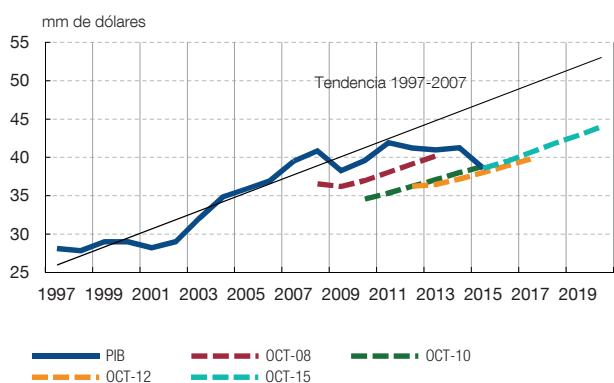
La recuperación de las principales economías avanzadas tras la crisis financiera global se ha caracterizado por una particular lentitud y fragilidad, con continuos altibajos y ritmos de crecimiento mediocres, en términos históricos, a pesar de contar con el apoyo de unas políticas monetarias extraordinariamente expansivas. Como resultado, las pérdidas de PIB respecto a la tendencia previa a la crisis son sustanciales y, además, se ha producido una revisión a la baja de su crecimiento a medio plazo, lo que sugiere un menor potencial de crecimiento (véase gráfico 8).

En efecto, las estimaciones de crecimiento potencial disponibles de los principales organismos internacionales confirman dicha revisión a la baja, aunque con diferencias aún sustanciales entre países. Este menor dinamismo se debe, en parte, a tendencias que ya estaban presentes antes de la crisis financiera global —como la evolución demográfica o un menor avance de la productividad total de los factores (PTF), enmascarada por la mejora en el sector financiero—, y también a otras que la crisis agudizó —como el menor crecimiento del capital físico y humano, las pérdidas de empleo o la menor inversión en I+D—. Con todo, las proyecciones disponibles apuntan a cierta recuperación del crecimiento potencial en los próximos años, si bien hasta tasas inferiores a las de antes de la crisis; además, el entorno persistente de baja inversión [Berganza *et al.* (2015)] genera dudas sobre la fiabilidad de esas previsiones.

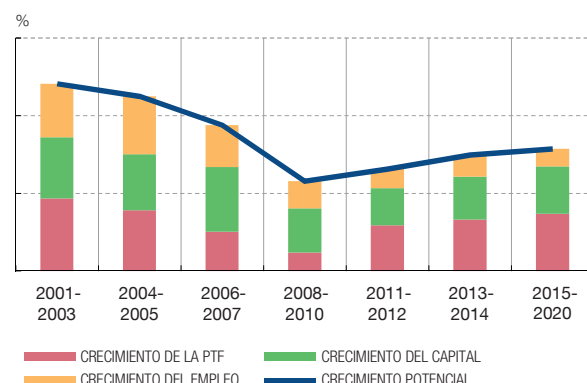
En este contexto, se ha generado un cierto debate sobre cuáles son los factores subyacentes al bajo crecimiento, a su persistencia y a las implicaciones para las respuestas de política económica. Más allá de los efectos derivados de las propias crisis financieras, que según diversos estudios tienden a producir pérdidas en el nivel de PIB respecto a la tendencia previa, e incluso, en algunos casos, menores tasas de crecimiento del PIB [Reinhart y Rogoff (2009)], se han planteado varias hipótesis para tratar de explicar este fenómeno. De acuerdo con algunos estudios, la corrección de los desequilibrios acumulados antes de la crisis, consecuencia de un excesivo endeudamiento [Rogoff (2014)], sería la causante de ese bajo crecimiento. Esta interpretación es relativamente benigna, ya que el fenómeno sería transitorio, aunque duradero. Otros autores van más allá y consideran que los problemas de las economías son más profundos y requieren reformas estructurales para ser resueltos [Borio *et al.* (2015)].

Hay, sin embargo, otra corriente de opinión que apunta a la posibilidad de que las economías avanzadas se encuentren en una situación de estancamiento secular, en la que una persistente debilidad de la demanda agregada lastra el crecimiento económico de forma permanente. De acuerdo con esta hipótesis, apuntada por Larry Summers en una serie de

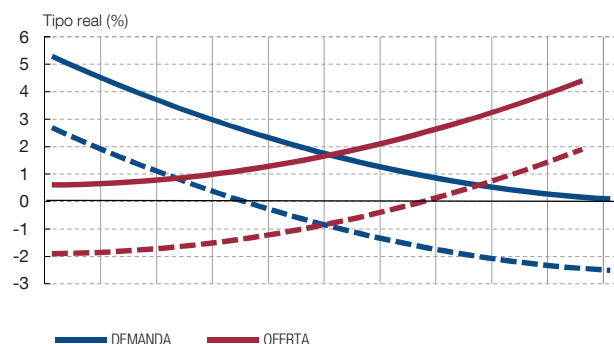
1 PIB: TENDENCIA 1997-2007 Y PREVISIONES



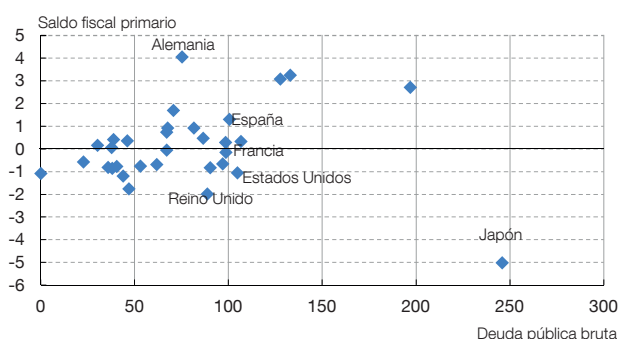
2 DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO POTENCIAL EN ECONOMÍAS AVANZADAS



3 TIPOS DE INTERÉS REALES Y CAMBIOS EN LA OFERTA Y LA DEMANDA DE FONDOS PRESTABLES



4 DEUDA PÚBLICA Y SALDOS FISCALES PRIMARIOS (% PIB)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

artículos desde finales de 2013 [Summers (2013)], en las dos últimas décadas se habría producido un descenso del tipo de interés real natural o de equilibrio compatible con el pleno empleo, que podría haber llegado a tasas negativas. Ese tipo de interés de equilibrio viene determinado por las curvas de ahorro e inversión planeadas a escala global, que se habrían desplazado en buena parte debido a factores estructurales. En concreto, el incremento del ahorro y de las reservas internacionales en las economías emergentes, y los efectos del progresivo envejecimiento de la población y de la mayor desigualdad en las desarrolladas, habrían elevado la preferencia por el ahorro a nivel global, incrementando, en particular, la demanda de activos seguros. Por su parte, el menor crecimiento demográfico, la ralentización de la productividad y el menor precio relativo de los bienes de capital habrían propiciado una caída tendencial de las tasas de inversión en las economías avanzadas en las últimas décadas. Estas tendencias se habrían intensificado recientemente como consecuencia de la crisis (por ejemplo, por una menor confianza y una mayor aversión al riesgo —ahorro por motivo precaución— o por los efectos del sobreendeudamiento público y privado).

En ese contexto, el límite cero de los tipos de interés nominales y las bajas tasas de inflación impedirían que los tipos de interés reales efectivos alcanzasen las tasas negativas que habría alcanzado el tipo de interés real de equilibrio. Las autoridades económicas tendrían dificultades crecientes para revitalizar la demanda agregada y restaurar el pleno empleo, pudiendo incluso generarse una espiral deflacionista de caídas de precios y salarios, y aumentos del tipo de interés real efectivo. Esto podría explicar la aparentemente

sorprendente ausencia de presiones inflacionistas en el período de recuperación posterior a la crisis. El ajuste a la baja del crecimiento potencial también sería un reflejo del mismo fenómeno, ya que la existencia de histéresis hace que, cuanto más tiempo se mantengan ociosos los recursos, menor sea su capacidad productiva futura [Blanchard *et al.* (2015)]. Además, según esta teoría, los intentos de estimular la demanda agregada con tipos de interés nominales cada vez más bajos durante más tiempo —o mediante otras medidas no convencionales— tendrían el efecto colateral de incrementar los riesgos para la estabilidad financiera, como sucedió en los años anteriores a la crisis global, en los que las economías avanzadas crecieron a ritmos elevados sin generar inflación, pero a costa de una expansión insostenible del ciclo financiero.

Algunos de los riesgos asociados a la persistencia de tipos de interés muy bajos durante mucho tiempo ya están comenzando a manifestarse. Por ejemplo, los bancos están mostrando bajos niveles de rentabilidad, que, en parte, son resultado del impacto desfavorable que estos niveles de tipos de interés tienen en el margen neto de intereses, un componente fundamental de su cuenta de resultados. A un plazo más largo, el sector de seguros también puede verse afectado por esta situación, ya que muchas entidades del sector van a encontrar dificultades para satisfacer las rentabilidades a las que se han comprometido con sus clientes. Otro tipo de efectos, como el que se produce a través del canal de toma de riesgos, según el cual cuanto más bajos son los tipos de interés y más se prolonga esta situación en el tiempo mayor es el riesgo que asumen los prestamistas [Jiménez *et al.* (2014)], no parece haberse manifestado todavía, ya que, en paralelo, se está exigiendo más capital a las entidades financieras. En cambio, el fenómeno de búsqueda de rentabilidad sí se estaría reflejando en las cotizaciones de algunos activos de mayor riesgo, favoreciendo sus emisiones. Este tipo de riesgos puede mitigarse mediante la activación de herramientas macroprudenciales.

Las implicaciones de política económica derivadas de cada una de estas hipótesis son contrapuestas. Por ejemplo, Bernanke considera que las reformas estructurales que se están acometiendo en China y el cambio de ciclo de los precios de las materias primas harán que la tasa de ahorro de los emergentes se reduzca en buena medida, resolviendo de esta forma parte del problema. Otros autores, en cambio, piensan que es necesario ser más activista. Así, si los problemas de las economías avanzadas fuesen de origen estructural, no habría razones para el uso de políticas expansivas de demanda, que no pueden resolver esos problemas (más bien tendrían efectos adversos), sino que el énfasis debería ponerse en corregir los desequilibrios ocasionados por el excesivo endeudamiento previo y aplicar reformas estructurales que faciliten el ajuste de las economías e impulsen el crecimiento potencial. Por el contrario, en caso de que existiese realmente un estancamiento secular o que los efectos histéresis pudieran ser importantes, habría que priorizar el impulso de la demanda agregada mediante políticas de estímulo monetarias y fiscales. Algunos autores [Summers (2013) y Caballero y Farhi (2014)] defienden ambiciosos programas de inversión pública que mejoren la dotación de infraestructuras de los países (el FMI y el G-20 también han apoyado este tipo de medidas). La evidencia empírica muestra que esta es una de las partidas presupuestarias que tienen mayor multiplicador de la actividad; además, su impacto podría ser mayor en un entorno de bajos tipos de interés y si estas políticas se abordaran de forma coordinada entre países. La mayor inversión pública aumenta también la capacidad productiva futura [Jimeno *et al.* (2014)], compensando, al menos en parte, los problemas de histéresis, y, si es llevada a cabo por países con capacidad de emisión de deuda segura, aumentará la oferta de este tipo de activos, para los que existe una demanda elevada. No obstante, los elevados niveles de deuda pública de algunas de estas economías restringen su capacidad de poner en marcha este tipo de actuaciones.

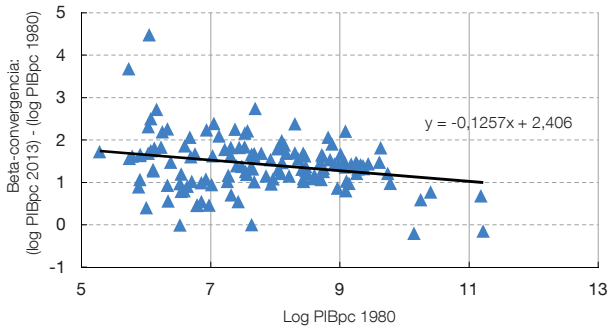
Por otra parte, cabe recordar que en muchos países existe margen para mejorar la eficiencia productiva y la asignación de recursos de la economía, elevar la dotación y la calidad de los factores productivos, y reducir el ahorro precautorio. Esto requeriría la implementación de reformas estructurales, que, obviamente, son específicas de cada país. Un aspecto que hay que considerar de tales reformas es el riesgo de que, en el actual contexto, tengan efectos indeseados en el corto plazo. La mayor parte de ellas reduce el nivel de precios, lo cual puede acentuar la tendencia a la baja de las expectativas de inflación, en un contexto que ya es de baja inflación. Además, una parte de los efectos favorables sobre la demanda en el corto plazo se derivan de las expectativas de mayor crecimiento futuro que los agentes anticipan; para que esta demanda se verifique es preciso que los agentes puedan endeudarse o estén dispuestos a reducir su ahorro, lo cual puede ser complicado en un contexto de elevado apalancamiento como el actual. Por ello, la opción que parece gozar de mayores oportunidades de éxito es la de combinar las reformas estructurales con medidas de estímulo de demanda, tanto fiscales —donde exista margen— como monetarias, que contrarresten los posibles efectos adversos en el corto plazo y maximicen el valor actual descontado del efecto futuro de las reformas [Arce *et al.* (2015)].

Como se ha comentado anteriormente, las previsiones de crecimiento a medio plazo de las economías emergentes se han revisado a la baja en mayor medida que las de las avanzadas [FMI (2015a)], lo que supone un freno en el proceso de convergencia en el nivel de renta per cápita entre países. Este apartado analiza los hechos estilizados que caracterizan el proceso de convergencia actual entre economías emergentes y avanzadas y, posteriormente, utiliza el marco de la contabilidad del crecimiento para determinar los factores que explican su ralentización.

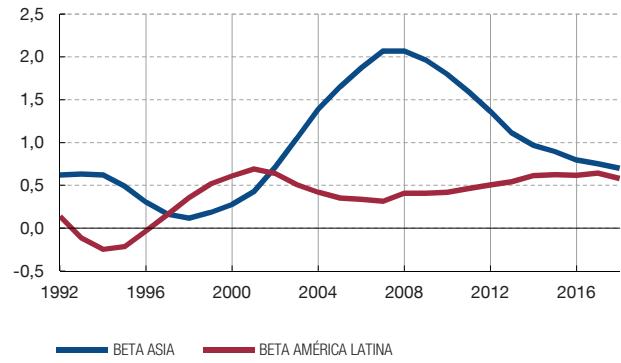
La evidencia empírica muestra que los países con menores niveles iniciales de renta per cápita crecen por lo general más rápidamente que los que parten de situaciones mejores, cuando se analizan períodos de tiempo suficientemente prolongados. Esta relación inversa entre punto de partida y ritmo de avance es lo que se denomina beta-convergencia. A tenor de los datos disponibles para 140 países avanzados y emergentes en el período 1980-2013 (véase gráfico 9), se aprecia que, efectivamente, se ha producido una cierta convergencia, aunque a una velocidad baja (en media, una tasa de convergencia anual en torno al 0,4 %)<sup>1</sup>. Además, los datos muestran que existe una cierta heterogeneidad en la velocidad de convergencia entre regiones; en particular, entre los países asiáticos y de América Latina. Los resultados de la estimación<sup>2</sup> muestran que la crisis asiática de finales de los años noventa truncó su senda de convergencia durante aproximadamente una década, para retornar a velocidades de convergencia históricamente altas coincidiendo con la crisis financiera internacional<sup>3</sup>; posteriormente se ha producido una ralentización gradual, que se prevé continúe en los próximos años. Por su parte, en el caso de América Latina, tradicionalmente se ha considerado que los países de la región han registrado una escasa convergencia, al estar sujetos a parones y colapsos en el crecimiento [Durlauf *et al.* (2005)]; esto es lo que efectivamente se obtiene hasta finales del pasado milenio. No obstante, con la llegada del ciclo favorable de precios de las materias primas, alrededor de 2003, la región ha experimentado un proceso de convergencia más rápida, que, sin embargo, es susceptible de revertir en los próximos años, en un escenario externo menos favorable.

- 1 Un coeficiente de beta-convergencia de 0,12 como el que aparece en este gráfico supone un ritmo de convergencia anual  $\lambda = -\ln(1 + 0,12) / 33 = 0,4\%$  del PIB per cápita, siendo 33 el número de años considerados en la estimación.
- 2 En el gráfico 9.2 se reportan los coeficientes (en valor absoluto) asociados a la velocidad de convergencia de una regresión en la que la variable del lado izquierdo es el crecimiento del PIB per cápita durante siete años y la del lado derecho el PIB per cápita inicial en el año inicial de ese período, distinguiendo Asia emergente de Latinoamérica. Esta ventana de siete años se va desplazando para poder captar las variaciones en el tiempo del coeficiente, e incluye previsiones del FMI para poder analizar el período más reciente.
- 3 El máximo ritmo de convergencia de los países asiáticos se dio entre 2007 y 2008, al aumentar a un 2,1 % anual.

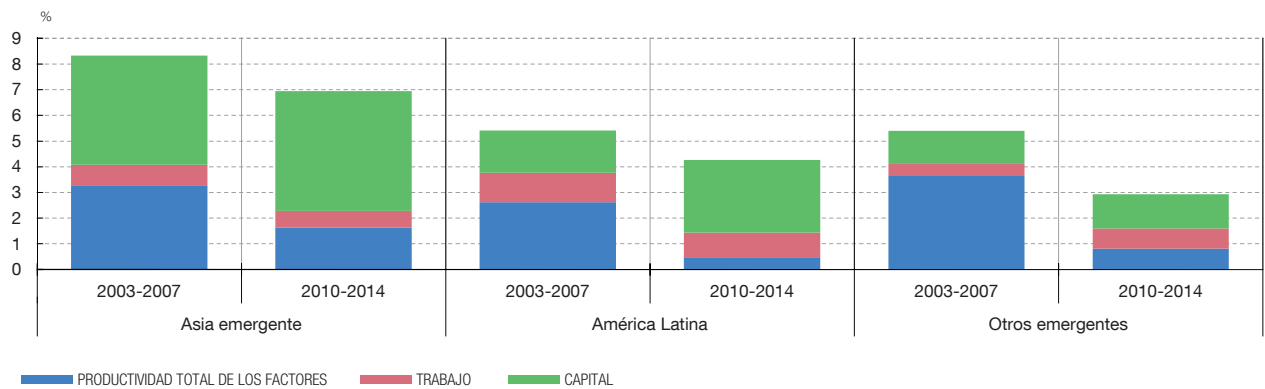
1 VELOCIDAD DE CONVERGENCIA GLOBAL



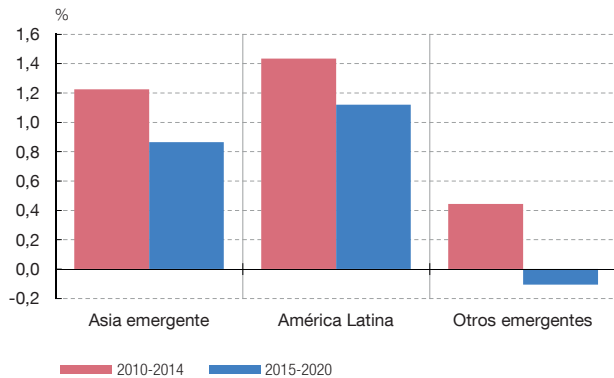
2 VELOCIDAD DE CONVERGENCIA. DIFERENCIAL POR ÁREAS Y PERÍODOS



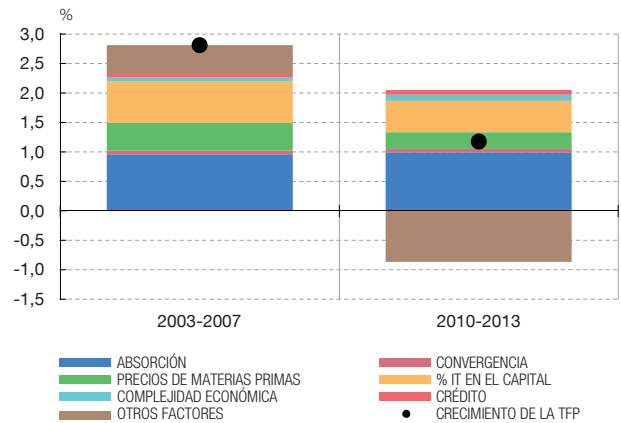
3 DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO EN PAÍSES EMERGENTES: 2003-2007 Y 2010-2014 (a)



4 CRECIMIENTO DE LA POBLACIÓN EN EDAD DE TRABAJAR (a)



5 DETERMINANTES DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES (b)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (*World Economic Outlook*), cálculos propios y Banco Mundial.

- a Asia emergente incluye China, India e Indonesia. América Latina incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Otros emergentes incluye Hungría, Polonia, Rusia, Sudáfrica y Turquía.
- b Otros factores incluye el retardo de la PTF, efectos de tiempo y el residuo de la regresión. Convergencia se refiere a la distancia frente a la frontera; Absorción, a la distancia frente a la frontera multiplicada por el capital humano; Complejidad económica se refiere al índice de complejidad económica de Hausman e Hidalgo [véase Hidalgo y Hausmann (2009)].



Para estudiar los factores que pueden influir en la reciente ralentización de la convergencia de los países emergentes, se analiza la evolución del crecimiento en un conjunto amplio de años en un marco de contabilidad del crecimiento, en el que se aproxima la aportación de los diferentes factores de producción —trabajo y capital— y de la productividad total de los factores usando una función de producción sencilla, con rendimientos constantes a escala. En concreto, el factor trabajo se mide como las horas totales trabajadas; el factor capital, mediante el *stock* de capital, y la PTF se calcula de forma residual. En el gráfico 9.3 se presenta esta desagregación del crecimiento para los períodos inmediatamente anterior y posterior a la crisis financiera global en los principales países emergentes. El factor trabajo ha experimentado una evolución desfavorable en la mayoría de ellos tras la crisis, mientras que el capital ha aumentado su contribución en el período de estudio, como resultado del aumento de la tasa de inversión en la salida de la crisis financiera global. La mayor parte de la desaceleración se explica, por lo tanto, por el menor ritmo de expansión de la PTF, un fenómeno generalizado en todas las economías emergentes analizadas.

La velocidad de convergencia de los próximos años dependerá del crecimiento a medio plazo que consigan alcanzar estas economías y, esto, a su vez, vendrá determinado por la evolución de los factores de producción y de los determinantes de la PTF. En el caso del factor trabajo, las economías emergentes se encuentran inmersas en un proceso de transición demográfica por el que el crecimiento de la población en edad de trabajar se verá reducido, según las proyecciones disponibles, y en algunos casos, como en China, se tornará negativo<sup>4</sup>. Además, muchas economías emergentes ya registran tasas de desempleo bajas en perspectiva histórica. Sin embargo, existen otros factores determinantes de la evolución de este factor productivo que podrían contribuir de forma positiva. Por ejemplo, la tasa de actividad, especialmente la femenina, continúa en un nivel muy alejado del de las economías desarrolladas, aunque hay excepciones (China o Perú). Por otro lado, la reducción de la elevada informalidad del mercado de trabajo, especialmente en América Latina, puede significar una reducción de los episodios de inactividad. En este sentido, la mejora de las instituciones laborales, un sistema impositivo y de gasto público que proporcione mejores incentivos, la reducción de las trabas burocráticas y, sobre todo, la mejora del nivel educativo de la población resultan clave para permitir una mayor formalización del trabajo y una mayor participación laboral.

En cuanto al *stock* de capital, la tasa de inversión de las economías emergentes aumentó hasta niveles históricamente altos tras la crisis financiera, una tendencia que, según algunos estudios, revertirá en los próximos años, como consecuencia de la caída del precio de las materias primas, de la reducción de los flujos de capitales y del proceso de reequilibrio de la economía en China [FMI (2015a)]. Sin embargo, la mayor parte de los países emergentes presenta una intensidad del capital —medida como el nivel de capital por hora de trabajo— muy inferior a la de los países avanzados, y, por tanto, existe un amplio margen de aumento. Para cubrirlo, resulta de especial importancia el desarrollo de un sistema financiero local que permita suavizar las restricciones a la financiación de proyectos y expandir el acceso al crédito [Magud y Sosa (2015)], a la vez que se atrae inversión extranjera, para lo cual resulta clave la mejora institucional en diversos ámbitos [Alonso Álvarez (2015)]. El desarrollo de las infraestructuras públicas, para las que también se detecta una infradotación, resulta a su vez altamente recomendable.

---

4 La reciente decisión de abandonar la política del hijo único podría alterar estas proyecciones.

Por último, el crecimiento de la productividad está relacionado con una serie de determinantes permanentes y transitorios ampliamente revisados en la literatura económica. Por una parte, el aumento de la productividad puede provenir de la innovación propia o de la absorción de tecnologías existentes en el exterior, en particular, de lo que se ha denominado como frontera tecnológica mundial [Acemoglu *et al.* (2006)]. La velocidad a la que los países absorben las tecnologías y las formas de organización que se han probado exitosas en el exterior, y, por tanto, convergen a dicha frontera, depende de su capacidad de asimilación, y, más concretamente, de la dotación de capital humano de la economía. Este desarrollo, además, será más rápido en un entorno con mayor acceso al crédito.

En las economías exportadoras de materias primas, algunos estudios han identificado una correlación positiva entre los precios de las exportaciones de estos productos y el crecimiento de la PTF [FMI (2015a)]. Un precio más alto de las materias primas puede suponer un mejor acceso a la financiación, que sustente inversiones en innovación o en capital humano. Además, el efecto sobre la productividad del resto de los sectores de la economía sería positivo si los mayores ingresos impulsaran la demanda en sectores complementarios, repercutiendo en un mayor uso de los factores de producción. Por último, si el sector de materias primas utiliza un factor productivo que no se tiene en cuenta en el cálculo de la PTF (los recursos naturales), una reasignación de recursos hacia este sector podría suponer un aumento (aparente) de dicha PTF. La mayor velocidad de convergencia de los exportadores de materias primas en el reciente ciclo alcista de los precios sugiere un efecto positivo. Sin embargo, hay que tener presente que los ciclos de precios de materias primas, aunque muy persistentes, tienden a revertir [Erten y Ocampo (2013)] y que la concentración de recursos en sectores productivos cuya rentabilidad desaparece cuando los precios son bajos es una importante vulnerabilidad.

Para analizar la importancia relativa de estos factores, se ha aplicado un modelo econométrico con información de una muestra amplia de países, que permite descomponer el crecimiento de la PTF [Kataryniuk y Martínez-Martín (2016)]. Como se puede observar, las variables que mejor explican el crecimiento de la PTF en los países emergentes son la absorción, definida como la interacción entre la distancia de la PTF de un país con respecto a los países líderes y su capital humano [Benhabib y Spiegel (1994)], y la incorporación de nuevas tecnologías en el capital. Por su parte, el crecimiento de los precios de las materias primas llega a explicar cerca de medio punto del crecimiento observado en la PTF de los países emergentes analizados en la época pre-crisis, si bien ese efecto se invertirá en los próximos años.

En definitiva, tras la ralentización del crecimiento a medio plazo de los países emergentes hay factores estructurales, pero existe un margen amplio para revertir ese proceso. Algunos de esos factores se han señalado aquí, pero hay otros sobre los que también se puede actuar para mejorar la eficiencia en la asignación de los recursos, como el aumento de la competencia en los mercados de bienes y servicios, o la reducción de rigideces en los mercados laborales [Aghion *et al.* (2009)].

El fuerte crecimiento de China entre 2000 y 2011, por encima del 10 % anual en promedio, se sustentaba en un modelo basado en la inversión dirigida y en las exportaciones. Durante la crisis financiera global ese patrón mostró sus debilidades, al ser muy sensible a las perturbaciones externas, que China pudo contrarrestar con un importante impulso fiscal con cargo a los recursos financieros acumulados. Posteriormente, dio síntomas de agotamiento, al hacerse muy dependiente del crédito, en un contexto de laxitud de las condiciones de financiación y de los estímulos fiscales, y al reducirse sustancialmente la rentabilidad de la inversión. Como resultado, se generaron importantes desequilibrios internos, en términos de un elevado endeudamiento empresarial, y emergieron importantes riesgos en

el mercado inmobiliario, en el ámbito fiscal y en el sector financiero, que conviven con una abultada tasa de ahorro. Por todo ello, las autoridades decidieron iniciar un proceso de reequilibrio económico, con el objetivo de conseguir un crecimiento más sostenible mediante el fomento del consumo privado frente a la inversión, de la demanda interna frente a la externa y de los servicios frente a la industria. La gestión de esta transformación requiere la implementación de un importante programa de reformas que den mayor protagonismo al sector privado en la toma de decisiones.

Las reformas, que se impulsaron tras el cambio de Gobierno en 2013, abarcan múltiples ámbitos y, entre las ya implementadas, destaca el abandono de la política del hijo único, en 2015, que permitirá aliviar la presión demográfica que ya había comenzado a reducir la fuerza laboral. Otras reformas necesarias para este proceso tienen todavía un importante recorrido pendiente, como las relativas al ámbito fiscal —incluidas las relaciones entre el Gobierno central y los Gobiernos locales, y las medidas de protección social en materia de sanidad y pensiones—, al proceso de urbanización, a la gestión del sector público empresarial, al impulso a la innovación tecnológica y a la protección del medioambiente.

En el último año, la reforma financiera es la que ha registrado un mayor avance (en el recuadro 3 se detallan las medidas adoptadas en este ámbito). Esta transformación es fundamental para el proceso de reequilibrio económico, dado que aliviará la represión financiera que sufren hogares y pequeñas empresas, reduciendo su tasa de ahorro e impulsando la inversión. La integración internacional del sistema financiero chino también ha avanzado de forma notoria, si bien no ha estado exenta de dificultades, reflejadas en algunos episodios de fuertes tensiones en los mercados financieros. Todo ello evidencia la complejidad de gestionar la interacción de la política monetaria, la política cambiaria y la apertura de la cuenta de capital.

El reequilibrio de la economía de China está dando lugar a una desaceleración gradual de la actividad que, en el escenario central, se anticipa que continuará a ritmos similares al actual en un horizonte de medio plazo. Este proceso tiene repercusiones a escala internacional dadas las interrelaciones cada vez más intensas de China con el resto del mundo. La desaceleración de la actividad en China se transmite al resto del mundo a través de varios canales directos, entre los que destacan el comercio internacional y el precio de las materias primas, dado su papel predominante en la demanda de muchos de estos productos. Un tercer canal directo, el financiero, es de menor importancia, dada la todavía limitada y reciente apertura de la cuenta de capitales. Sin embargo, se pueden activar canales indirectos de transmisión (en especial, si la desaceleración de China fuera inesperada, abrupta y persistente), como el contagio a través de una mayor aversión al riesgo en los mercados bursátiles y de renta fija internacionales o el deterioro de la confianza.

Para valorar el impacto del reequilibrio de China sobre el resto del mundo se han realizado varias simulaciones con un modelo global, que incorpora las interdependencias comerciales y financieras entre economías y la reacción global de precios y actividad<sup>5</sup>. El ejercicio consiste en introducir en el modelo una serie de perturbaciones asociadas a los canales de transmisión mencionados, que inciden simultáneamente a partir de 2016. Este escenario está constituido por: i) una caída de 1 punto porcentual (pp) del crecimiento potencial

5 Como supuestos técnicos del modelo, se han considerado expectativas adaptativas y estabilidad de los tipos de cambio nominales. La política monetaria sigue en la mayoría de los países una regla de Taylor y la política fiscal actúa como estabilizador automático, aunque mantiene un objetivo de saldo presupuestario a medio plazo.

de China (revisión por el FMI del crecimiento a medio plazo previsto en China entre 2013 y 2015); ii) una reducción del 12 % de los precios del petróleo asociada a ese punto porcentual de ralentización del crecimiento de China, según lo estimado por el Banco Mundial [Banco Mundial (2016)]; iii) una corrección del 15 % de la bolsa de China para converger a ratios P/E (ratio precio-beneficios) históricas y una correlación con las bolsas mundiales en línea con la media observada desde 2010, y iv) una subida de 60 pb de los tipos de interés a largo plazo en las economías emergentes, equivalente a la subida registrada por el EMBI en el período de turbulencias al inicio de 2016.

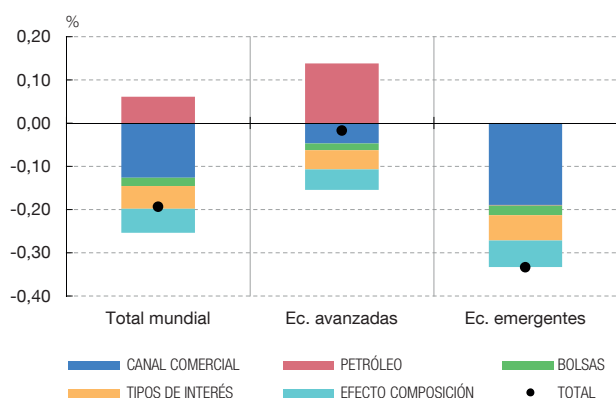
El escenario considerado daría lugar a una reducción modesta del crecimiento mundial, de 0,19 pp en promedio entre 2016 y 2017. La mayor parte del impacto viene dado por el canal comercial, seguido por el incremento de los tipos de interés y la caída de las bolsas (véase gráfico 10). El efecto expansivo de la bajada de los precios del petróleo limitaría el efecto recesivo de las otras perturbaciones, por lo que actuaría como un estabilizador automático, aunque, tal y como se pone de manifiesto en el recuadro 1, en las actuales circunstancias los efectos adversos de la bajada de precios del petróleo, no considerados en el modelo, podrían ser más relevantes. Este es el caso, especialmente, de las economías avanzadas, que solo ajustarían a la baja su crecimiento en 0,02 pp. De hecho, fundamentalmente por el petróleo, el escenario genera presiones a la baja sobre los precios de las economías avanzadas. Estas presiones podrían ser mayores si el modelo tuviera en cuenta la posibilidad de que el tipo de cambio de la moneda china se debilitase en un contexto en que algunos de los sectores en reconversión presentan importantes excesos de capacidad. En cualquier caso, la contracción de la actividad sería más acusada en las economías emergentes y se situaría en 0,33 pp, afectando fundamentalmente a otras economías asiáticas, que tienen mayores interrelaciones con China. Nótese que la desaceleración de la actividad en China es muy gradual, ya que se requieren seis años para que el crecimiento se reduzca lo mismo que el potencial (1 pp).

Este ejercicio adolece de una importante limitación, ya que no tiene en cuenta el cambio en la estructura productiva, comercial y financiera que debería resultar del reequilibrio de la economía china. En el ámbito comercial, un aumento del peso del consumo en China a costa de un menor peso de la inversión, y de los servicios a costa de la industria, podría reducir su propensión importadora. Pero, además, como los países están especializados en la producción de distintos tipos de productos, podrían producirse efectos heterogéneos en los distintos países. Por ello, es necesario adoptar una perspectiva más desagregada del comercio. Este análisis desagregado permite detectar ciertos hechos estilizados.

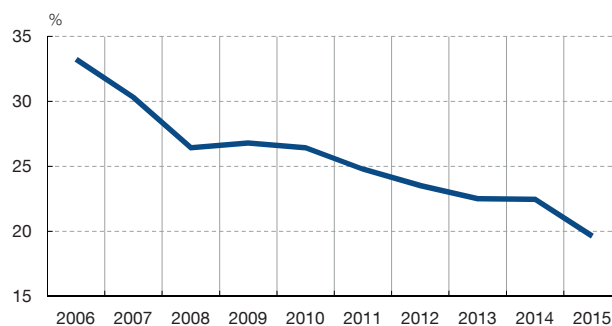
En primer lugar, existe una tendencia consolidada a la reducción del contenido de importaciones en las exportaciones chinas. China se está alejando de su posición como mero ensamblador de productos de bajo valor añadido dentro de las cadenas globales de producción y está reduciendo su dependencia de las importaciones de componentes y productos intermedios, que sustituye por *inputs* locales. En 2006, las importaciones de «procesamiento»<sup>6</sup> representaban un 33 % del total de las exportaciones, mientras que en 2015 ascendían a solo el 19 %. Del mismo modo, la proporción de valor añadido nacional contenido en las exportaciones ha aumentado, del 63 % en 2000 al 68 % en 2011. Además, el aumento progresivo del peso de los servicios domésticos incorporados en las exportaciones chinas también contribuirá a reducir la propensión importadora de las exportaciones.

6 El comercio de procesamiento, según las aduanas chinas, engloba las importaciones de productos intermedios, y componentes exentas de aranceles destinadas a la reexportación, y las exportaciones correspondientes.

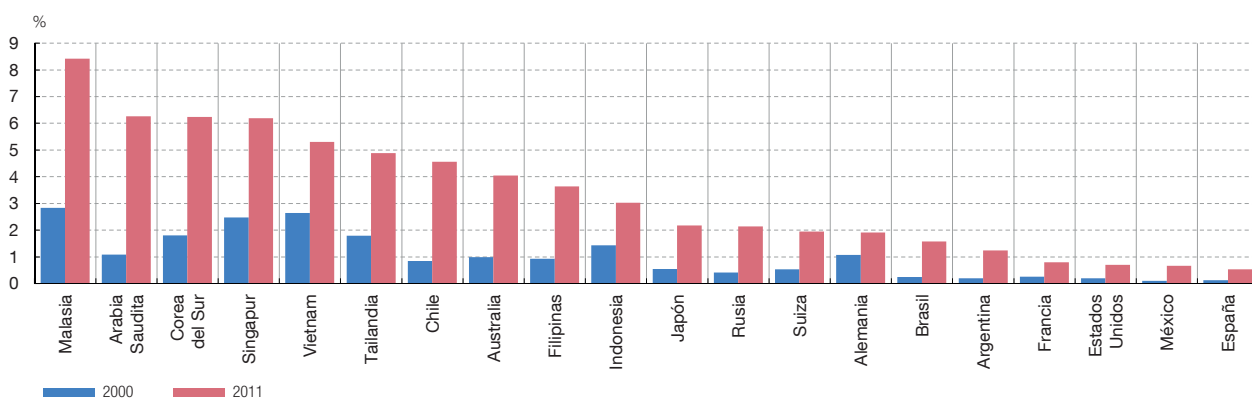
1 IMPACTO EN EL CRECIMIENTO DEL PIB REAL (% , PROMEDIO 2016-2017)



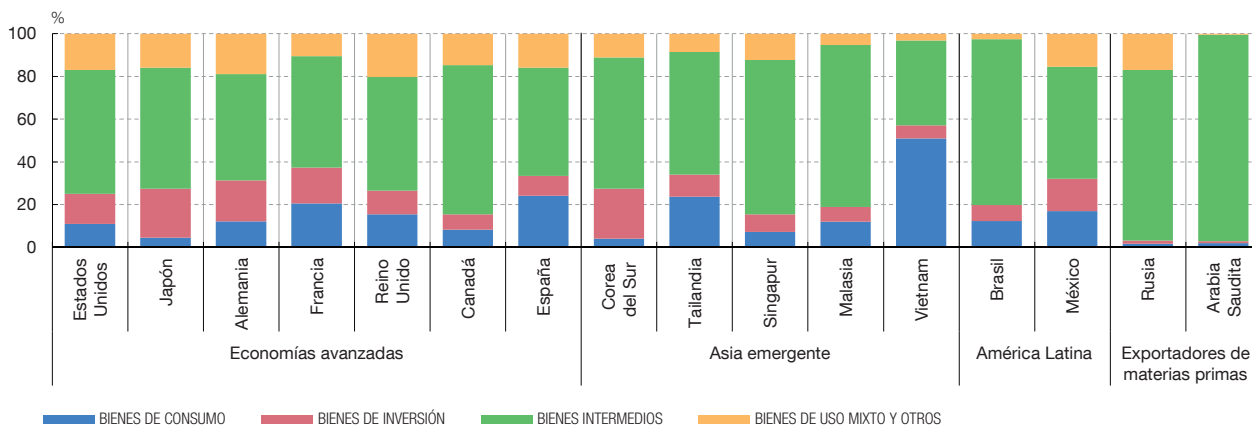
2 IMPORTACIONES DE PROCESAMIENTO SOBRE LAS EXPORTACIONES TOTALES



3 VALOR AÑADIDO INDUCIDO POR LA DEMANDA FINAL DE CHINA (a)



4 EXPORTACIONES POR CATEGORÍAS DE PRODUCTO



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Datastream, CEIC y OCDE.

a Porcentaje del valor añadido total (PIB) de cada país.

En segundo lugar, los cambios en la composición de la demanda interna china contribuyen asimismo a reducir la intensidad importadora. Según datos de 2011, un 10 % del consumo chino se satisface de forma directa o indirecta con importaciones, mientras que en el caso de la inversión este porcentaje se eleva hasta el 18 %. Por ello, el cambio hacia un mayor peso de la demanda de consumo incidirá de manera diferente en sus socios comerciales.

Sin duda, los países cuya producción depende más de la demanda china se verán especialmente perjudicados, pero dichos efectos variarán también dependiendo del tipo de productos que exporte cada país, viéndose favorecidos los sectores más ligados al consumo, tales como la agricultura, alimentos y bebidas, textiles y servicios, en comparación con la industria extractiva, los metales y minerales, la maquinaria y los bienes de equipo, más ligados a la inversión. Por regiones, las economías asiáticas se verán más penalizadas por el proceso de reequilibrio de China, tanto por su elevada exposición a esta economía (en términos de valor añadido) como, en algún caso, por ser los sectores con mayor peso exportador, los de bienes de inversión (Corea del Sur) o los de materias primas (Indonesia). Algunas economías de América Latina, como, por ejemplo, Chile, con una elevada exposición a China y con una notable concentración en la industria extractiva, y otros países exportadores de materias primas, como Arabia Saudita, Australia o Rusia, que se concentran también en la industria extractiva (88 % en el caso de Arabia Saudita), están también en este grupo. Por el contrario, los países de la UE, cuyas exportaciones a China tienen un componente elevado de bienes de consumo con mayor elasticidad-renta y de servicios, y Estados Unidos, con elevadas ventas de productos alimenticios y servicios, experimentarán un impacto menos desfavorable.

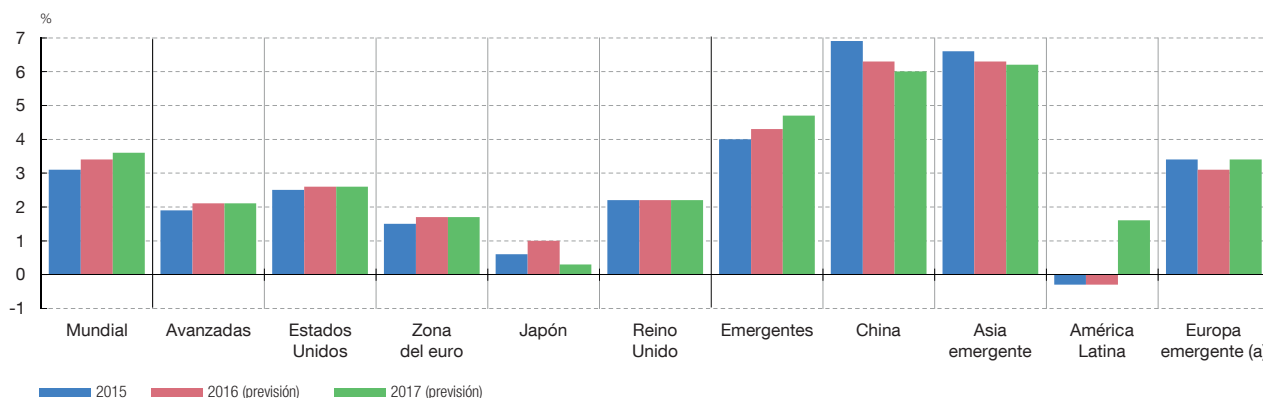
### Las perspectivas para 2016

Como ha ocurrido en los últimos años, 2016 se ha iniciado con revisiones a la baja en las previsiones de crecimiento del PIB mundial, en un contexto de elevada incertidumbre, orientación a la baja del balance de riesgos e importantes turbulencias en los mercados financieros. Diversos factores —como la prolongada desaceleración de algunas de las principales economías emergentes, la persistencia de tasas de inflación muy reducidas en las economías avanzadas, la persistente debilidad del comercio mundial o la baja rentabilidad de las entidades bancarias— configuran un panorama complejo para la economía global, en el que las políticas económicas deben desempeñar un papel activo para dar sostenibilidad al crecimiento y restaurar la confianza de los agentes.

El escenario central para 2016 contempla un crecimiento de la economía mundial ligeramente superior al registrado en 2015 (3,1 %), con pequeñas mejoras en las economías desarrolladas y en las emergentes, cuyo crecimiento estaría en el entorno del 2 % y del 4 %, respectivamente (véase gráfico 11). La tímida recuperación de la actividad en las economías avanzadas descansará principalmente en la resistencia del consumo privado, favorecida por la mejora de los mercados laborales y la prolongación del escenario de bajos precios del petróleo. De forma más general, el tono acomodaticio de las políticas monetarias —incluso en el caso de Estados Unidos, cuyo ciclo de subidas de tipos oficiales será muy gradual— proporcionará un sostén a estas economías. Por el contrario, la contribución de la demanda externa continuará siendo débil como consecuencia de la atonía de algunos mercados emergentes y, en algún caso, de la fortaleza de las monedas en términos efectivos nominales. El impulso fiscal será ligeramente contractivo, excepto en Estados Unidos, según la información disponible, mientras que se espera que los países sigan implementando los compromisos adquiridos en el ámbito de las reformas estructurales, en el marco del G-20.

Tras cinco años consecutivos de descenso, este año se espera que las economías emergentes, en conjunto, registren un ligero aumento del ritmo de crecimiento del PIB, si bien con notables diferencias entre regiones. En China, se contempla como escenario más probable el de la continuación de la desaceleración gradual asociada a su transición hacia su nuevo modelo de crecimiento. En el resto de las regiones emergentes, el dinamismo de la actividad se verá condicionado por la distinta exposición de cada economía a tres factores: la desaceleración de China, los bajos precios del petróleo y la elevación de los

PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (avance del *World Economic Outlook* de enero de 2016).

a. Agregado de Albania, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Hungría, Kosovo, FYR Macedonia, Montenegro, Polonia, Rumanía, Serbia y Turquía.

costes internacionales de financiación. El margen para las políticas monetarias apenas existe en los países latinoamericanos, mientras que el impulso fiscal podría ser neutral, aunque las presiones sobre la deuda pública puedan aumentar.

El escenario central para la inflación anticipa su mantenimiento en niveles muy contenidos, de manera general. Las presiones a la baja procedentes de los mercados de materias primas y de la debilidad de los precios de producción, asociada a los excesos de capacidad de algunas economías emergentes, continuarán compensando el efecto de la incipiente aceleración de los salarios derivada de las mejoras de los mercados laborales en las principales economías avanzadas. La excepción a este patrón general seguirán siendo algunas economías emergentes que han registrado importantes depreciaciones cambiarias y cuyas tasas de inflación podrían permanecer por encima de los objetivos de sus bancos centrales.

En los últimos meses, el balance de riesgos sobre el crecimiento global — mayoritariamente originados en las economías emergentes— ha basculado algo más a la baja. En primer lugar, el riesgo de una desaceleración más severa de la economía china se ha acentuado al hilo de las tensiones de sus mercados financieros, que parecen reflejar la creciente dificultad de las autoridades económicas para gestionar el proceso de liberalización exterior en un contexto de desaceleración de la economía. De materializarse este riesgo, podría generar efectos *spillover* muy relevantes, principalmente sobre el resto de las economías emergentes. En segundo lugar, posibles caídas adicionales del precio del petróleo (o, en menor medida, su permanencia en los bajos niveles actuales) suponen riesgos en ambos sentidos. Al alza, en la medida en que el impacto sobre el consumo de los países importadores acabe siendo mayor que el observado hasta la fecha y, a la baja, si estos desarrollos agravasen todavía más las frágiles posiciones —fiscales y externas— de los países exportadores y —financieras— de las empresas productoras. En tercer lugar, en la situación actual hay múltiples factores que podrían generar un aumento de la aversión al riesgo y un tensionamiento de las condiciones financieras globales, que afectarían especialmente a las economías emergentes, más sensibles al deterioro de la confianza de los inversores. Finalmente, los riesgos de naturaleza geopolítica continúan siendo relevantes, situándose el foco principal en la situación de inestabilidad de Oriente Medio, como consecuencia de la extensión del terrorismo.



Entre los riesgos específicos para las economías avanzadas, la persistencia de la inflación en niveles muy reducidos —e, incluso negativos, en algunos períodos—, en parte como resultado de la prolongada caída del precio del petróleo, amplía los riesgos de desanclaje de las expectativas de inflación. En este contexto, resulta imprescindible que se produzca una mayor coordinación entre países que aleje escenarios de competencia de políticas. A más largo plazo, la prolongada debilidad de la demanda en el área del euro y en Japón —a pesar del tono crecientemente expansivo de sus políticas monetarias— y los escasos avances en la corrección de algunos desequilibrios —principalmente, los altos niveles de deuda pública y privada— pueden favorecer, mediante efectos histéresis, la reducción del crecimiento potencial y, por tanto, la materialización de un escenario de bajo crecimiento. Asimismo, algunos elementos de los estímulos monetarios extraordinarios, en particular la extensión de los tipos de interés negativos en muchas economías, adentra a la economía en un terreno inexplorado, acentuando riesgos a los que ya venían enfrentándose las economías avanzadas: en concreto, la presión sobre la rentabilidad de los bancos, elementos esenciales de la transmisión de las políticas monetarias en muchas economías.

En el ámbito de los mercados financieros internacionales, la evolución durante 2015 y los primeros meses del año en curso ha puesto de manifiesto que persisten importantes retos. Por un lado, las entidades bancarias afrontan la implementación de una regulación que, aunque ha reforzado su solvencia y su resistencia ante distintas perturbaciones, ha afectado a sus tasas de rentabilidad. Esta situación, unida al entorno de bajos tipos de interés durante un período prolongado, hace que el sector se enfrente al desafío de reorientar y adaptar eficientemente su estrategia de negocio al nuevo marco. Por otro lado, el deterioro de la liquidez en algunos mercados como los de renta fija puede incrementar la volatilidad de los mercados financieros y exacerbar su respuesta ante perturbaciones con consecuencias para la estabilidad financiera.

En definitiva, la economía mundial continúa transitando por una senda de crecimiento modesto, sin que de momento se vislumbre un punto de inflexión en esta trayectoria. Por un lado, las economías avanzadas siguen ancladas en una situación de crecimiento e inflación bajas, a pesar del prolongado período de estímulos monetarios extraordinarios. Por otro lado, la persistente desaceleración de las economías emergentes puede ser el resultado de un escenario particularmente adverso, pero también puede estar reflejando la existencia de límites a la convergencia con las economías desarrolladas. En este contexto, y donde exista margen para ello, las políticas macroeconómicas deben contribuir a sostener el crecimiento, y debe intensificarse la puesta en marcha de reformas estructurales (específicas para cada país) que favorezcan la consecución de ritmos de crecimiento más elevados y sostenibles.

16.3.2016.

## BIBLIOGRAFÍA

- ACEMOGLU, D., F. ZILIBOTTI y P. AGHION (2006). «Distance to frontier, selection and economic growth», *Journal of the European Economic Association*, vol. 4, n.º 1, marzo, pp. 37-74.
- AGHION, P., P. ASKENAZY, R. BOURLES, G. CETTE y N. DROMEL (2009). «Education, market rigidities and growth», *Economics Letters*, 102 (1), pp. 62-65.
- ALONSO ÁLVAREZ, I. (2015). *Institutional Drivers of Capital Flows*, Documentos de Trabajo, n.º 1531, Banco de España.
- AMIHUD, Y. (2002). «Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects», *Journal of Financial Markets*, 5, pp. 31-56.
- ARCE, Ó., S. HURTADO y C. THOMAS (2015). *Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union*, mimeo.
- BANCO MUNDIAL (2016). *Who Catches a Cold When Emerging Markets Sneeze?*, Banco Mundial.
- BENHABIB, J., y M. M. SPIEGEL (1994). «The role of human capital in economic development evidence from aggregate cross-country data», *Journal of Monetary Economics*, 34 (2), pp. 143-173.

- BERGANZA, J. C., P. BURRIEL, M. FOLCH, M. ROMERO y T. SASTRE (2015). «La debilidad de la inversión en las economías desarrolladas», *Boletín Económico*, julio, Banco de España, pp. 57-70.
- BLANCHARD, O., E. CERRUTTI y L. H. SUMMERS (2015). *Inflation and Activity: Two Explorations and Their Monetary Policy Implications*, Working Paper Series WP 15-19, Peterson Institute for International Economics.
- BORIO, C., E. KHARROUBI, C. UPPER y F. ZAMPOLLI (2015). *Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences*, BIS Working Papers, n.º 534, diciembre.
- BROTO, C., y M. LAMAS (2016). «Measuring market liquidity in US fixed income markets: A new synthetic indicator», *The Spanish Review of Financial Economics*.
- CABALLERO, R. J., y E. FARHI (2014). *The Safety Trap*, NBER Working Papers 19927, National Bureau of Economic Research, Inc.
- DURLAUF, S. N., P. A. JOHNSON y J. R. TEMPLE (2005). «Growth econometrics», *Handbook of Economic Growth*, 1, pp. 555-677.
- ERTEN, B., y J. A. OCAMPO (2013). «Super cycles of commodity prices since the mid-nineteenth century», *World Development*, 44, pp. 14-30.
- FMI (2015a). *World Economic Outlook*, varios números.
- (2015b). *Global Financial Stability Report*, varios números.
- HIDALGO, C. A., y R. HAUSMANN (2009). «The building blocks of economic complexity», *PNAS*, 106(26), pp. 10570-10575.
- HOLLÓ, D., M. KREMER y M. LO DUCA (2012). *CISS, a composite indicator of systemic stress in the financial system*, ECB Working Paper, 1426.
- JIMÉNEZ, G., S. ONGENA, J. L. PEYDRÓ y J. SAURINA (2014). «Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?», *Econometrica*, Econometric Society, vol. 82 (2), pp. 463-505.
- JIMENO, J. F., F. SMETS y J. YIANGOU (2014). «Secular stagnation: A view from the Eurozone», en C. Teulings y R. Baldwin (eds.), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, Vox.eu book, CEPR Press.
- KATARYNIUK, I., y J. MARTÍNEZ-MARTÍN (2016). *Determinants of TFP growth in emerging economies*, mimeo.
- MAGUD, N., y S. SOSA (2015). *Investment in Emerging Markets: We are not in Kansas anymore... Or are we?*, IMF Working Paper 15/77, abril, Washington.
- OBSTFELD, M. (2015). «Trilemmas and Tradeoffs: Living with Financial Globalization», Central Banking, Analysis, and Economic Policies Book Series, en C. Raddatz, Diego Saravia y Jaume Ventura (eds.), *Global Liquidity, Spillovers to Emerging Markets and Policy Responses*, edición 1, vol. 20, capítulo 2, Central Bank of Chile, pp. 013-078.
- OFR (2015). *Financial Stability Report*, diciembre.
- REINHART, C., y K. ROGOFF (2009). *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, NJ, Princeton University Press.
- ROGOFF, K. (2014). «Secular Stagnation, Debt Overhang and Other Rationales for Sluggish Growth, Six Years On», documento presentado en la 13.ª Conferencia Anual del BIS, Lucerna, 27 de junio.
- SUMMERS, L. (2013). «IMF Economic Forum: Policy Responses to Crises», 14.ª Conferencia de Investigación Anual del FMI en honor de Stanley Fisher, 8 de noviembre.

A principios del año 2016 el precio del barril de petróleo tipo *Brent* descendió por debajo de los 28 dólares, con lo que acumula un descenso de cerca del 70 % en los últimos 18 meses. En principio, una reducción del precio del petróleo que sea consecuencia, al menos en parte, de desplazamientos de la curva de oferta de crudo debería afectar positivamente a la actividad global en el mediano plazo, al representar una disminución de un coste de producción relevante para muchas ramas productivas. En términos de renta, los países exportadores de crudo pierden parte de sus ingresos con esta bajada, que ganan los importadores, pero la reducción de costes beneficia a todos los agentes. Sin embargo, estos efectos no parecen estar materializándose en la magnitud esperada ni en el PIB mundial ni en el de los países importadores. Además, en el caso de los mercados financieros, esta caída se apunta como una de las causas del retroceso de las bolsas y del deterioro de los indicadores de riesgo registrado desde comienzos de 2016. Este recuadro revisa algunos de los efectos adversos que podría tener la caída del precio del petróleo, que, en el contexto actual, parecen haber ganado importancia.

Empezando con los países importadores de crudo, la recuperación del consumo privado, que habitualmente es el componente de la demanda que se beneficia de forma más inmediata de la bajada de los precios del petróleo, parece estar siendo más débil que en ocasiones anteriores, en parte como consecuencia del proceso de

desapalancamiento que están acometiendo los hogares. Además, la inflación en estos países ya se encuentra en niveles muy reducidos, y este tipo de perturbación podría aumentar el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación, con efectos desfavorables sobre la demanda de los productos más duraderos. En cualquier caso, en estos países es necesario tener en cuenta una dimensión adicional: si son productores de esta materia prima o tienen empresas energéticas importantes. Si son productores, un efecto negativo directo (y bastante inmediato) sobre el PIB vendría dado por el recorte de la inversión que realizan las empresas extractivas de petróleo (y de las infraestructuras asociadas a su transporte). La caída del precio del petróleo reduce las expectativas de beneficios del sector, lo que hace posponer o cancelar proyectos de inversión. Esto ya es evidente en Estados Unidos, donde la caída de la inversión del sector energético restó 0,15 pp al crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2015 (véase gráfico 1). Otras empresas energéticas también podrían registrar una reducción de su rentabilidad, al producir sustitutos de los derivados del petróleo.

Además, la debilidad del sector energético en su conjunto puede trasladarse a otros segmentos de la economía. Así, por ejemplo, el sector bancario podría verse afectado debido a la cartera de préstamos que tiene concedidos a estas empresas. En el último *Informe de Estabilidad Financiera* del Office of Financial Research [OFR (2015)] de Estados Unidos se apunta que algunos bancos regiona-

Gráfico 1  
CONTRIBUCIÓN DEL SECTOR ENERGÉTICO AL CRECIMIENTO DEL PIB Y PESO EN LA INVERSIÓN DE ESTADOS UNIDOS (a)

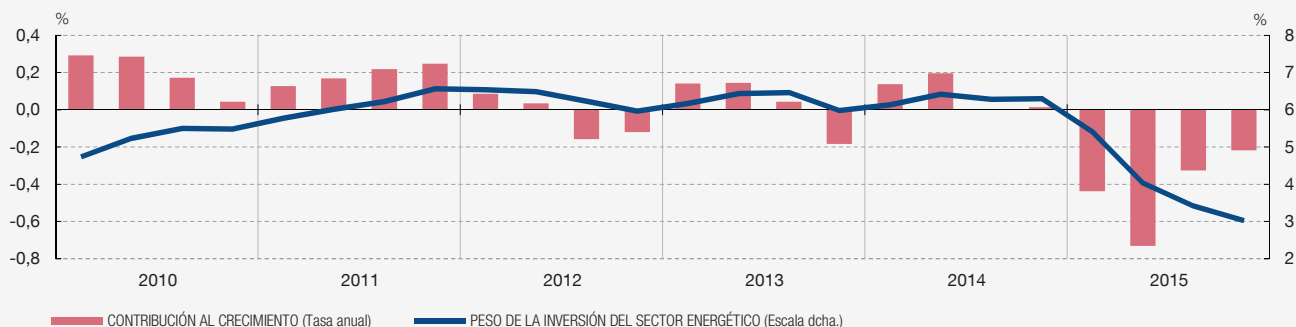
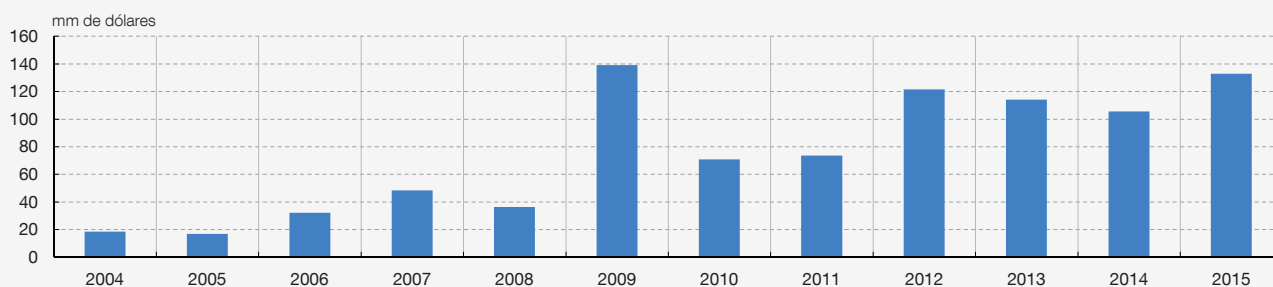


Gráfico 2  
EMISIONES DE DEUDA DE EMPRESAS INTEGRALES DE PETRÓLEO



FUENTES: *Bureau of Economic Analysis* y *Bloomberg*.

a Sector energético incluye exploración y extracción de petróleo y gas natural, minería y actividades relacionadas con estos procesos.

les estadounidenses podrían tener problemas en el cobro de sus préstamos como resultado de la caída del precio del petróleo y la exposición de sus balances a este riesgo. Muchos de estos bancos ya han incrementado las reservas de cobertura. Además, la situación financiera de estas empresas puede verse comprometida debido al importante volumen de deuda que han emitido en los últimos años (véase gráfico 2). Las necesidades de refinanciación pueden verse agravadas ante un endurecimiento en las condiciones monetarias que incrementaría los costes financieros, si bien los plazos de emisión parecen ser dilatados<sup>1</sup>.

Esta situación puede ser especialmente problemática para las empresas energéticas de los países emergentes. En efecto, en los años 2013 y 2014 se registraron los máximos históricos de emisiones de renta fija de las economías emergentes, y buena parte de ellas las realizaron las empresas petroleras (34 %). Por otro lado, el ciclo positivo de precios de las materias primas permitió el acceso a estos mercados por primera vez de empresas y soberanos con baja calificación. En esta situación, la caída del precio del crudo (acompañada de una apreciación del dólar frente a las monedas locales) ha generado una fuerte reducción de la rentabilidad de estas empresas, y, en la medida en que la mayoría de ellas son públicas, esto se ha traducido en presiones adicionales sobre las finanzas públicas de estos países, que ya tenían un escaso margen de maniobra en este terreno, dado que una parte importante de sus ingresos fiscales provienen precisamente de la extracción y venta de esta materia prima<sup>2</sup>. Por ejemplo, la

petrolera estatal brasileña Petrobras ha anunciado recortes de la inversión cercanos al 50 %, mientras que la mexicana Pemex ha presentado pérdidas elevadas en los dos últimos trimestres y pretende aplicar un fuerte recorte del empleo y la inversión; Aramco, la petrolera estatal de Arabia Saudita, anunció su intención de salir a bolsa. Estas empresas, por otro lado, suponen una cuantía elevada de la inversión total y el PIB de estos países (10 % y 2 %, respectivamente, en el caso de Brasil), con lo que las repercusiones de la caída del precio del crudo sobre las variables macro irían más allá de la caída de las exportaciones. Además, una de las fortalezas que habían permitido a estos países atravesar la crisis financiera de 2008 con relativa estabilidad, los superávits por cuenta corriente y la consecuente acumulación de reservas internacionales hasta máximos históricos, está empezando a revertir<sup>3</sup>.

Estos efectos adversos se están viendo reflejados en el comportamiento de las variables financieras de los principales países exportadores de petróleo, cuyas primas de riesgo se han deteriorado significativamente más que las del resto de los emergentes, y cuyos tipos de cambio han registrado depreciaciones también más acusadas. Por último, cabría destacar que las empresas petroleras tienen un peso en las bolsas de estos países superior al que tienen en la actividad o la inversión, lo cual explicaría el comportamiento más negativo de sus índices bursátiles<sup>4</sup>.

1 Del volumen total de bonos corporativos emitidos por empresas integrales del petróleo, el 37 % vence en los tres próximos años, mientras que el 41 % tiene vencimientos que superan el año 2020.  
2 Una situación parecida afecta a los Estados productores de petróleo de Estados Unidos, que han perdido entre un 6 % y un 60 % de los ingresos fiscales en 2015.

3 Este ajuste de las reservas podría tener efectos sobre los rendimientos de los activos emitidos por las economías desarrolladas, de renta variable y fija, privados y públicos.  
4 En 2013, las empresas petroleras tenían un 33 % y un 12 % de la capitalización bursátil de los índices de Europa del Este y América Latina, respectivamente. En Brasil, la petrolera estatal Petrobras suponía un 15 % de la capitalización de la bolsa, y, en Colombia, Ecopetrol alcanzaba el 20 %.

Durante 2015 aumentó significativamente el número de episodios de inestabilidad en los mercados financieros internacionales. Estas turbulencias se han relacionado con diversos factores, como las divergencias en el tono de las políticas monetarias de los principales bancos centrales, la incertidumbre en relación con el crecimiento global —especialmente en las economías emergentes y, en particular, en China—, o el descenso del precio del petróleo. No obstante, diversos organismos internacionales, como el FMI, han sugerido que la intensidad y la recurrencia de estos episodios de volatilidad también podrían estar vinculadas a un deterioro de la liquidez de mercado [FMI (2015b)].

Se considera que un mercado es líquido si tiene capacidad para absorber transacciones de elevado volumen con rapidez, a un coste bajo y con un impacto reducido en los precios. En consecuencia, un mercado poco líquido no podrá responder a la llegada de órdenes de compra o de venta sin que se produzcan movimientos abruptos en el precio de los activos que se negocian,

que es lo que miden precisamente los indicadores de volatilidad financiera.

Los factores habitualmente citados para justificar un empeoramiento reciente de las condiciones de liquidez de los mercados de renta fija son tres [FMI (2015b)]: 1) las políticas monetarias no convencionales, ya que suponen la retirada del mercado de cantidades significativas de activos y pueden crearse situaciones de escasez de determinados instrumentos; 2) cambios estructurales en el modelo de negocio de los agentes de valores (*dealers*) —por ejemplo, la menor capacidad de los bancos para actuar como creadores de mercado (*market makers*) dada su necesidad de incrementar los colchones de capital o el mayor uso de las plataformas electrónicas—, y 3) el mayor peso de los inversores institucionales en la base inversora.

No obstante, la evidencia empírica disponible hasta la fecha no parece confirmar rotundamente este deterioro de la liquidez, dada

RENTA FIJA EN ESTADOS UNIDOS

Gráfico 1  
RATIOS TURNOVER (a)



Gráfico 2  
SENSIBILIDAD A CAMBIOS EN VOLÚMEN (c)



Gráfico 3  
LIQUIDEZ DE MERCADO Y VOLATILIDAD (d)

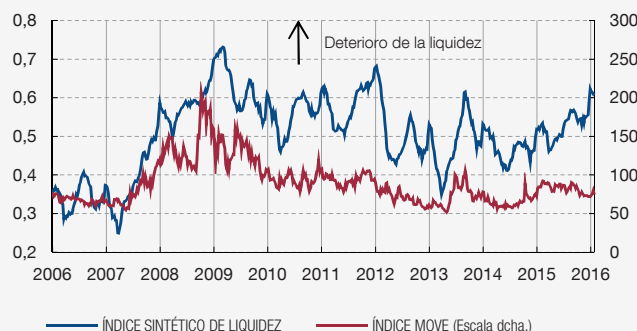


Gráfico 4  
LIQUIDEZ DE MERCADO EN VARIOS SEGMENTOS



FUENTES: Bloomberg, FINRA, Reserva Federal de Nueva York y Bank of America Merrill Lynch.

- a Volumen de negociación diario sobre el saldo vivo de deuda.
- b Deuda de alto rendimiento.
- c Basado en Amihud (2002). Retorno diario en términos absolutos sobre el volumen de negociación.
- d Basado en Broto y Lamas (2016). Índice sintético de liquidez de mercado a partir de distintas medidas. Valores estandarizados y agregados a partir de un análisis de componentes principales.

la complejidad de su análisis. De hecho, la liquidez de mercado es una variable inobservable que abarca varias dimensiones. En concreto, un mercado líquido se caracteriza por presentar costes de transacción reducidos, inmediatez a la hora de ejecutar transacciones, elevados volúmenes negociados con un escaso impacto en el precio del activo y resistencia, es decir, facilidad para moverse rápidamente hacia nuevos niveles de equilibrio. Cada una de estas características puede ser representada con un conjunto de indicadores, y su evolución no tiene por qué ser uniforme. Por ejemplo, los gráficos 1 y 2 muestran cómo los volúmenes negociados sobre el saldo vivo de deuda (*turnover*) y la sensibilidad de las cotizaciones para la deuda pública y la corporativa de Estados Unidos no siempre proporcionan señales unánimes sobre la liquidez de estos mercados.

Es una práctica habitual intentar resumir toda esta información e identificar el efecto dominante en caso de discrepancia a través de un indicador sintético. Este tipo de índices se calculan a partir de la estandarización de los diversos indicadores de base y su posterior agregación [véase Holló *et al.* (2012)]. El gráfico 3 presenta la evolución de un índice sintético de liquidez para los principales mercados de renta fija de Estados Unidos junto con un indicador de la volatilidad de estos mercados aproximada por el MOVE que resume la volatilidad negociada sobre los títulos de deuda pública americana. El gráfico muestra que existe cierta relación entre el deterioro de la liquidez y el incremento de la volatilidad. Asimismo, puede observarse cómo desde 2015 la liquidez ha ido disminuyendo gradualmente, aunque sin llegar a los niveles alcanzados durante los peores momentos de la crisis.

Por segmentos (gráfico 4), el deterioro de la liquidez fue anticipado por la deuda del Tesoro—que es el mercado más líquido en términos absolutos—, mientras que en el caso de la deuda corporativa es más reciente. Este comportamiento podría deberse a que los cambios en la estructura del mercado de títulos del Tesoro<sup>1</sup> precedieron a la pérdida de atractivo de la deuda de alto rendimiento (penalizada por su exposición a los precios de las materias primas) y a las dificultades de algunos fondos de inversión que operan en estos mercados para hacer frente a los derechos de reembolso de sus clientes.

En suma, existe cierta evidencia de que se ha producido una disminución de la liquidez de mercado en segmentos considerados tradicionalmente como muy líquidos, como la deuda pública de Estados Unidos. La coincidencia de este deterioro con episodios recurrentes de volatilidad financiera sugiere que podría existir una relación entre ambas variables. Este resultado podría tener importantes consecuencias sobre la reacción de los mercados financieros a perturbaciones y, en caso de tener un carácter persistente, podría tener efectos relevantes para la estabilidad financiera.

---

1 La pérdida de peso de los *dealers* como intermediarios en la negociación de títulos del Tesoro ha reducido la disponibilidad de agentes dispuestos a suministrar liquidez a los mercados. Además, la mayor penetración de las plataformas electrónicas se ha traducido en la aparición de operadores menos regulados, que tienen niveles de capital reducidos y utilizan técnicas de negociación (*trading* automático) que pueden generar distorsiones puntuales en la liquidez del mercado.

La liberalización financiera de China ha avanzado significativamente en los tres últimos años, tanto en el ámbito interno, con una mayor incorporación de criterios de mercado al funcionamiento del sistema bancario, como en el externo, con la adopción de una serie de medidas que culminaron con la inclusión del renminbi en la cesta de los Derechos Especiales de Giro del FMI, efectiva a partir de octubre de 2016.

Para China, este proceso reviste importancia por muchas razones. Por un lado, porque una asignación más eficiente del crédito puede contribuir decisivamente al reequilibrio de la economía, reduciendo la tasa de ahorro de hogares y empresas y favoreciendo la inversión productiva. Operarían también en este mismo sentido la mejora de las expectativas de renta permanente de los agentes, al conseguir una mayor retribución del ahorro de los hogares, y el acceso por parte de las empresas privadas a prestatarios distintos de la banca pública, que en China ha financiado principalmente a las empresas estatales. Además, la liberalización externa y, sobre todo, la internacionalización del renminbi permitirían mitigar los efectos de «descalce» de tipo de cambio que tan negativas consecuencias han tenido para muchos emisores emergentes.

Sin embargo, históricamente, los procesos de liberalización financiera raras veces han estado exentos de episodios de inestabilidad en los mercados, que pueden aparejar riesgos macrofinancieros, lo que pone de manifiesto la dificultad de gestionar este tipo de procesos. La evolución de los mercados financieros chinos desde mediados de 2014 sugiere que China no es una excepción. De hecho, entre noviembre de 2014, con la apertura del canal de conexión entre las bolsas de Hong Kong y Shanghai, y junio de 2015, la bolsa china subió un 130 % (véase gráfico 1). Esta revalorización dio paso a un ajuste igualmente intenso, de forma que desde el máximo de junio hasta marzo de 2016 se ha acumulado una caída del 80 %, a pesar de la drástica actuación de las autoridades, que intervinieron tanto con medidas regulatorias como actuando directamente de contraparte. En términos

del tipo de cambio, desde agosto de 2015, el renminbi se ha depreciado un 7 % frente al dólar, tras haberse mantenido prácticamente estable en los dos últimos años (véase gráfico 2). Todo ello a pesar de una pérdida de reservas internacionales de más de 600 mm de dólares (un 20 % del total acumulado en los quince últimos años).

En línea con las reformas realizadas en los dos años previos, en 2015 se avanzó significativamente en la liberalización financiera interna. En este sentido, se autorizó la emisión de certificados de depósito a tipo de interés de mercado con el fin de incorporar en mayor medida criterios de mercado en el sistema bancario, se estableció un fondo de garantía de depósitos y se liberalizaron los tipos de interés de los depósitos. Sin embargo, las medidas más importantes se han adoptado en la vertiente exterior.

Así, a comienzos de agosto, las autoridades anunciaron una modificación del sistema de fijación de la paridad central del renminbi frente al dólar —fuertemente controlado por el banco central— para permitir un mayor papel del mercado en la determinación del tipo de cambio. Esta medida estaba en línea con los requisitos para la inclusión del renminbi en la cesta del DEG. Sin embargo, al tener lugar una inesperada devaluación de cerca de un 4 % en pocos días, el temor por parte de los mercados a una posible devaluación competitiva significativa, en un contexto de debilidad de la economía, acentuó las presiones contra el renminbi. El banco central intervino, consiguiendo estabilizar la divisa, pero la credibilidad del compromiso con la determinación de precios por parte del mercado quedó cuestionada y la incertidumbre aumentó la presión a la baja sobre los mercados bursátiles, que ya habían experimentado un episodio de ajuste brusco en junio-julio. En diciembre tuvo lugar la segunda medida clave de política cambiaria. Las autoridades anunciaron que tomarían como referencia para la gestión del tipo de cambio una cesta de divisas, en lugar de considerar exclusivamente al dólar. Es probable que el objetivo fuera ganar un mayor margen para la política monetaria, que no habría

Gráfico 1  
EVOLUCIÓN DE LA BOLSA EN CHINA



Gráfico 2  
TIPOS DE CAMBIO DEL RENMINBI



FUENTES: CEIC, Datastream-Thomson Reuters.



sido posible con el mantenimiento de un tipo de cambio fijo contra el dólar. Sin embargo, dada la apreciación en términos reales experimentada por el renminbi, resurgieron nuevamente las expectativas de depreciación, que volvieron a requerir la intervención con reservas del banco central. Todo ello se tradujo en una mayor incertidumbre sobre el objetivo y los márgenes de actuación de las autoridades y ocasionó un nuevo aumento de la volatilidad en las bolsas.

Un marco conceptual útil a la hora de evaluar las distintas opciones de política económica de las que China dispone en su proceso de apertura externa es el de la llamada «trinidad imposible» o «trilema», al que se han enfrentado otras economías emergentes en su proceso de liberalización externa [véase Obstfeld (2015)]. Basándose en la paridad descubierta de los tipos de interés, dicho marco plantea que, a medida que la cuenta de capital es más abierta, los países encuentran dificultades crecientes para mantener el control simultáneo de los tipos de interés y del tipo de cambio. Mientras que, en ausencia de libre movilidad del capital, el diferencial de tipos de interés frente al exterior no es una variable determinante de los flujos de capital y, por tanto, del tipo de cambio, al liberalizar la cuenta financiera su margen de maniobra se ve limitado. Si el objetivo es la estabilidad del tipo de cambio, la política monetaria no podrá ser independiente, pues el tipo de interés deberá situarse donde indique el tipo de interés internacional de referencia, o el banco central perderá reservas. Alternativa-

mente, si la preferencia es llevar a cabo una política monetaria independiente, el tipo de cambio será el que deba ajustarse.

Es probable que durante la transición hacia la apertura de la cuenta de capital, y ante los potenciales riesgos que cada alternativa comporta, las autoridades chinas opten por soluciones intermedias: aumentar la flexibilidad cambiaria gradualmente, sin permitir una depreciación brusca del tipo de cambio, y, para ello, intervenir en el mercado de cambios intentando no mermar excesivamente las reservas, o recurrir a controles de capital selectivos si las presiones depreciatorias se acentúan. En sentido contrario, es previsible que aprovechen los períodos de estabilidad cambiaria para acometer una política monetaria más expansiva. No obstante, a diferencia de otras economías emergentes de menor tamaño, la importancia sistémica de China aumenta las implicaciones para la economía mundial de cómo se resuelva este «trilema». En este sentido, una normalización rápida de las condiciones monetarias en Estados Unidos —que no parece el escenario más probable— o una apreciación importante del dólar tensionarían más la situación en China, como también podrían hacerlo un aumento de la expansión cuantitativa en el área del euro o en Japón. En cambio, si se observara una estabilización del crecimiento en China, o lograra frenarse la salida de los flujos de capital, las condiciones serían más propicias para avanzar en el sentido de una mayor flexibilidad cambiaria, y de una mayor independencia de la política monetaria.