

---

---

## IV. POSTCRISIS FINANCIERA MUNDIAL

---

---

### ¿Realmente es 2008 de nuevo? (The Economist)

El 7 de enero de 2016, la revista inglesa *The Economist* publicó el artículo de George Soros titulado “¿Realmente es 2008 de nuevo? (*Is this really 2008 all over again?*). A continuación se presenta el contenido.

El historial de George Soros es bastante impresionante, sobre todo en cuanto a su opinión macroeconómica, pues vale la pena tomar nota cuando se prenden las alarmas. Su último comentario<sup>1</sup> es que el entorno actual le recuerda el año 2008, el preludio de una de las peores bajas de los mercados en la historia. La reputación de George Osborne, Ministro de Finanzas de Gran Bretaña, no es tan alta pero también es referencia al advertir hoy<sup>2</sup> que el año en curso puede ser el más difícil para la economía mundial desde la crisis financiera.

Los mercados de valores, sin duda, parecen estar actuando como si el señor Soros tuviera razón. China suspendió su transacción de acciones por segundo día en esta semana (como sostiene nuestro corresponsal<sup>3</sup>, lo que parece una táctica contraproducente). La venta masiva se ha propagado a través de Asia y Europa, con el índice FTSE 100 (*Financial Times Stock Exchange*) de Londres ubicándose por debajo de las 6 mil unidades (dicho índice cerró el siglo pasado en 6 mil 930 unidades, considerando el argumento de que las acciones siempre son rentables en el largo plazo). Como lo indicó la información del día de ayer<sup>4</sup>, la baja de valores se debe a una

---

<sup>1</sup> <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-01-07/global-markets-at-the-beginning-of-a-crisis-george-soros-says>

<sup>2</sup> <http://www.bbc.com/news/business-35249887>

<sup>3</sup> <http://www.economist.com/blogs/freexchange/2016/01/chinas-broken-stockmarket>

<sup>4</sup> <http://www.economist.com/blogs/buttonwood/2016/01/slow-growth-and-geopolitics>

combinación de preocupaciones sobre la economía y la geopolítica mundial en desaceleración.

Por tanto, ¿es 2008? La idea general de quienes pronostican no prevé una recesión (porque nunca lo hacen<sup>5</sup>). El Banco Mundial recortó su previsión de crecimiento mundial<sup>6</sup> para 2016 al pasar de 3.3 a 2.9% (aunque eso sería mejor que el resultado de 2015). Quizás uno debe mirar la tendencia en los pronósticos, en lugar del nivel completo; voltear a enero de 2008, los gobernadores de la Reserva Federal buscaron un crecimiento de 1.3 a 2%<sup>7</sup> en dicho año. Eso fue demasiado optimista, pero la dirección fue correcta; el intervalo anterior de las previsiones (en octubre de 2007) fue de entre 1.7 y 2.5%. La caída de los precios de las materias primas (en los primeros días del año comercial) y la caída de los rendimientos de los bonos son una indicación de que los inversionistas están preocupados por el crecimiento.

Es cierto que existen signos de debilidad en el sector manufacturero. El indicador manufacturero ISM para Estados Unidos de Norteamérica se ubica en 48.2, por debajo del nivel crítico de 50; el panorama a largo plazo<sup>8</sup> muestra que ha sido más débil que este nivel, sin indicar recesión, pero una caída por debajo de 45 podría ser una señal bastante fiable de una recesión. El PMI manufacturero de China<sup>9</sup> se encuentra en el mismo nivel. El comercio mundial también es lento; algo que los economistas se esfuerzan por comprender.

Por otro lado, el sector de los servicios (por mucho la mayor parte de las economías desarrolladas) es bastante robusto; su ISM correspondiente a diciembre fue de 55.3 en Estados Unidos de Norteamérica. Las cifras de ADP mostraron un sólido crecimiento del empleo en Estados Unidos de Norteamérica en diciembre (las nóminas no agrícolas

---

<sup>5</sup> <http://www.economist.com/blogs/buttonwood/2015/11/economic-forecasting-and-public-spending>

<sup>6</sup> <http://www.bbc.com/news/business-35249043>

<sup>7</sup> <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20080130ep.htm>

<sup>8</sup> <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/NAPM>

<sup>9</sup> <http://www.tradingeconomics.com/china/manufacturing-pmi>

finalizan mañana). No todas las noticias en el sector manufacturero son malas. Las nuevas órdenes alemanas subieron 1.5% durante noviembre, el segundo aumento mensual consecutivo sólido, provocando que Andreas Rees de Unicredit argumentara que:

“El pesimismo generalizado, especialmente en los mercados de valores, es en gran medida exagerado. En lugar de mayores caídas pronunciadas de la demanda externa para los exportadores alemanes, parece que existe un cambio de tendencia”.

Una visión sensata podría ser que el crecimiento mundial sigue siendo lento, pero probablemente se necesitará algún detonante para saltar en franca recesión. La geopolítica es una posibilidad; Irán acaba de acusar a Arabia Saudita de bombardear su embajada en Yemen<sup>10</sup> y si una posible guerra entre sunitas y chiitas se convierte en una guerra real, ello sin duda tendrá un impacto de gran alcance.

Pero 2008 en paralelo sólo puede sostenerse si estamos hablando de un estallido de la burbuja de la deuda, y el señor Soros se centró específicamente en China.

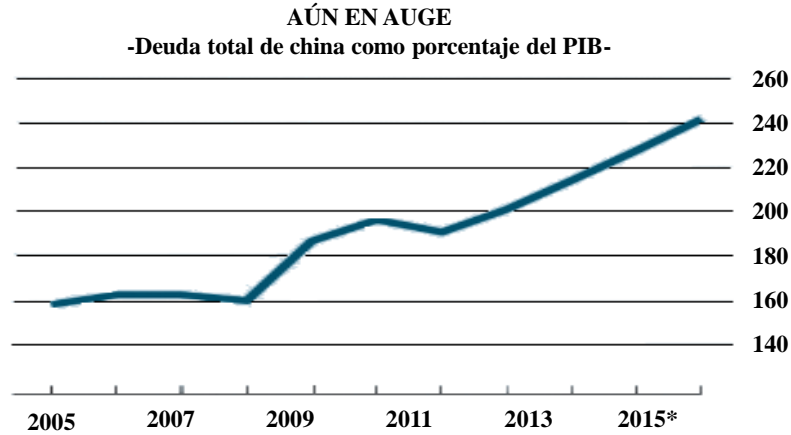
En la medida en que hubo euforia y especulación desenfrenada (como la hubo en 2006-2007), en realidad estamos hablando de China, más que de Europa o de Estados Unidos de Norteamérica.

Como se muestra en el gráfico, se produjo un fuerte aumento de la proporción deuda-PIB de China, con un aumento de 50 puntos porcentuales en los últimos cuatro años. Al igual que con el auge de préstamos sub-prime en Estados Unidos de Norteamérica, un rápido aumento de la deuda sugiere que los préstamos están siendo hecho sin la suficiente atención con respecto a la calidad crediticia y que los recursos están siendo mal distribuidos. El consenso general, sin embargo, es que China puede manejar una

---

<sup>10</sup> <http://www.bbc.com/news/world-middle-east-35251917>

crisis de deuda; el control estatal de la economía es mucho mayor y el gobierno tiene billones de dólares de reserva para rescatar a los bancos si fuera necesario. Tampoco los bancos chinos están tan vinculados con en el sistema financiero occidental como ocurrió con *Lehman Brothers* y *Bear Stearns*; el contagio será limitado.



\* Al tercer trimestre.

FUENTE: *People's Bank of China, Wind Info: The Economist.*

Por supuesto, este control estatal significa que la morosidad no se reconoce tan pronto como en occidente y que, como resultado, las empresas sufren por no ir a la quiebra. Estos zombies cuelgan alrededor y hacen que sea mucho más difícil para los competidores (incluidas las empresas occidentales) que sea rentable. Así que el efecto contagio no será a través del sistema financiero, sino a través de las ganancias corporativas.

John-Paul Smith de Ecstrat, refiriéndose a China, sostiene que:

“Mientras que la mayoría de las empresas industriales han reaccionado a la desaceleración de la demanda de una manera racional, reduciendo el gasto de capital como proporción de las ventas, el impacto agregado de sus acciones exacerba las tendencias deflacionarias pronunciadas en la economía en general, por lo que la utilización de la capacidad en la mayoría de las empresas continua disminuyendo, mientras que los niveles de deuda continúan moviéndose más alto”.

El temor es que las autoridades chinas, desesperadas por evitar los disturbios sociales que podrían derivar del desempleo si las empresas quiebran, elegirán devaluar su moneda. El yuan se ha debilitado a un ritmo medido ya en 2016 y los inversionistas reaccionaron con preocupación, sin embargo el choque vendría de una caída mucho más grande. El tipo de cambio efectivo real de China es ahora 130<sup>11</sup>, comparado con un nivel del índice de 100 en 2010.

La fuga de capitales de China ya se está produciendo y las caídas del mercado de valores son probables que estimule aún más las salidas de capital. Como asevera el señor Smith:

“La intervención agresiva para apuntalar la moneda mediante la venta de dólares de las reservas de divisas, presionará la liquidez interna y por lo tanto exacerbará el riesgo de las mismas condiciones, que dieron lugar a la fuga de capitales en primer lugar, iniciando así un círculo vicioso.”

Si China devalúa, en ese caso otras naciones asiáticas estarán bajo presión para hacer lo mismo, por miedo a perder su posición competitiva. Ello activará las preocupaciones sobre las empresas asiáticas que contrataron préstamos en dólares. Podría haber problemas bancarios en Asia<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/RBCNBIS>

<sup>12</sup> <http://www.economist.com/news/briefing/21678215-world-entering-third-stage-rolling-debt-crisis-time-centred-emerging>

Este es un escenario potencialmente preocupante. Si 2008 es el paralelo correcto es otra cuestión. Si la caída del precio de las acciones se hace realidad, entonces suena más parecido a 1998, cuando una ronda de devaluaciones asiáticas fue provocada por la constatación de que el crecimiento había sido impulsado por la especulación. Las economías occidentales lograron superar esa crisis. La verdadera preocupación es que los países emergentes son mucho más importantes para la economía global de lo que eran en aquel entonces.

**Fuente de información:**

<http://www.economist.com/blogs/buttonwood/2016/01/markets>

### **Cuatro riesgos geopolíticos para la economía global (Project Syndicate)**

El 28 de diciembre de 2015, la organización Project Syndicate publicó el artículo “Riesgos geopolíticos para la economía”, elaborado por Martin Feldstein. A continuación se incluye el contenido.

El cierre del año es un buen momento para considerar los riesgos que nos aguardan. Existen, por supuesto, riesgos económicos importantes entre los que se cuentan la fijación incorrecta de precios causada por una década de tasas de interés ultrabajas, los desplazamientos en la demanda provocados por el cambio en la estructura de la economía china y la persistente debilidad de las economías europeas. Pero los principales riesgos a largo plazo son geopolíticos y provienen de cuatro fuentes: Rusia, China, Oriente Medio y el ciberespacio.

Aunque la Unión Soviética ya no existe, Rusia continúa siendo una formidable potencia nuclear, con capacidad para proyectar su poderío hacia cualquier parte del mundo. Por otra parte, Rusia es económicamente débil por su dependencia de los ingresos provenientes del petróleo en tiempos en que sus precios han caído dramáticamente. Su presidente, Vladimir Putin, ya advirtió a los rusos que habrá austeridad ya que el

Gobierno será incapaz de ofrecer los beneficios por transferencias que proporcionó en los últimos años.

El riesgo geopolítico proviene de la creciente dependencia de Putin de la acción militar en el extranjero —en Ucrania y ahora en Siria— para mantener su popularidad interna haciendo uso de los medios locales de difusión (casi completamente bajo control del Kremlin) para ensalzar la importancia mundial de Rusia.

China aún es un país pobre: su Producto Interno Bruto (PIB) per cápita es aproximadamente un cuarto del estadounidense en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA). Pero como su población es cuatro veces mayor, su PIB total equivale al de Estados Unidos de Norteamérica (en términos de PPA). Y es el PIB total lo que determina la capacidad de un país para ampliar su poderío militar, ofrecer un mercado estratégicamente significativo para las exportaciones de otros países y ofrecer ayuda a otras partes del mundo. China está haciendo todas esas cosas a una escala acorde a su PIB. Aún con las tasas de crecimiento más moderadas proyectadas para el futuro, el crecimiento del PIB chino será mayor que el de Estados Unidos de Norteamérica o Europa.

También está ampliando su influencia geopolítica a través de iniciativas como el Banco Asiático de Inversión para Infraestructura, programas de asistencia en África y su plan “Un cinturón y un camino” para establecer vínculos marítimos y territoriales a través del Océano Índico y Asia Central, que se extenderán para llegar incluso hasta Europa. Los actuales líderes políticos chinos desean una relación pacífica de cooperación con Estados Unidos de Norteamérica y otros países occidentales. Pero una mirada hacia el futuro muestra que el desafío para Estados Unidos de Norteamérica y sus aliados será evitar que las generaciones futuras de líderes chinos adopten políticas que amenacen a Occidente.

En Oriente Medio, gran parte de la atención del mundo se ha centrado en la amenaza que plantea ISIS a las poblaciones civiles en todo el planeta, incluidos Europa y Estados Unidos de Norteamérica. El mayor problema en la región es el conflicto entre los musulmanes chiitas y los suníes, un cisma que se han mantenido durante más de un milenio. La mayor parte de ese tiempo y en la mayoría de los lugares los chiitas han sido discriminados por parte de los suníes.

Por lo tanto, Arabia Saudí y otros estados del Golfo con líderes suníes perciben a Irán, la potencia regional chiita como su archienemigo estratégico. Arabia Saudí en especial teme que Irán decida ajustar viejas cuentas e intente trasladar la custodia de los sitios islámicos sagrados en La Meca y Medina a control chiita. Un conflicto entre Arabia Saudita e Irán también implicaría una lucha por las vastas riquezas petrolíferas de la península arábiga y la enorme riqueza financiera de los pequeños estados suníes como Kuwait y Catar.

La última de las fuentes de riesgo, el ciberespacio, puede llegar a eclipsar dentro de poco a todas las demás, porque las fronteras y los ejércitos no tienen forma de limitarlo. Las amenazas incluyen los ataques de denegación de servicio a bancos y otras instituciones; el acceso no autorizado a registros personales en los bancos, empresas aseguradoras y agencias gubernamentales; y el espionaje industrial. De hecho, el robo generalizado de tecnología a empresas estadounidenses llevó a un reciente acuerdo entre China y Estados Unidos de Norteamérica para garantizar que ninguno de sus gobiernos proveerán asistencia para el robo de tecnología para beneficiar a las empresas de sus países.

Éstos son temas importantes, pero no tan graves como la amenaza que presentan los programas malignos o malware a la infraestructura crítica: redes eléctricas, sistemas de tráfico aéreo, oleoductos, provisión de agua, plataformas financieras, etcétera. Casos recientes de malware se han atribuido a China, Irán, Rusia y Corea del Norte. Pero no



es necesario que en eso participen los Estados, las personas y los actores no estatales podrían hacer uso de programas malignos contratando el talento necesario en el mercado clandestino internacional.

Las armas cibernéticas son relativamente baratas (y, por lo tanto, de fácil acceso) y capaces de llegar a todo el mundo. Son las armas preferidas del futuro para atacar o extorsionar a un adversario. Y aún carecemos de la capacidad para bloquear esos ataques o identificar sus fuentes inequívocamente.

Estas cuatro fuentes de riesgo constituyen un conjunto de desafío geopolíticos inusualmente grave. Al destacarlos no pretendo minimizar la importancia de otras cuestiones —como la política monetaria estadounidense, los bajos precios de las materias primas, las crisis de la deuda, etcétera— que probablemente afectarán a la economía mundial el próximo año. Lo especial de estas amenazas provenientes de Rusia, China, Oriente Medio y el ciberespacio es que persistirán y amenazarán nuestro futuro económico durante muchos años.

**Fuente de información:**

<https://www.project-syndicate.org/commentary/geopolitical-risks-to-global-economy-by-martin-feldstein-2015-12/spanish>

### **Daño colateral (FMI)**

En diciembre de 2015, el Fondo Monetario Internacional (FMI) presentó en su revista trimestral *Finanzas & Desarrollo* el artículo “Daño colateral”. A continuación se presenta la información.

Cuando la economía estadounidense crece, otras economías deberían beneficiarse de la fuerte demanda de exportaciones generada por la mayor economía del mundo, no solo directamente, sino también por la demanda del resto del mundo, también favorecido por una mayor demanda en Estados Unidos de Norteamérica. Pero para los mercados

emergentes, especialmente los exportadores netos de materias primas, la pujanza económica de Estados Unidos de Norteamérica es a menudo un arma de doble filo.

Analizando datos correspondientes a 1970–2014, observamos que durante períodos de apreciación del dólar —que duran entre seis y ocho años y generalmente ocurren cuando crece la economía estadounidense— el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) real en los mercados emergentes se desacelera, aun cuando el crecimiento de Estados Unidos de Norteamérica esté impulsando la demanda mundial. En cambio, durante períodos de depreciación del dólar —que duran alrededor de nueve años— a las economías de mercados emergentes les va mejor.

Puede parecer contraintuitivo que cuando la mayor economía del mundo está creciendo y atrayendo importaciones, incluidas las provenientes de mercados emergentes, esas economías se perjudiquen. Pero el efecto a la baja que ejerce la apreciación del dólar en los precios mundiales de las materias primas al parecer supera los efectos dinamizadores de una economía estadounidense sólida. A medida que el dólar se aprecia, los precios en dólares de las materias primas tienden a caer, reduciendo los ingresos de las economías de mercados emergentes y ralentizando el aumento de su demanda interna. El resultado es una desaceleración del crecimiento del PIB real en ese tipo de economías.

### **Efecto depresivo**

Los efectos depresivos de un dólar más fuerte ocurren aun cuando crezca la demanda externa de los productos de las economías de mercados emergentes cuyas monedas, al depreciarse, abaratan sus exportaciones. Es decir, aun cuando las exportaciones netas crezcan más, la desaceleración del crecimiento de la demanda interna es proporcionalmente mayor, lo que determina un menor ritmo de producción interna agregada. Esto ocurre aun cuando se tome en cuenta la creciente influencia ejercida por China en los precios de las materias primas, particularmente desde fines de la década

de 1990. Asimismo, más allá de los efectos de un dólar más fuerte y un crecimiento más rápido del PIB real de Estados Unidos de Norteamérica en la actividad de los mercados emergentes, el alza de las tasas de interés de Estados Unidos de Norteamérica que termina acompañando el crecimiento de su economía, reduce aún más el crecimiento en aquellas otras economías. Estos efectos son más fuertes en los países con menor flexibilidad cambiaria. Aunque las economías exportadoras netas de materias primas son las más afectadas, los países que deben importar capital para la inversión o insumos para la producción interna también se ven afectados. Eso sucede porque el precio de la mayoría de tales importaciones se cotiza en dólares. Además, los costos de endeudamiento aumentan al subir las tasas de interés, afectando a las empresas que contraen deuda para financiar inversiones.

En el último año, los mercados emergentes han sufrido los efectos de un dólar al alza y precios de las materias primas a la baja. La persistencia esperada de un dólar fuerte y el aumento previsto de las tasas de interés de Estados Unidos de Norteamérica tenderán a frenar más el crecimiento de las economías de mercados emergentes en el corto plazo.

¿Por qué este protagonismo del tipo de cambio del dólar? En parte, porque la mayoría de las transacciones internacionales, incluidas las relativas a las materias primas, se negocian en dólares, la moneda que sirve de hecho como medio de pago, reserva de valor y unidad de cuenta a nivel mundial. Y, quizá con excepción de China (de todos modos, un importador de materias primas), las economías de mercados emergentes no pueden afectar mucho el tipo de cambio multilateral de Estados Unidos de Norteamérica. Por ello, si bien la evolución de Estados Unidos de Norteamérica afecta a todas las economías de mercados emergentes, lo que acontezca en estas últimas tiene escaso efecto en el primero. Además, la política macroeconómica de Estados Unidos de Norteamérica toma poco en cuenta a las economías en desarrollo. Eso significa que el tipo de cambio real de Estados Unidos de Norteamérica será probablemente más relevante para una economía de mercado emergente que sus propios términos de

intercambio, es decir, el precio relativo de las exportaciones de un país respecto de sus importaciones. El dólar es, en definitiva, el motor que impulsa la dinámica de los mercados emergentes: los términos de intercambio son solo el vehículo.

### **Efectos del dólar real**

El efecto del tipo de cambio real del dólar en las economías de mercados emergentes puede observarse en un panorama década por década de los efectos en el PIB de América del Sur. La historia es similar en otras regiones.

Década de 1970: Éste fue un período de depreciación del dólar. La política monetaria de Estados Unidos de Norteamérica fue expansiva, con bajas tasas de interés reales (descontada la inflación) que oscilaron en torno al 2%. La actividad económica de ese país atravesó dos recesiones y un período de alta inflación y lento crecimiento (comúnmente denominado estanflación). América del Sur registró un fuerte crecimiento de su PIB real (más de 6% en promedio), en medio de dos fuertes subidas del precio del petróleo (en 1973 y 1979) junto con precios más altos de las materias primas en un plano más general.

Década de 1980: Como consecuencia de la alta inflación en Estados Unidos de Norteamérica, la Reserva Federal, su banco central, endureció la política monetaria a principios de la década de 1980. Las tasas de interés reales llegaron al 8%. Como resultado, el dólar se apreció y los precios de las materias primas cayeron. La economía de Estados Unidos de Norteamérica entró en recesión, pero se recuperó con rapidez y creció vigorosamente durante el resto de la década. En América del Sur el crecimiento fue tan mediocre que el período se conoce como la “década perdida” para la región. Además, el alza de las tasas de interés de Estados Unidos de Norteamérica causó un fuerte aumento en el costo del financiamiento internacional, que en muchos casos provocó una crisis de deuda soberana, en América Latina y en algunas otras economías en desarrollo.

Década de 1990: A la recesión de 1993 siguió un período sostenido de fuerte crecimiento en Estados Unidos de Norteamérica, uno de los más largos de la historia reciente. Las tasas de interés reales fueron más altas que en la década de 1970, aunque más bajas que en la de 1980. El dólar se fortaleció progresivamente. Los precios de las materias primas se debilitaron mayormente. El crecimiento del PIB real en América del Sur fue de alrededor de 3%, inadecuado para las economías de mercados emergentes y menor que el esperado dadas las reformas estructurales que la región adoptó en los primeros años de la década para estimular el crecimiento.

Década de 2000: La década comenzó con bajas tasas de interés reales, un dólar en descenso y sólidos precios de las materias primas gracias a la fuerte demanda externa, particularmente desde China. América del Sur registró un auge, creciendo a una tasa de alrededor de 4.5%, hasta la crisis financiera mundial de 2008–2009.

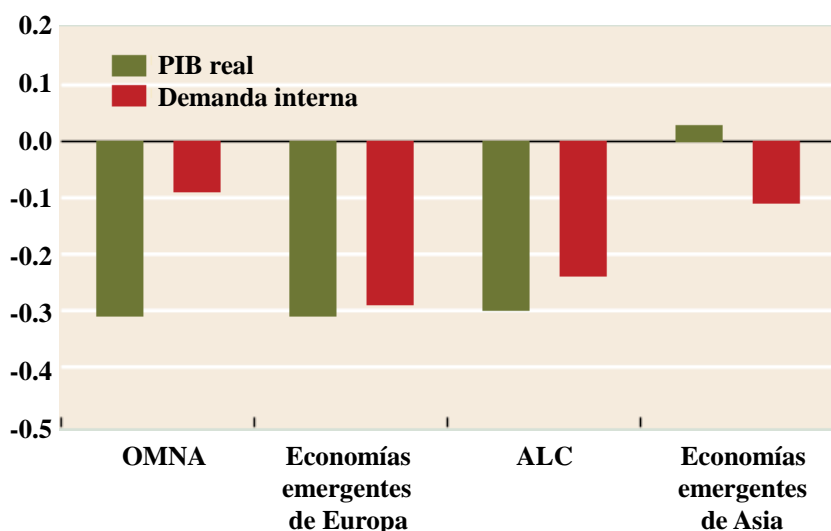
Década de 2010: El dólar ha estado nuevamente apreciándose, especialmente desde mediados de 2014. Los precios de las materias primas se han debilitado, y se prevé que permanezcan débiles en el mediano plazo. A juzgar por lo ocurrido en las últimas cuatro décadas y media, las economías de mercados emergentes enfrentan ahora un período de bajo crecimiento del PIB real, al menos más bajo que cuando el dólar se había debilitado y los precios de las materias primas eran elevados. De hecho, últimamente la actividad económica en los mercados emergentes se ha venido desacelerando, y el dólar, que se apreció alrededor de 15% entre junio de 2014 y julio de 2015, aparece nuevamente como uno de los factores que está frenando el crecimiento en las economías de mercados emergentes, cuyas perspectivas han sido revisadas a la baja varias veces por el FMI (2015) y por el mercado en términos más generales en los últimos meses.

## **Crecimiento más atenuado**

A partir de las experiencias de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, hemos documentado algunas generalizaciones amplias acerca de lo acaecido en promedio, usando datos anuales para 63 de esos países durante 1970–2014:

- Los períodos de apreciación del dólar coinciden con un crecimiento más lento del PIB real en todas las regiones de mercados emergentes (gráfica siguiente). Durante períodos de depreciación del dólar, a esas economías les va mucho mejor, especialmente en las regiones que son exportadoras netas de materias primas. Concretamente, observamos un fuerte comovimiento en América Latina (particularmente entre los países de América del Sur que son exportadores netos de materias primas), las economías emergentes de Europa, y Oriente Medio y el Norte de África y, en menor medida, en las economías emergentes de Asia.

**DE LA MANO**  
**Cuando el dólar se aprecia, la tasa de crecimiento del PIB real (descontada la inflación) y de la demanda interna se desacelera en las economías de mercados emergentes de la mayoría de las regiones del mundo**  
**-Coeficiente de correlación-**



Nota: El coeficiente de correlación muestra la concordancia entre la apreciación del dólar y el PIB real y la demanda real en las diversas regiones. La apreciación del dólar se mide por el tipo de cambio real efectivo con cada una de las regiones. Las tasas de crecimiento son promedios móviles de tres años. El PIB real se calcula como el promedio ponderado por paridad de poder adquisitivo de los países agrupados en cada región. La demanda interna es igual a consumo privado + consumo público + inversión privada + exportaciones netas. ALC = América Latina y el Caribe. OMNA = Oriente Medio y Norte de África. El período abarca 1970–2014.

FUENTE: Banco de Pagos Internacionales; Banco de la Reserva Federal de St. Louis, *Real Narrow Effective Exchange Rates for the United States*, y FMI, informe WEO.

- Cuanto más se fortalece el dólar, tanto más se debilita la demanda interna en las economías de mercados emergentes. La demanda interna, que es un importante factor de impulso de la actividad económica, parece ser afectada por el poder adquisitivo del tipo de cambio efectivo real (véase el recuadro), y es a través de ella que el tipo de cambio efectivo real de Estados Unidos de Norteamérica se transmite a la actividad económica de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. El impacto en la demanda interna parecería ser menor en el caso

de los países de Oriente Medio, Norte de África y las economías emergentes de Asia, y mayor en América Latina y las economías emergentes de Europa.

- Los períodos de tasas de interés más altas en Estados Unidos de Norteamérica tienden a acompañar a un dólar más fuerte, y viceversa. Esas tasas más elevadas incrementan los flujos de capital hacia Estados Unidos de Norteamérica porque los inversionistas buscan mayores rendimientos, lo cual hace que el dólar se aprecie.
- Las tasas de interés más altas en Estados Unidos de Norteamérica se asocian con un crecimiento más fuerte de esa economía, aunque no siempre es así. Un crecimiento más fuerte termina finalmente generando presiones inflacionarias a medida que la demanda interna se aproxima a la capacidad de la economía de producir bienes y servicios con eficiencia. El alza de los precios induce a la Reserva Federal a ajustar la política monetaria elevando las tasas de interés, lo cual aumenta los costos de endeudamiento para las empresas y las personas y mitiga así las presiones inflacionarias al reducir el crecimiento del crédito, lo cual deprime la actividad económica. Sin embargo, ha habido unos pocos períodos en los que la relación entre la actividad económica y las tasas de interés en Estados Unidos de Norteamérica no fue tan estrecha.
- Cuando el dólar está en un ciclo de apreciación, el precio de las materias primas se debilita, lo cual a su vez reduce el crecimiento de los mercados emergentes.



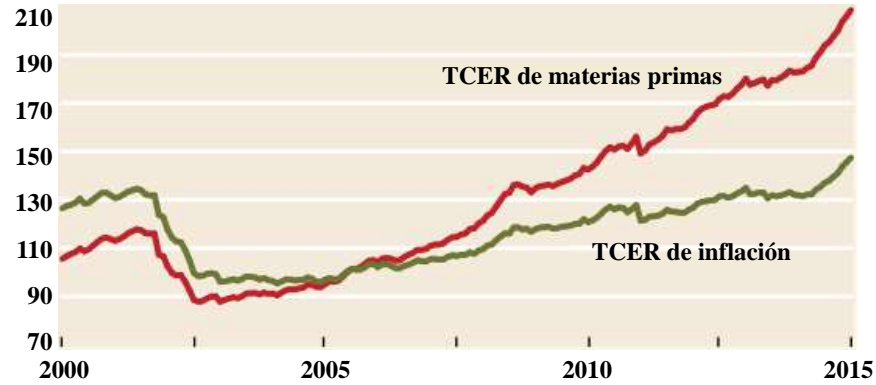
### **Términos de intercambio**

El tipo de cambio efectivo real (TCER) mide el valor de la moneda de un país en relación con las monedas de los países con los cuales aquel comercia, ajustado por inflación. Es una medida del poder adquisitivo.

Para determinar el TCER, el tipo de cambio nominal de un país con cada socio comercial se multiplica por el índice de precios al consumidor de dicho país, ponderado por el porcentaje de exportaciones de cada uno de los socios comerciales y luego se divide por el índice de precios al consumidor del país.

Para construir un índice que refleje el poder adquisitivo de una economía, su TCER puede ser ajustado para arrojar el tipo de cambio real efectivo de los términos de intercambio de las materias primas. Los índices ponderados de precios al consumidor incluidos en el TCER son remplazados por los términos de intercambio de las materias primas ponderados por el comercio correspondientes a cada país. Los términos de intercambio se miden como los precios de exportación de un país divididos por los precios de importación. Cuando los precios de las materias primas aumentan, el TCER de las materias primas aumenta más que el TCER normal, y viceversa. La gráfica muestra cómo se comparan los dos indicadores del poder adquisitivo en México y América del Sur desde 2000 a 2015.

**EL PODER DE LAS MATERIAS PRIMAS**  
**Al aumentar los precios de las materias primas a partir de 2007, el**  
**poder adquisitivo en términos de materias primas comenzó a superar**  
**el poder adquisitivo medido por la inflación relativa en América**  
**Latina**  
**-índice, 2005=100-**



Nota: El tipo de cambio real efectivo (TCER) mide el valor de la moneda de un país en relación con las monedas de los países con los cuales éste comercia, ajustado por la inflación de precios al consumidor. El TCER de las materias primas ajusta el valor del TCER basado en la inflación para reflejar el poder adquisitivo en términos de precios de las materias primas. Los países medidos son Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

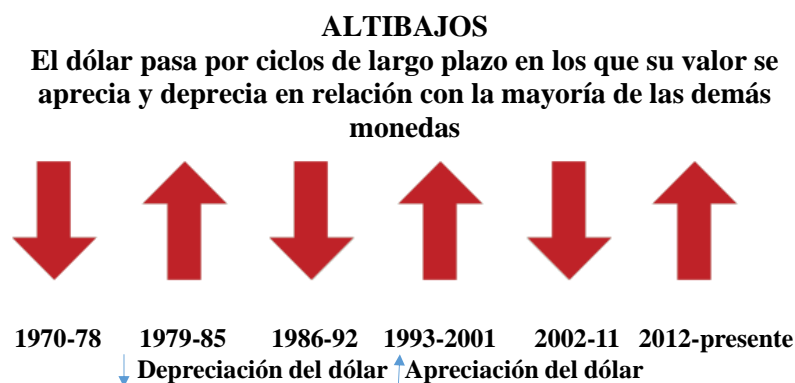
FUENTE: Cálculos de los autores.

## El ciclo del dólar

Como ya se ha dicho, un canal importante para el efecto negativo que ejerce un dólar más fuerte en los mercados emergentes es la caída de los precios en dólares de las materias primas. Cuando las exportaciones de esos bienes tienen un menor poder adquisitivo medido en dólares, se reduce el ingreso real de un país. La demanda interna caerá, como también lo hará el producto económico. Lo contrario ocurre durante períodos de debilidad del dólar.

Durante el período 1970–2014, observamos tres ciclos de apreciación y tres de depreciación (gráfica siguiente). Las depreciaciones del dólar real fueron, en promedio, más fuertes y más prolongadas que los ciclos de apreciación real. La apreciación real

promedio es de 3.2% anual, con una duración promedio superior a seis años (ocho años si no se incluye la actual apreciación en proceso del dólar); el promedio de la depreciación real anual es de 3.8%, con una duración media cercana a los nueve años. Además, estos ciclos son persistentes. Un período de apreciación real tiene una probabilidad 83% mayor de estar seguido de otro período de apreciación que por uno de depreciación. En el caso de una depreciación real, la probabilidad de continuación es de alrededor de 88 por ciento.



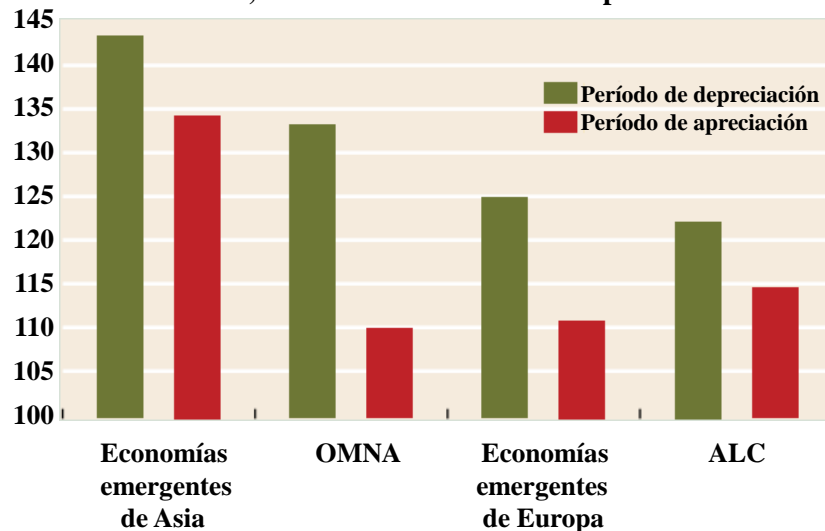
FUENTE: Cálculos de los autores.

Para dar más sustento a nuestras observaciones utilizamos un análisis de eventos, que procura relacionar en el tiempo cómo se comporta el PIB en las economías de mercados emergentes, según esté el dólar en un ciclo de apreciación o de depreciación.

Ese análisis mostró que, con excepción de América Central y México, el PIB real es menor en todas las regiones durante períodos de apreciación del dólar. Este patrón se observa en el caso de América Latina en forma agregada, pese al efecto de América Central y México, y especialmente en el de América del Sur, un fuerte exportador neto de materias primas. También se aplica a las economías de mercados emergentes de Oriente Medio y Norte de África, así como las economías emergentes de Europa. En menor medida, también vale para las economías emergentes de Asia. En promedio, el PIB real de América Latina acumula alrededor de 7 puntos porcentuales menos durante

un ciclo de apreciación del dólar que durante uno de depreciación. Las diferencias son aun mayores en Oriente Medio y Norte de África —alrededor de 21 puntos porcentuales— pero no tan drásticas en las economías emergentes de Asia, siendo comparables con América Latina al ubicarse en 7 puntos porcentuales (gráfica siguiente). La diferencia no es tan marcada en América Central y México, sin embargo, debido quizás a los fuertes vínculos con Estados Unidos de Norteamérica no relacionados con las materias primas, tales como el comercio, el turismo y las remesas. El vínculo comercial funciona a través de la demanda externa de bienes, el turismo impulsa la demanda externa de servicios y las remesas transfieren recursos desde Estados Unidos de Norteamérica a México, América Central y el Caribe. Todo contribuye a sustentar la demanda interna y el ingreso en esas economías de mercados emergentes y en desarrollo, compensando cualquier efecto de ingreso negativo generado por un dólar más fuerte. Los países cuyas monedas están ligadas al dólar o donde éste se usa como moneda de curso interno tienden a estar más sincronizados con el ciclo del dólar.

**FRENO PARA EL PIB**  
**En la mayoría de las regiones el PIB real crece menos durante períodos de apreciación del dólar que en períodos de depreciación -índice del PIB, año antes del comienzo del período=100-**



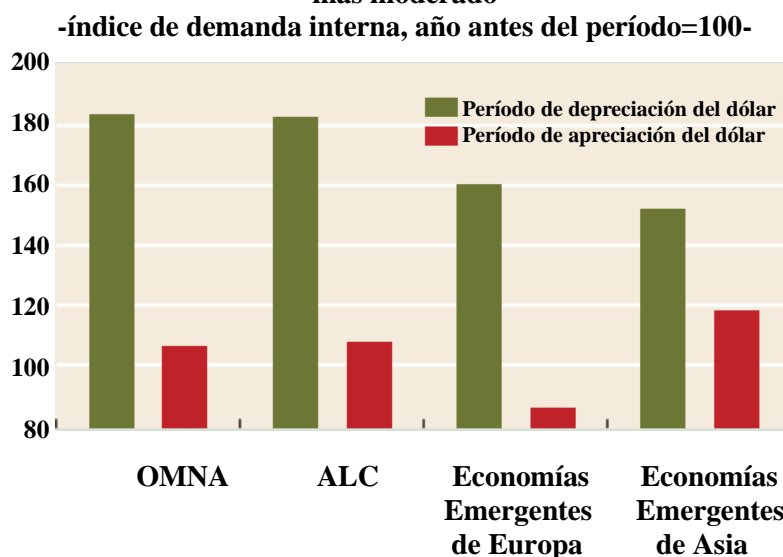
Nota: El dólar se calcula en términos del tipo de cambio efectivo real con respecto a cada región. El PIB real regional se calcula como el promedio ponderado por paridad de poder adquisitivo de los países agrupados en cada región. ALC = América Latina y el Caribe. OMNA = Oriente Medio y Norte de África. El PIB se calcula como un promedio regional. El período abarca 1970–2014.

FUENTE: FMI, informe WEO, y cálculos de los autores.

Con excepción de América Central y México, todas las regiones y subregiones experimentan un crecimiento real mucho más fuerte de la demanda interna cuando el dólar está más depreciado. En muchas de las regiones, la demanda interna de hecho cae o se mantiene invariable cuando el dólar se aprecia. Esta es una contundente indicación del impacto negativo de un dólar más fuerte en el poder adquisitivo de la demanda interna. A su vez, eso indica que el menor ingreso en dólares resultante de la caída de precios de las materias primas (efecto de ingreso) es más importante que el aumento de la actividad económica que generalmente acompaña a las exportaciones cuando la moneda nacional se deprecia (situación comúnmente conocida como efecto de

reorientación del gasto, porque genera una mayor demanda externa al abaratare en dólares los bienes internos, gráfica siguiente).

**HAY DEMANDA**  
**Durante períodos de depreciación del dólar, la demanda interna**  
**crece con fuerza en la mayoría de los mercados emergentes.**  
**Cuando el dólar se aprecia, el crecimiento de la demanda interna es**  
**más moderado**



Nota: El dólar se calcula en términos del tipo de cambio efectivo real con respecto a cada región. La demanda interna es igual a consumo privado + consumo público + inversión privada + exportaciones netas. ALC= América Latina y el Caribe. OMNA = Oriente Medio y Norte de África. La demanda se calcula como un promedio regional.

FUENTE: FMI, informe WEO, y cálculos de los autores.

### ¿Hacia dónde va el dólar?

El dólar se ha venido apreciando al menos desde mediados de 2014, y, en función de los datos históricos, hay más de 80% de probabilidad de que seguirá haciéndolo en el corto y mediano plazo, en concordancia con los ciclos de apreciación identificados de entre seis y ocho años. Eso significa que los precios en dólares de las materias primas tenderán a continuar debilitados, y la demanda interna y la reducción del poder

adquisitivo en dólares implican que el crecimiento del PIB real en las economías de mercados emergentes será más lento que cuando el dólar cae.

Si la Reserva Federal comienza a elevar las tasas de interés y revierte la política extraordinaria de expansión monetaria que inició durante la crisis financiera mundial, es aún más probable que el dólar se mantenga fuerte. Los flujos de capital hacia las economías de mercados emergentes tenderán a moderarse en el mejor de los casos (y, en un escenario pesimista, podría haber fuga de capitales), lo cual podría exacerbar los efectos de la caída de precios de las materias primas. Además, los costos de financiamiento internacional aumentarían. Eso significa, en general, que las perspectivas externas para estas economías no son alentadoras.

**Fuente de información:**

<http://www.imf.org/external/Pubs/FT/fandd/spa/2015/12/pdf/druck.pdf>

### **2016: a siete años de Lehman Brothers (Forbes México)**

El 15 de enero de 2016, la edición online de la revista de negocios Forbes México publicó que un signo que marca el fin de la crisis económica de 2008-2009 es el primer aumento de tasas de interés que realizó la Reserva Federal a finales de 2015.

Este 2016, se cumplen siete años de la quiebra de Lehman Brothers, el evento que marcó el inicio de la peor crisis global que se haya registrado desde la Gran Depresión de 1929 y de la que aún padecemos sus efectos.

Afortunadamente, vemos un signo que marca el fin de la crisis económica de 2008-2009: el primer aumento de tasas de interés que llevó a cabo el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos de Norteamérica, a finales del año pasado.

Si bien es una buena señal, todavía queda incertidumbre de la magnitud y velocidad con que la Reserva Federal instrumentará su ciclo de alza de tasas de interés. Pero 2016, inicia con aire fresco, al saber que la economía global se encuentra en una fase más avanzada.

Aquí algunos apuntes lo demuestran:

### **Crecimiento global**

La economía mundial crecerá más este año que en 2015, 3.3% *versus* 3.0%, y que si bien podrían llevarse revisiones de los pronósticos a la baja, serían mucho menores que en años anteriores. El Fondo Monetario Internacional (FMI) estima un crecimiento de 3.6% para el Producto Interno Bruto (PIB) global en 2016, con baja probabilidad de que lo disminuya.

### **PIB en México**

Para este año, se estima que el PIB de nuestro país crecerá 2.7%. Por un lado, existen factores que impulsarán el crecimiento, como la fortaleza de la economía de Estados Unidos de Norteamérica, principalmente el consumo, que incentiva nuestras exportaciones manufactureras. Asimismo, con mayor generación de empleos y crecimiento de los salarios, la demanda interna, continuará fortaleciéndose. Adicionalmente observaremos inversiones importantes en los sectores de energía (rondas 1.1, 1.2 y 1.3) y de telecomunicaciones, derivadas de las reformas. No obstante, se considera que el recorte al gasto público podría restar 0.6 puntos porcentuales al crecimiento del PIB de este año.

### **Principales riesgos**

Los tres grandes riesgos que enfrentará la economía global en 2016 serán:



1. El ciclo de normalización de tasas de interés en Estados Unidos de Norteamérica: La tasa de interés de la Reserva Federal se encuentra entre 0.25 y 0.50%, y lo que ha expresado este organismo es que desea llevarla a niveles de 3.5 por ciento.

Si bien la presidenta de la Reserva Federal hizo buena labor enviando un mensaje de confianza a los mercados en el sentido de que el ciclo de alza de tasas será “gradual”, considero que debido a la incertidumbre respecto a los pronósticos de crecimiento e inflación en Estados Unidos de Norteamérica, en conjunción con otros eventos globales, le fue muy difícil ser específica con respecto a cómo piensa que será el patrón de alza de tasas de interés en adelante.

Es por esto que considero que en los próximos dos o tres meses dominará en los mercados el sentimiento de que ya nos quitamos el primer evento de riesgo (la primera alza de tasas), ofreciendo “un respiro” a los mercados financieros globales.

Sin embargo, también estimo que conforme transcurra el año será muy probable que la ola de alta volatilidad vuelva a los mercados. En este sentido, será clave observar cómo reaccionan los bancos centrales, principalmente de los países emergentes.

En el caso de nuestro país, la expectativa es que el Banco de México (Banxico) intentará subir tasas a menor ritmo que la Reserva Federal. Con una inflación “bien comportada” y tasas de crecimiento que no permiten observar presiones inflacionarias de lado de la demanda, Banxico podría deslindarse de los movimientos de la Reserva Federal, sobre todo si la dinámica del tipo de cambio lo permite.

2. Desaceleración y rebalanceo de la economía China: No hay duda de que el gigante asiático se está desacelerando. De crecer a tasas arriba del 10%, ahora se expande a 7%. El modelo económico que los llevó a ser el exportador número uno del mundo y a crecer a tasas muy altas, se agotó. Esto ha hecho necesario que las autoridades

modifiquen su modelo económico fundamentado en inversión y exportaciones hacia uno basado en el consumo privado.

Esta reorientación, en una economía donde ni siquiera está bien definida la propiedad privada y no hay mercados suficientemente desarrollados, presenta muchos retos y les está costando observar tasas bajas de crecimiento. Sin embargo, ello no representará un peligro sistémico a nivel global.

3. Los siempre presentes riesgos geopolíticos: En 2016, los principales riesgos geopolíticos que veo serán el Estado Islámico, las elecciones presidenciales en Estados Unidos de Norteamérica, las recurrentes crisis en Grecia y la posibilidad de que el Reino Unido decida desvincularse de la Unión Europea.

**Fuente de información:**

<http://www.forbes.com.mx/2016-a-7-anos-de-lehman-brothers/>

### **Europa: que la fuerza acompañe (BBVA Research)**

El 4 de enero de 2016, la sección de estudios económicos de BBVA Research dio a conocer el artículo de prensa “Europa: que la fuerza acompañe” que se presenta a continuación.

La economía europea se enfrenta a retos importantes de cara a 2016, pero saber exactamente por dónde van a venir los problemas no resulta fácil. No hay más que volver un año atrás para darse cuenta que por entonces apenas se atisbaba la crisis a la que se iba a enfrentar Grecia tras unas elecciones todavía no celebradas, en lo que luego ha sido el tema central de la eurozona durante el año. El parón de China y los países emergentes, que explica la desaceleración de la segunda parte del año en Europa, era sólo uno más de los riesgos posibles por entonces, mientras que la crisis de refugiados aún no estaba en el radar.

El escenario central para 2016 (aunque “escenario central” es a menudo lo que dibujamos cuando cruzamos los dedos) prevé que las reducciones recientes de precios de materias primas, un euro que permanece débil y la estabilización de China, permitirán que continúe un crecimiento sólido del consumo, que vuelvan a crecer las exportaciones —como ya lo hicieron en la primera mitad de 2015—, y que la recuperación se extienda a la inversión, el componente de demanda que sigue sin despegar y que permitiría consolidar la recuperación. La política ultraexpansiva del Banco Central Europeo (BCE) y un tono fiscal neutro o incluso algo expansivo en algunos países deberían apoyar este escenario. Con todo ello, se puede prever un crecimiento de alrededor del 1.8% en la eurozona, algo mejor que el 1.5% con el que se cerrará este año y, no lo olvidemos, probablemente por encima del crecimiento tendencial.

Y, sin embargo, varios eventos pueden hacer descarrilar este escenario. Aunque no se materialicen, su sola amenaza puede afectar a la confianza, que parece ser la variable que falta en la recuperación. Además de los problemas de Grecia o de los países emergentes, un riesgo es que se haga más patente la posibilidad de una eventual salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE), que podría dar una imagen de desmembración de Europa que se extendiese a otros ámbitos. La Reserva Federal continuará subiendo los tipos de interés a un ritmo muy moderado y no se esperan movimientos adicionales del BCE, pero la estrategia de normalización monetaria en Estados Unidos de Norteamérica es una experiencia sin testar, con consecuencias globales. La crisis de refugiados ha generado ya tensiones entre varios países de la Unión y será muy difícil de gestionar para encauzarla y aprovecharla como fuente de riqueza en un continente envejecido. Es, probablemente, el principal reto de Europa para el año entrante.

Y en muchos países europeos se hacen cada vez más presentes las pulsiones populistas —ligadas a menudo al fenómeno de la inmigración o a la fatiga tras años de crisis—,

lo que lleva a poner en cuestión los avances de años precedentes en materia de ajustes y reformas, que han sido condición necesaria para la vuelta al crecimiento. Todo esto ha creado una situación en la que los avances hacia una mayor integración, que se veía como necesaria para reforzar el euro tras la crisis griega, son políticamente más difíciles y han sido pospuestos en las reuniones recientes del Consejo Europeo.

Incluso para los que somos más seguidores de los *western* clásicos que de la saga intergaláctica, parece que la fuerza nos tendrá que acompañar en 2016.

**Fuente de información:**

[https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/pdf/67403\\_108299.pdf](https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/pdf/67403_108299.pdf)

**¿Hay margen para más regulación financiera en 2016? (BBVA Research)**

El 18 de enero de 2016, la sección de estudios económicos de BBVA Research dio a conocer el artículo de prensa “¿Hay margen para más regulación financiera en 2016?” que se presenta a continuación.

Son muchos los que piensan que estamos ante el final del camino tras el intenso tsunami regulatorio vivido en estos ocho años de crisis. Aunque la realidad sea quizás un poco diferente, porque queda aterrizar el detalle de algunas medidas y se abren nuevos frentes.

Este año vendrá caracterizado por la continuación de la implementación de la numerosa y abultada regulación que se ha aprobado en los recientes años para fortalecer la resistencia de los balances bancarios a las crisis. 2014 marcaba el punto de partida en el cumplimiento de los nuevos volúmenes de capital, 2015 supuso la entrada en vigor de la relación de liquidez de corto plazo y en 2016 entran en vigor diversos colchones de capital macroprudenciales (el requerimiento para las entidades sistémicas, el de conservación y el contracíclico). Asimismo, desde el 1º de enero, el *bail in* es efectivo

en Europa, y podrá aplicarse en caso de resolución bancaria, de forma que los acreedores privados absorban las pérdidas de la entidad y no los contribuyentes. Por ello, este año se deberá concretar el requerimiento mínimo de pasivos elegibles para absorción de pérdidas que cada entidad europea debe acumular para hacer creíble y factible el nuevo marco de resolución.

Lejos de concluir la reforma regulatoria global, existen nuevos temas abiertos que las autoridades abordarán en 2016. La heterogeneidad en el cálculo de los riesgos bancarios ha llevado a las autoridades a revisar la forma en la que éstos se calculan para lograr una mayor comparabilidad en las relaciones de capital.

Por ello, cabe esperar una nueva vuelta de tuerca al capital exigido a los bancos en Basilea III. De hecho, el Comité de Basilea está inmerso en una revisión exhaustiva de la valoración de los riesgos de la cartera bancaria, de la cartera de negociación y de otros, como el riesgo operacional o la introducción de suelos de capital. Mención especial merece la revisión del tratamiento regulatorio del riesgo soberano. Basilea debe analizar el tema minuciosamente, evitando soluciones simplistas, ya que dicho cambio podría afectar negativamente la estabilidad financiera y poner en peligro la recuperación económica.

Un campo de trabajo emergente será la regulación digital. La profunda transformación digital que está sufriendo la industria financiera con la aparición de nuevos actores y nuevos servicios, requiere de una respuesta por parte de las autoridades. Es comprensible que las autoridades demuestren cierta cautela tras un período largo en que el núcleo de la regulación se ha centrado en asegurar la estabilidad financiera. Sin embargo, es una cuestión ineludible. Se debería encontrar el equilibrio entre la promoción de nuevos productos y servicios, con la protección del consumidor financiero. Ello pasa por aplicar las mismas reglas de juego a los distintos productos, independientemente de quién provea el servicio.

La conducta bancaria y la ética también cobran creciente importancia para restaurar la confianza en el sistema bancario, ya que la confianza es el activo más valioso que tienen las entidades. La tendencia para fortalecer dichas políticas se basa, sobre todo, en la autorregulación que promueven principios como la integridad, la transparencia y la prudencia. En todo caso, las autoridades también prestan cada vez más importancia a estos temas en la regulación y supervisión, con el análisis de la gobernanza, de la idoneidad de cargos o de la política de remuneraciones. Cada vez resulta más evidente que una banca ética no reduce la rentabilidad, sino que es una inversión a largo plazo.

En definitiva, vemos que aparecen nuevos temas en la agenda regulatoria. La inercia reguladora resulta difícil de romper, sobre todo cuando se ha trabajado con un foco tan claro en la seguridad del sistema financiero. No obstante, no es menos cierto que algo parece estar cambiando. Poco a poco se percibe una mayor sensibilidad de las autoridades para comprender los impactos de la reforma en su conjunto. Esto nos podría llevar a encontrar un mayor equilibrio entre estabilidad financiera y crecimiento, por la vía de revisar o recalibrar algunas normas, sobre todo cuando la situación macroeconómica a nivel global no acaba de repuntar. La presidencia China del G20 tiene como lema: “hacia una economía mundial innovadora, dinamizada, interconectada e inclusiva”. Está por ver si las actuales dificultades chinas dejan paso al crecimiento como objetivo principal.

**Fuente de información:**

[https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/pdf/67403\\_109513.pdf](https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/pdf/67403_109513.pdf)

### **Rasgos básicos sobre la evolución económica y monetaria (BCE)**

El 17 de diciembre de 2015, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Económico. A continuación se presenta “Rasgos básicos sobre la evolución económica y monetaria”.

En su reunión de política monetaria celebrada el 3 de diciembre de 2015, el Consejo de Gobierno volvió a examinar el grado de acomodación de la política monetaria: el análisis confirmó la necesidad de nuevos estímulos monetarios para asegurar el retorno de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2%. Las proyecciones de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema indicaban la continuación de los riesgos a la baja para las perspectivas de inflación y una dinámica de la inflación ligeramente más débil de lo esperado anteriormente, después de las revisiones a la baja en ejercicios de proyección anteriores. El Consejo de Gobierno señaló que la persistencia de bajos niveles de inflación era reflejo de una considerable holgura económica que afecta a las presiones internas sobre los precios, así como de las dificultades del entorno exterior, y que las proyecciones ya incorporaban la evolución favorable de los mercados financieros tras la reunión de política monetaria de octubre. En los párrafos siguientes se resumen los principales rasgos de la evolución económica en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, y a continuación se facilitan detalles adicionales sobre las decisiones adoptadas en dicha reunión.

### **Análisis económico en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 3 de diciembre de 2015**

La actividad económica mundial continúa en una senda de recuperación gradual y desigual. Las perspectivas para las economías avanzadas se ven respaldadas por los bajos precios del petróleo, unas condiciones de financiamiento todavía favorables, la mejora de los mercados de trabajo, el aumento de la confianza y la reducción de los efectos negativos del desapalancamiento del sector privado y de la consolidación fiscal. En cambio, las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes siguen estando limitadas por problemas estructurales y desequilibrios macroeconómicos. En algunos países, esta situación se ve agravada por el endurecimiento de las condiciones financieras a nivel mundial y la caída de los precios de las materias primas. Se prevé que las presiones inflacionistas a nivel global continúen contenidas tras el descenso de

los precios del petróleo y habida cuenta de la todavía abundante capacidad ociosa de la economía a nivel mundial.

En el período previo a la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, las expectativas de una relajación adicional de la política monetaria afectaron a las condiciones de los mercados financieros de la zona del euro. Estas expectativas se tradujeron en una disminución significativa de los rendimientos de la deuda soberana en todos los países de la zona. Los mercados de renta variable de la zona del euro se fortalecieron de manera considerable. El euro se depreció, reflejando en parte las expectativas de los mercados de adopción de medidas de política monetaria.

La recuperación económica de la zona del euro se sustenta crecientemente en la demanda interna. En términos trimestrales, el PIB real aumentó un 0.3% en el tercer trimestre de 2015, tras un incremento del 0.4% en el trimestre anterior, debido a la persistente contribución positiva del consumo, acompañada de una mayor atonía de la inversión y las exportaciones. Los indicadores de opinión más recientes apuntan a un crecimiento sostenido del PIB real en el último trimestre de 2015.

Para el futuro, se prevé que la recuperación económica continúe, aunque los riesgos siguen apuntando a la baja. La demanda interna debería verse apoyada adicionalmente por las medidas de política monetaria del BCE y por su efecto favorable sobre las condiciones de financiamiento, así como por los avances realizados anteriormente en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales. Asimismo, los bajos precios del petróleo deberían respaldar la renta real disponible de los hogares y los beneficios empresariales y, en consecuencia, el consumo privado y la inversión. Además, es probable que el gasto público se incremente en algunas partes de la zona del euro, como consecuencia de las medidas de ayuda a los refugiados. No obstante, la recuperación económica de la zona del euro sigue viéndose obstaculizada por la debilidad de las perspectivas de crecimiento en las economías emergentes y por la moderación del



comercio mundial, los ajustes necesarios en los balances de distintos sectores y el lento ritmo de aplicación de reformas estructurales. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro continúan situados a la baja y se refieren, en particular, al aumento de la incertidumbre relacionada con la evolución de la economía mundial y al mayor alcance de los riesgos geopolíticos. Dichos riesgos podrían afectar al crecimiento mundial y a la demanda de exportaciones de la zona del euro, así como a la confianza de forma más amplia.

Las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro prevén un crecimiento anual del PIB real del 1.5% en 2015, el 1.7% en 2016 y el 1.9% en 2017. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2015, las perspectivas de crecimiento del PIB real se mantienen prácticamente inalteradas.

La inflación medida por el IAPC ha aumentado ligeramente, aunque sigue en niveles reducidos. Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) de la zona del euro fue del 0.1% en noviembre de 2015, la misma tasa que en octubre aunque más baja de lo esperado. El IAPC excluidos la energía y los alimentos disminuyó hasta el 0.9% en noviembre, tras haber aumentado hasta el 1.1% en octubre.

Se espera que la inflación anual medida por el IAPC aumente en los próximos meses. Se incrementaría a finales de año y principios del siguiente, principalmente como consecuencia de los efectos de base asociados a la caída de los precios del petróleo registrada a finales de 2014. Se prevé que las tasas de inflación sigan repuntando en 2016 y 2017, respaldadas por las medidas de política monetaria anteriormente adoptadas por el BCE —y complementadas con las anunciadas en diciembre de 2015— por las expectativas de recuperación económica y por la transmisión de anteriores depreciaciones del tipo de cambio del euro. El Consejo de Gobierno seguirá de cerca la

evolución de las tasas de inflación en los próximos meses. Las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro sitúan la inflación anual medida por el IAPC en 0.1% en 2015, el 1% en 2016 y el 1.6% en 2017. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente a la baja.

Las anteriores medidas de política monetaria del BCE han contribuido a mejorar los indicadores monetarios y crediticios, así como a la transmisión de la política monetaria con carácter más general. El crecimiento del agregado monetario amplio continúa siendo sólido y el de los préstamos se está recuperando, aunque de forma gradual. Los costos de financiamiento de las entidades de crédito se han estabilizado en niveles próximos a sus mínimos históricos, y los bancos han ido trasladando progresivamente la disminución de estos costos en forma de reducción de las tasas de interés de los préstamos. Las condiciones más favorables de concesión del crédito han seguido favoreciendo la recuperación del crecimiento de los préstamos, al tiempo que la heterogeneidad entre países en las tasas de interés aplicados a los préstamos bancarios ha vuelto a atenuarse.

### **Decisiones de política monetaria y comunicación**

En su reunión de diciembre, el Consejo de Gobierno realizó una evaluación detallada de la fortaleza y de la persistencia de los factores que están desacelerando actualmente el retorno de la inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a mediano plazo. El análisis confirmó la necesidad de nuevos estímulos monetarios para asegurar el retorno de las tasas de inflación a dichos niveles.

Como resultado de su evaluación, el Consejo de Gobierno adoptó las siguientes decisiones en aras de su objetivo de estabilidad de precios.

- En primer lugar, en lo que respecta a las tasas de interés oficiales del BCE, el Consejo de Gobierno decidió reducir el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito en 10 puntos básicos hasta el  $-0.30\%$ . Las tasas de interés aplicables a las operaciones principales de financiamiento y a la facilidad marginal de crédito se mantendrán sin variación en sus niveles del  $0.05$  y el  $0.30\%$ , respectivamente.
- En segundo lugar, en lo que se refiere a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno decidió ampliar el programa de compra de activos (APP). Está previsto que las compras mensuales de activos por valor de 60 mil millones de euros que se realizan en el marco del APP continúen hasta el final de marzo de 2017 o hasta una fecha posterior, si fuera necesario, y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de lograr tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al  $2\%$  a mediano plazo.
- En tercer lugar, el Consejo de Gobierno decidió reinvertir los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco del APP a medida que vayan venciendo, durante el tiempo que sea necesario. Esto contribuirá a que las condiciones de liquidez sean favorables y a que la orientación de la política monetaria sea adecuada.
- En cuarto lugar, en relación con el programa de compras de valores públicos, el Consejo de Gobierno decidió incluir instrumentos de deuda negociables denominados en euros emitidos por administraciones regionales y locales de la zona del euro en la lista de activos admisibles para adquisiciones periódicas por los bancos centrales nacionales respectivos.
- En quinto lugar, el Consejo de Gobierno decidió seguir ejecutando las operaciones principales de financiamiento y las operaciones de financiamiento a plazo más largo a tres meses mediante procedimientos de subasta a tipo de

interés fijo con adjudicación plena mientras sea necesario, y al menos hasta que finalice el último período de mantenimiento de reservas de 2017.

Las decisiones fueron adoptadas con el fin de asegurar el retorno de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2%, y con ello de anclar las expectativas de inflación a mediano plazo. Las nuevas medidas asegurarán condiciones financieras acomodaticias y supondrán un refuerzo adicional al considerable impacto expansivo de las medidas adoptadas desde junio de 2014, que han tenido importantes efectos positivos sobre las condiciones de financiamiento, el crédito y la economía real. Las decisiones también refuerzan el dinamismo de la recuperación económica de la zona del euro y aumentan su resistencia frente a las recientes perturbaciones de la economía mundial.

El Consejo de Gobierno realizará un atento seguimiento de la evolución de las perspectivas para la estabilidad de precios y tiene la disposición y la capacidad para actuar, si procede, utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato a fin de mantener un grado adecuado de acomodación monetaria. En particular, el Consejo de Gobierno recuerda que el APP ofrece flexibilidad suficiente para ajustar su volumen, composición y duración.

**Fuente de información:**

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2015/Fich/bebce1508-1.pdf>

### **Entorno Exterior de la Zona del Euro (BCE)**

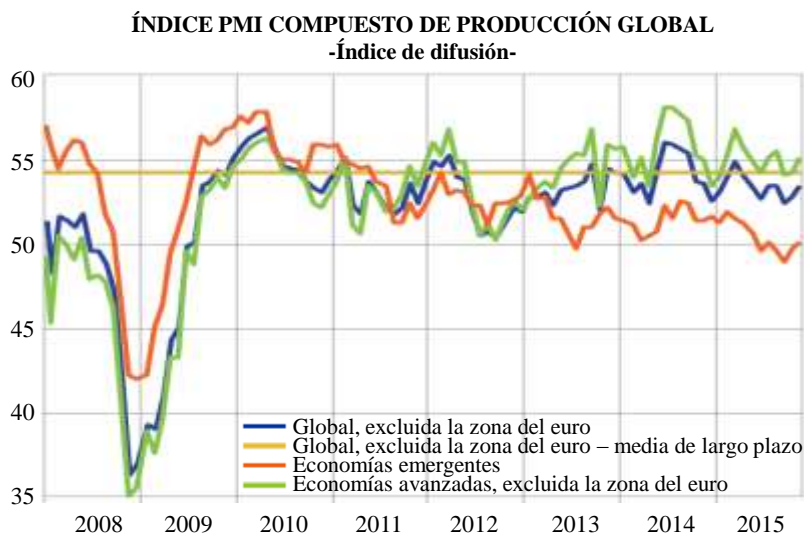
El 17 de diciembre de 2015, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Mensual sobre la Evolución Económica y Monetaria de la zona del euro. A continuación se presenta el artículo: “Entorno Exterior de la Zona del Euro”.

La actividad económica mundial continúa en una senda de recuperación gradual y desigual. Los bajos precios del petróleo, la persistencia de unas condiciones de financiamiento favorables, la mejora de los mercados de trabajo, el aumento de la confianza y la reducción de los efectos negativos del desapalancamiento del sector privado y de la consolidación fiscal respaldan las perspectivas de las economías avanzadas. Por el contrario, en las economías emergentes las perspectivas de crecimiento siguen estando limitadas por los problemas estructurales y los desequilibrios macroeconómicos. En algunas economías emergentes, esta situación se ve agravada por el endurecimiento de las condiciones financieras a nivel mundial y la corrección de los precios de las materias primas. Se prevé que las presiones inflacionarias sigan estando contenidas tras el descenso de los precios del petróleo y la todavía abundante capacidad productiva sin utilizar a nivel mundial.

### **Actividad económica y comercio mundial**

La actividad económica mundial continúa en una senda de recuperación desigual. A lo largo del año, el ritmo de la recuperación se ha afianzado, en general, en la mayoría de las principales economías avanzadas, especialmente en Estados Unidos de Norteamérica y Reino Unido. Por el contrario, el crecimiento en las economías emergentes ha seguido siendo, en general, débil, mostrando persistentes divergencias entre unas regiones y otras, debido en parte al diferente impacto de la corrección de los precios de las materias primas sobre los países exportadores y los países importadores de estas materias. Mientras que en las economías emergentes de Asia —incluidas China e India— y en los países de Europa Central y Oriental la actividad económica ha continuado siendo más bien robusta, los países de la Confederación de Estados Independientes sufrieron una profunda recesión en el primer semestre del año. En el epicentro de la desaceleración se encuentra Rusia, que ha venido padeciendo las consecuencias de los bajos precios del petróleo, las restricciones financieras externas y la falta de confianza empresarial. En América Latina el crecimiento también se ha

tornado negativo en 2015, como resultado no solo del deterioro de la relación real de intercambio asociado a la caída de los precios de las materias primas, sino también de los desequilibrios internos, de los estrangulamientos de la oferta y de la incertidumbre política, especialmente en Brasil.

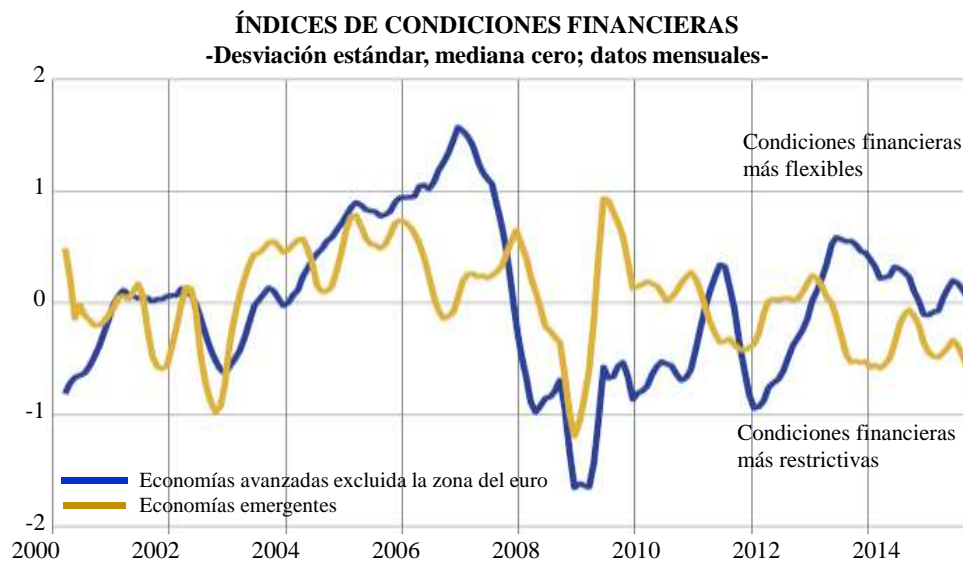


Los indicadores de actividad mundial y los datos disponibles sobre los países sugieren que el crecimiento continuará siendo moderado hacia finales de este año. El Índice PMI (*Purchasing Managers Index*) compuesto de producción global, excluida la zona del euro, aumentó de nuevo en noviembre, aunque se mantuvo por debajo de la media de largo plazo, lo que sugiere un ritmo de crecimiento sostenido de la actividad mundial. En promedio, en el cuarto trimestre el índice continúa estando ampliamente en consonancia con el nivel registrado en el trimestre anterior, de lo que se deduce que las condiciones del crecimiento mundial permanecen relativamente inalteradas. La notable discrepancia en términos de la evolución de los índices PMI entre las economías avanzadas y las emergentes también subraya el divergente panorama del crecimiento mundial. Los indicadores sintéticos adelantados de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) también siguen apuntando a un ritmo

de crecimiento estable para los países de este grupo y China, mientras que, en el caso de Rusia, se prevé una pérdida de impulso del crecimiento.

Las políticas monetarias siguen siendo sumamente acomodaticias en las economías avanzadas, respaldando las favorables condiciones de financiamiento, mientras que en la mayoría de las economías emergentes han continuado endureciéndose. Las expectativas de una subida de las tasas de interés en diciembre en Estados Unidos de Norteamérica aumentaron en noviembre. Las condiciones de financiamiento externo en la mayoría de las economías emergentes se han tornado más restrictivas, como sugieren los rendimientos algo más elevados de la deuda pública; ello ha venido acompañado de correcciones en los precios de las acciones, una disminución de las entradas de inversiones de cartera y nuevas presiones a la baja sobre los tipos de cambio en varios países. La depreciación de la moneda eleva el valor de la deuda denominada en moneda extranjera y, por ende, agrava los problemas relativos a los balances y al financiamiento en esos países. Al mismo tiempo, en India y China se ha relajado la política monetaria. En el caso de China, la incertidumbre respecto a la política monetaria se intensificó notablemente durante el verano, en un entorno de turbulencias en el mercado bursátil y de ajuste del régimen cambiario. Ello contribuyó también a que la volatilidad financiera mundial alcanzara un máximo transitorio.

De cara al futuro, se prevé que la actividad económica mundial continúe en una senda de recuperación gradual y desigual, impulsada por las perspectivas de crecimiento que aún muestran capacidad de resistencia en la mayoría de las economías avanzadas. Los bajos precios del petróleo, la persistencia de unas condiciones de financiamiento favorables, la mejora de los mercados de trabajo, el aumento de la confianza y la reducción de los efectos negativos del desapalancamiento del sector privado y de la consolidación fiscal deberían respaldar las perspectivas de las economías avanzadas.



Nota: La observación más reciente corresponde a octubre de 2015. Las economías emergentes son un agregado integrado por China, Rusia, Brasil, India y Turquía. Las economías avanzadas incluyen Estados Unidos de Norteamérica, Reino Unido y Japón.  
FUENTE: *Haver analytics* y cálculos de los expertos del BCE.

La actividad económica en Estados Unidos de Norteamérica perdió impulso en el tercer trimestre, tras un sólido repunte en el trimestre anterior. El auge del gasto de los hogares siguió siendo el motor de la recuperación, favorecido por el aumento del empleo, los salarios nominales y la renta real disponible, en un contexto de descenso de los precios del petróleo y la inflación, así como por las favorables condiciones crediticias y la mejora de los balances de los hogares. No obstante, los precios más bajos del petróleo están restando cierto impulso a la inversión privada en estructuras de petróleo no convencional (*shale oil*) y la demanda exterior neta podría ser un lastre para la actividad, debido a la apreciación del dólar estadounidense.

La actividad económica en Reino Unido también experimentó una ligera desaceleración en el tercer trimestre, tras el dinámico ritmo de crecimiento del segundo trimestre. El crecimiento viene determinado principalmente por el consumo, en la medida en que los bajos precios de la energía y el aumento de los salarios continúan respaldando la renta real disponible, mientras que se prevé que los esfuerzos en materia de consolidación



fiscal sean un elemento moderador. Al mismo tiempo, la relajación de las condiciones crediticias está respaldando la inversión empresarial.

En Japón, la actividad económica se esfuerza por cobrar impulso, aunque una revisión al alza del crecimiento en el tercer trimestre implica que la economía ha evitado una recesión técnica. Se prevé que el crecimiento siga siendo moderado hacia finales del año, impulsado por una mejora sostenida del consumo privado, en un contexto de aumento de las rentas reales como consecuencia de los incrementos salariales y de los precios más bajos del petróleo, y por las exportaciones, que deberían verse favorecidas por el aumento de la demanda externa y por la depreciación del yen.

Por el contrario, en las economías emergentes las perspectivas son más diversas y continúan siendo débiles en términos históricos. Si bien el fortalecimiento de la demanda en las economías avanzadas debería respaldar la actividad económica en las economías emergentes, los obstáculos estructurales y los desequilibrios macroeconómicos siguen limitando las perspectivas de crecimiento. Al mismo tiempo, algunas economías se están ajustando a los precios más bajos de las materias primas y a las condiciones de financiamiento externo más restrictivas en previsión de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de Norteamérica, mientras que, en otras, la incertidumbre política sigue siendo elevada.

El proceso de reequilibrio de la economía china ha supuesto una desaceleración gradual, ya que la caída de la inversión no se ha compensado plenamente con un fortalecimiento del gasto en consumo. El crecimiento siguió dando muestras de resistencia en el tercer trimestre, y se espera que los bajos precios del petróleo y la solidez del consumo respalden la economía en el corto plazo. Las recientes reducciones de las tasas de interés, el moderado estímulo fiscal del Gobierno central y los esfuerzos realizados para relajar las limitaciones sobre las finanzas de los gobiernos locales también deberían tener un impacto positivo en la evolución de la demanda. No obstante, a mediano plazo,

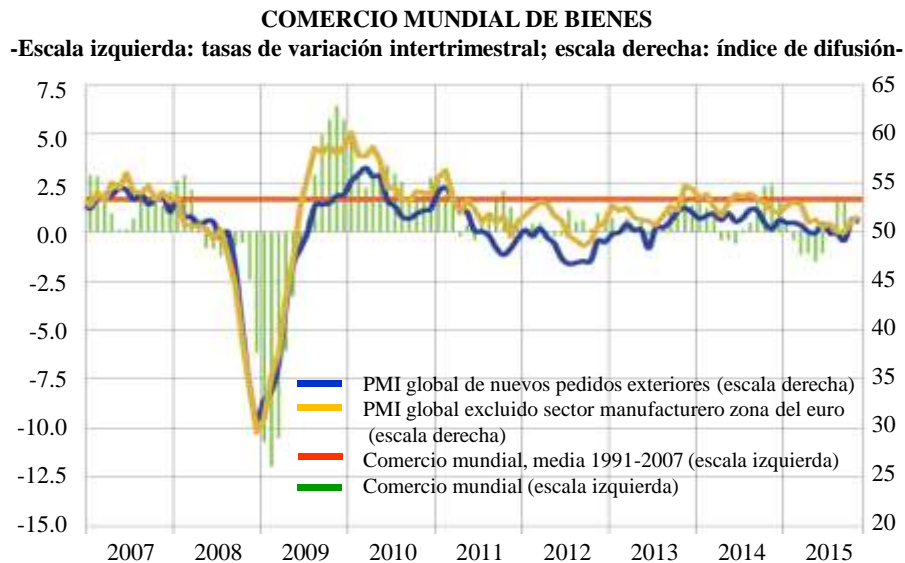
el creciente hincapié en hacer frente a las fragilidades del sector financiero y a los desequilibrios macroeconómicos podría desacelerar el ritmo de la expansión. En India, aunque el crecimiento se moderó en el segundo trimestre, la política monetaria acomodaticia, un repunte de la inversión —como consecuencia de las reformas favorables para la actividad empresarial— y la solidez del consumo privado han estimulado la confianza y mejorado las perspectivas de crecimiento.

En los países de Europa Central y Oriental las proyecciones indican que la actividad económica seguirá siendo robusta, aunque desigual según los países. Se prevé que el sólido crecimiento de la inversión, respaldado por los fondos estructurales de la Unión Europea y el dinamismo del consumo privado, favorecido por el aumento de la renta real disponible, continúen siendo los principales motores del crecimiento en la región.

Por el contrario, las economías emergentes exportadoras de materias primas siguieron sufriendo las consecuencias del final del ciclo de estas materias, principalmente a través de un deterioro de la relación real de intercambio. En Rusia, los costos de financiamiento siguen siendo altos, la incertidumbre elevada y la confianza empresarial débil. Al mismo tiempo, la disminución de los ingresos provenientes del petróleo está restringiendo el gasto público. En Brasil, la desaceleración económica se ha intensificado de forma acusada en la medida en que tanto la incertidumbre política como el deterioro de la relación real de intercambio y el endurecimiento de las condiciones monetarias y de financiamiento afectan a la actividad económica.

El comercio mundial registró una excepcional atonía en el primer semestre de 2015. Los datos correspondientes al primer semestre de 2015 se han revisado notablemente a la baja y muestran ahora una contracción del comercio mundial, una evolución que no se había observado desde el primer semestre de 2009. Los acusados descensos en algunas de las principales economías emergentes y la volatilidad de los datos en algunas economías avanzadas, en particular en Reino Unido, han determinado la caída del

agregado mundial. Las importaciones se desplomaron casi un 25% en Rusia en el primer semestre del año y se redujeron en torno al 9% en Brasil en el segundo trimestre. En ambas economías, el desplome de las importaciones puede atribuirse en parte a la caída de la demanda interna y a la fuerte depreciación del tipo de cambio, pero las respectivas magnitudes fueron mucho mayores de lo que habría cabido esperar a juzgar por las anteriores relaciones. En China e India las importaciones también han mostrado una debilidad sorprendente.



Nota: La observación más reciente corresponde a noviembre de 2015 para los PMI y a septiembre de 2015 para el comercio mundial.  
FUENTE: *Markit*, CPB y cálculos del BCE.

Los datos de comercio y las encuestas disponibles sugieren que el crecimiento del comercio mundial ha alcanzado un punto de inflexión y ha retornado a cifras positivas. Los datos recientes sobre China, Japón y el Reino Unido sugieren que se ha producido un fuerte repunte de las importaciones que registraron tasas de crecimiento positivas en el tercer trimestre. En Brasil, el comercio todavía muestra una caída, pero a un ritmo más moderado, contribuyendo, por consiguiente, al crecimiento total del comercio mundial en el tercer trimestre. El repunte se pone aún más de manifiesto en el incremento del comercio mundial de mercancías y en el hecho de que el PMI global de nuevos pedidos exteriores haya registrado de nuevo una expansión en octubre y

noviembre. De cara al futuro, se espera que el comercio mundial solo experimente un fortalecimiento muy gradual en consonancia con la recuperación de la actividad global y que no recobrará el dinamismo observado antes de la crisis financiera. En general, en relación con el PIB mundial, se prevén perfiles más bien planos en el horizonte de las proyecciones, tanto para las importaciones mundiales como para la demanda exterior de la zona del euro. Tras una moderada recuperación en 2015 y 2016, se prevé que las importaciones mundiales crezcan en línea con el PIB mundial. Así pues, la elasticidad del comercio será notablemente menor que la registrada antes de la crisis financiera.

En general, las perspectivas del crecimiento mundial siguen apuntando a una recuperación gradual y desigual. De conformidad con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema (cuya fecha de cierre para los supuestos relativos a la situación financiera y los precios de las materias primas fue el 12 de noviembre), se prevé que el crecimiento del PIB real, excluida la zona del euro aumente de forma gradual desde el 3.1% en 2015 hasta el 3.6% en 2016 y hasta el 3.9% en 2017. En cuanto a la demanda exterior de la zona del euro, se espera una expansión desde el -0.1% en 2015 hasta el 2.7% en 2016 y hasta el 3.8% en 2017. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2015 elaboradas por los expertos del BCE, ello implica una revisión a la baja del crecimiento mundial, principalmente como consecuencia de las perspectivas menos favorables de las economías emergentes. Las revisiones de la demanda exterior de la zona del euro son más significativas, debido, sobre todo, a las correcciones realizadas en los datos en el primer semestre de 2015.

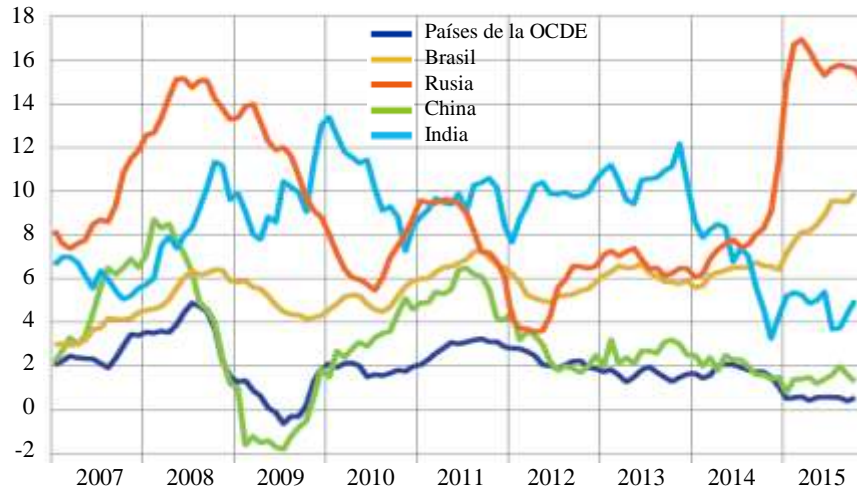
Los riesgos para las perspectivas de la actividad mundial continúan situándose a la baja, en particular para las economías emergentes. Los principales riesgos a la baja están relacionados con una desaceleración más pronunciada en los mercados emergentes, incluida China. El endurecimiento de las condiciones de financiamiento, la intensificación de la incertidumbre política y la caída de los precios de las materias

primas podrían exacerbar los actuales desequilibrios macroeconómicos, minar la confianza y desacelerar el crecimiento en mayor medida de lo esperado. Los riesgos geopolíticos también siguen afectando a las perspectivas y el aumento de las tensiones, especialmente en Oriente Medio, podría tener repercusiones negativas para el crecimiento mundial. La corrección de la política monetaria acomodaticia en Estados Unidos de Norteamérica en un contexto de divergencia entre las políticas mundiales constituye otro riesgo a la baja. Entre los riesgos al alza, se estima que los descensos del precio del petróleo reflejen, en conjunto, noticias más positivas por el lado de la oferta. Por consiguiente, ello debería ser, en general, positivo para el crecimiento mundial en el sentido de que se prevé que los aumentos de la actividad en los países importadores de petróleo compensen con creces las pérdidas experimentadas en los países exportadores.

### **Evolución mundial de los precios**

La inflación mundial se ha mantenido en niveles muy reducidos como resultado de la caída de los precios del petróleo. La tasa de variación anual de los precios de consumidor en los países de la OCDE aumentó hasta el 0.6% en octubre, desde el 0.4% del mes anterior, debido a un moderado repunte de los precios de los alimentos y a una contribución menos negativa de los precios de la energía. Los precios de la energía siguieron bajando por decimotercer mes consecutivo en octubre (un 11.6% en tasa anual), mientras que la tasa de variación de los precios de los alimentos se incrementó hasta el 1.5%. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación anual en la OCDE se mantuvo sin variación en el 1.8% en octubre. Entre las principales economías no pertenecientes a la OCDE, la inflación general continuó situándose en niveles muy elevados en Brasil y Rusia, aunque se había reducido en Rusia, mientras que en China descendió hasta el 1.3 por ciento.

**INFLACIÓN DE LOS PRECIOS AL CONSUMIDOR**  
**-Tasas de variación interanual -**



Nota: La observación más reciente corresponde a noviembre de 2015 en el caso de Rusia y a octubre de 2015 para el resto de los países.

FUENTE: Fuentes nacionales y OCDE.

Tras estabilizarse en septiembre y octubre, los precios del petróleo han vuelto a descender desde principios de noviembre. La producción mundial de petróleo sigue siendo elevada y el mercado mundial de crudo continúa estando abastecido en exceso, a pesar de que la demanda mundial de petróleo alcanzara en el tercer trimestre de 2015 el nivel máximo de los últimos cinco años. La producción de petróleo de los países miembros de la OPEP sigue situándose en máximos casi históricos y la de los países no pertenecientes a esta organización también continúa siendo elevada, ya que la menor producción de petróleo no convencional (“*shale oil*”) en Estados Unidos de Norteamérica se ha compensado con unos niveles récord de producción en Rusia. Las existencias de la OCDE aumentaron de nuevo y alcanzaron un máximo casi histórico a finales del tercer trimestre de 2015, lo que intensificó la presión a la baja sobre el precio del petróleo. Los precios de las materias primas no energéticas han disminuido ligeramente desde octubre como consecuencia del descenso de los precios de los metales.

De cara al futuro, se espera un aumento de la inflación mundial. La anterior caída de los precios del petróleo y de otras materias primas continúa atenuando las presiones inflacionarias en el corto plazo. Más adelante, debería disminuir la contribución negativa del componente energético a medida que comiencen a desvanecerse los efectos de los anteriores descensos de los precios del crudo. Además, un aumento de la pendiente de la curva de los futuros del petróleo implica que, a nivel mundial, la inflación general también aumentará gradualmente. Sin embargo, el hecho de que las brechas de producción se estén cerrando lentamente en las economías avanzadas y se estén ampliando en varias economías emergentes indica que todavía existe una holgada capacidad productiva sin utilizar a escala mundial, que se prevé continuará afectando a la inflación subyacente mundial en el mediano plazo.

**Fuente de información:**

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2015/Fich/bebce1508-1.pdf>

### **Evolución financiera de la Zona del Euro (BCE)**

El 17 de diciembre de 2015, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Mensual sobre la Evolución Económica y Monetaria de la zona del euro. A continuación se presenta el artículo: “*Evolución financiera de la Zona del Euro*”.

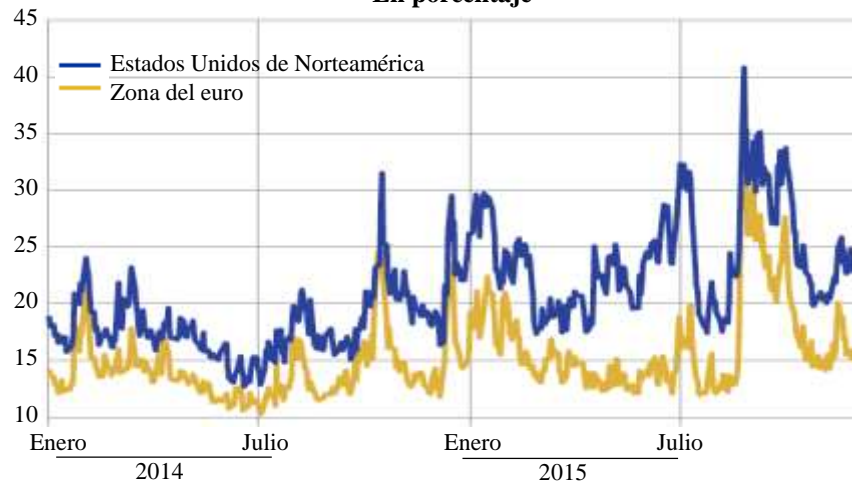
La situación de los mercados financieros de la zona del euro mejoró gradualmente entre principios de septiembre y principios de diciembre, tras un período de fuerte volatilidad asociada a los desarrollos en China. La mejora se vio favorecida por las expectativas de los mercados de un aumento de los estímulos en materia de política monetaria en la zona del euro, que cobraron nuevo impulso tras la reunión del Consejo de Gobierno de octubre. Esas expectativas de una relajación adicional de la política monetaria dieron lugar a descensos significativos de los rendimientos de la deuda soberana en los países

de la zona del euro, reduciéndose la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro a diez años en más de 40 puntos básicos, hasta situarse en el 1.02% a comienzos de diciembre. Los mercados bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos de Norteamérica se fortalecieron notablemente, compensando un amplio porcentaje de las caídas observadas durante el verano. El euro se depreció de forma acusada entre principios de septiembre y comienzos de diciembre, como consecuencia de las expectativas de los mercados respecto a la divergencia en la política monetaria entre la zona del euro y Estados Unidos de Norteamérica.

La situación de los mercados financieros de la zona del euro mejoró gradualmente entre principios de septiembre y principios de diciembre, en un contexto de expectativas de los mercados respecto a la divergencia en la política monetaria entre la zona del euro y Estados Unidos de Norteamérica. El aumento de la incertidumbre observado en agosto, que estuvo asociado a la preocupación suscitada por los desarrollos que China remitió durante el período considerado. Como consecuencia, se produjo una mejora gradual de la situación de los mercados financieros, registrándose una acusada caída de la volatilidad de los mercados bursátiles —un indicador de la incertidumbre en los mercados financieros—, tras los elevados niveles observados a finales de agosto. La mejora general de la situación de los mercados financieros de la zona del euro cobró nuevo impulso a medida que aumentaron las expectativas de que se produjera una mayor relajación monetaria tras la reunión del Consejo de Gobierno celebrada en octubre.



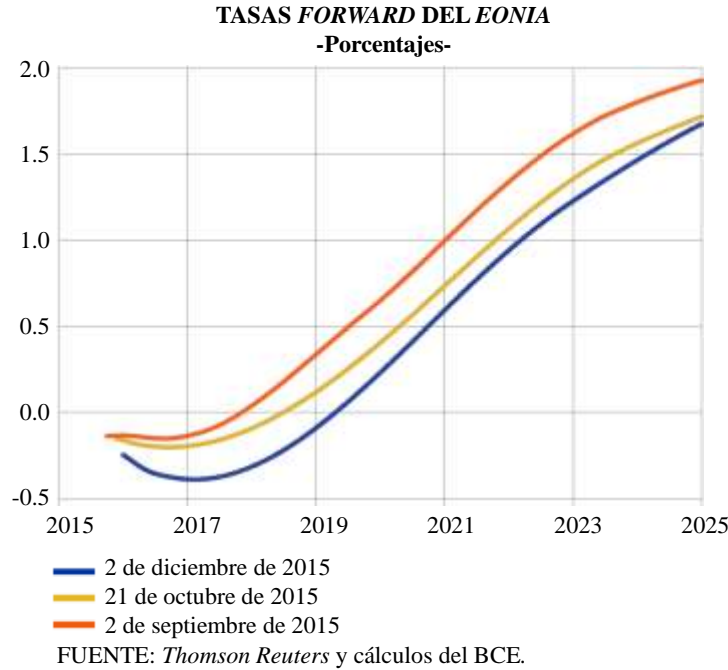
**VOLATILIDAD IMPLÍCITA EN LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE**  
**-En porcentaje-**



Nota: Para la zona del euro se utiliza el índice VSTOXX, que mide la volatilidad implícita en las opciones sobre el índice de precios de las acciones EURO STOXX 50. Para Estados Unidos de Norteamérica se utiliza el índice VIX, que mide la volatilidad implícita en las opciones sobre el índice de precios de las acciones S&P 500. La observación más reciente corresponde al 2 de diciembre de 2015.

FUENTE: *Bloomberg*.

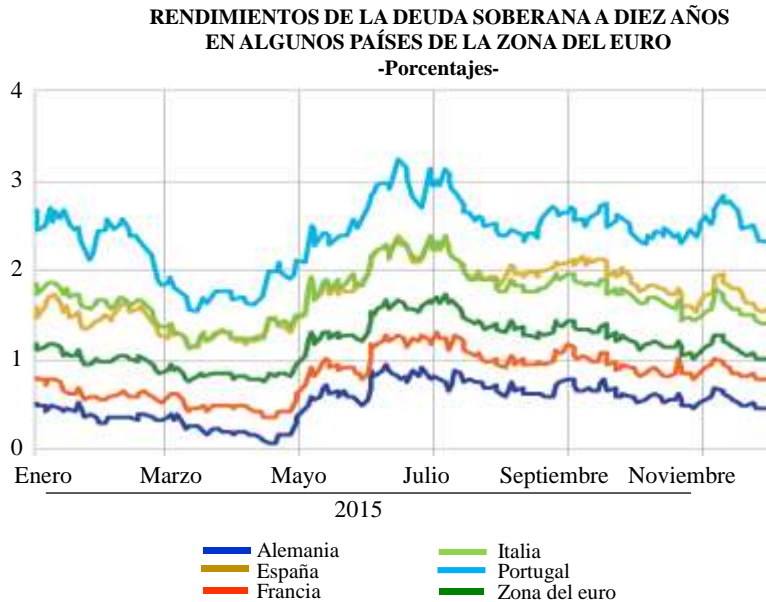
La curva de tasas forward del *eonia* descendió en todos los plazos, y en los tramos más cortos cayó significativamente por debajo del tipo de la facilidad de depósito. Entre comienzos de septiembre y la reunión del Consejo de Gobierno del 22 de octubre, la curva de tasas forward del *eonia* se aplanó al reducirse las tasas a más largo plazo hasta 25 puntos básicos, mientras que las tasas a más corto plazo se mantuvieron cercanas a la tasa de interés de la facilidad de depósito del  $-0.20\%$ . Posteriormente, aumentaron las expectativas de los mercados respecto a una futura disminución de la tasa de interés de la facilidad de depósito, lo que dio lugar a un considerable descenso de las tasas forward del *eonia* a corto plazo.



El *eonia* descendió, en general, entre principios de septiembre y principios de diciembre, en un contexto de aumentos graduales del exceso de liquidez. Tras descender gradualmente en septiembre, desde alrededor del  $-0.12\%$  hasta el  $-0.14\%$ , aproximadamente, el *eonia* se estabilizó entre principios de octubre y principios de diciembre, situándose en un promedio del  $-0.14\%$ . Esta evolución se produjo en un contexto de incrementos graduales del exceso de liquidez, que fueron, en gran medida, resultado de las compras realizadas en el marco del programa ampliado de compra de activos del BCE. En el recuadro: *Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 22 de julio y el 27 de octubre de 2015* se presenta información más detallada sobre la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria de la zona del euro. Los rendimientos de la deuda soberana se redujeron en todos los países de la zona del euro ante las expectativas de una relajación adicional de la política monetaria por parte del BCE.

En general, la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años de la zona del euro disminuyó más de 40 puntos básicos entre principios de septiembre y principios de diciembre, situándose en el  $1.02\%$  el 2 de diciembre. Esta

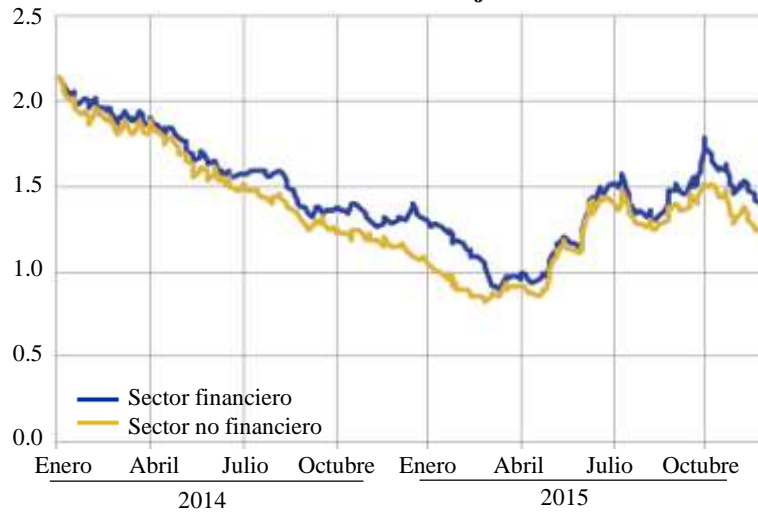
cifra fue tan solo ligeramente superior al mínimo histórico observado antes del ajuste del precio de la deuda soberana en abril. En los países de la zona del euro con calificación más baja se observaron caídas más pronunciadas, lo que dio lugar a un estrechamiento adicional de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana en relación con Alemania.



Nota: “Zona del euro” se refiere a la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. La observación más reciente corresponde al 2 de diciembre.  
FUENTE: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Las condiciones de financiamiento de las empresas de la zona del euro, tanto del sector financiero como del no financiero, experimentaron una mejora, reduciéndose los rendimientos de los valores de renta fija privada. Los rendimientos de la renta fija privada aumentaron en septiembre, pero después mostraron un sólido comportamiento durante el resto del período considerado, registrándose descensos generales de alrededor de 20 puntos básicos en los rendimientos de los valores tanto del sector financiero como del no financiero.

**RENDIMIENTOS DE LOS VALORES DE RENTA FIJA PRIVADA  
EN LA ZONA DEL EURO  
-Porcentaje-**



Nota: La observación más reciente corresponde al 2 de diciembre de 2015.  
FUENTE: *iBoxx* y BCE.

Los mercados bursátiles de la zona del euro se fortalecieron significativamente durante el período considerado, compensando un amplio porcentaje de las caídas observadas durante el verano.

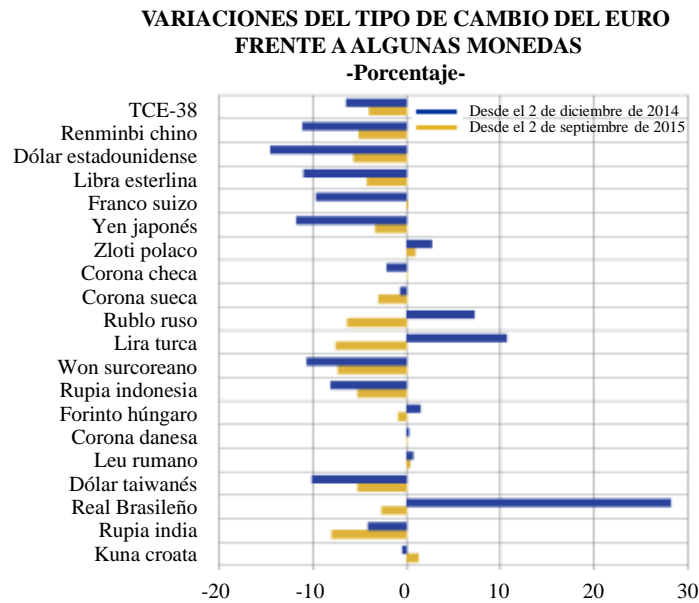
**ÍNDICES DE PRECIOS DE LAS ACCIONES DE LA ZONA DEL EURO Y DE  
ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA  
-1 enero de 2014 = 100-**



Nota: La observación más reciente corresponde al 2 de diciembre de 2015.  
FUENTE: *Thomas Reuters*.

Los precios de las acciones de la zona del euro, medidos por el índice EURO STOXX amplio, aumentaron un 9% durante el período considerado, al disminuir inquietud sobre la evolución de los mercados emergentes y por las expectativas de una relajación adicional de la política monetaria por parte del BCE. Al mismo tiempo, en Estados Unidos de Norteamérica los precios de las acciones, medidos por el índice S&P 500, se incrementaron alrededor del 7 por ciento.

El tipo de cambio del euro, ponderado por el comercio, se depreció un 4% entre principios de septiembre y principios de diciembre. La depreciación del euro se produjo tras la reunión del Consejo de Gobierno de octubre y reflejó las expectativas de los mercados respecto a futuras decisiones en materia de política monetaria. En términos bilaterales, el euro se depreció un 5.7% frente al dólar estadounidense.



Nota: Variaciones porcentuales con respecto al 2 de diciembre de 2015. TCE-38 denota el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.  
FUENTE: BCE.

También se debilitó frente al *renminbi* chino, la libra esterlina, el yen japonés y la corona sueca, así como frente a las monedas de numerosas economías emergentes — en particular el rublo ruso, que se recuperó ligeramente tras la acusada depreciación

experimentada con anterioridad— y las monedas de los países exportadores de materias primas.

Al mismo tiempo, el euro se mantuvo relativamente estable frente a las monedas de los países de Europa Central y Oriental. La corona danesa siguió cotizando en niveles próximos a su paridad central en el MTC II.

**Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período  
comprendido entre el 22 de julio y el 27 de octubre de 2015**

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el quinto y el sexto períodos de mantenimiento de reservas de 2015, comprendidos entre el 22 de julio y el 8 de septiembre de 2015 y entre el 9 de septiembre y el 27 de octubre de 2015, respectivamente. Durante el período analizado, las tasas de interés aplicados a las operaciones principales de financiamiento (OPF), a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se mantuvieron sin variación en el 0.05, el 0.30 y el -0.20%, respectivamente<sup>1/</sup>. El 30 de septiembre de 2015 se liquidó la quinta operación de financiamiento a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés), en la que se adjudicaron 15 mil 500 millones de euros, frente a los 73 mil 800 millones de euros adjudicados en la operación anterior en junio. Con ello, el importe total adjudicado en las cinco primeras TLTRO ascendió a 399 mil 600 millones de euros<sup>2/</sup>. Además, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, bonos garantizados y bonos de titulización de activos como parte de su programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés), al ritmo previsto de 60 mil millones de euros al mes<sup>3/</sup>.

**Necesidades de liquidez**

En el período de referencia, las necesidades de liquidez diarias del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas, se

incrementaron en 38 mil 400 millones de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el tercero y el cuarto período de mantenimiento del año), hasta situarse, en promedio, en 646 mil 500 millones de euros. Este aumento se debió, fundamentalmente, al incremento de 36 mil 700 millones de euros registrado en la media de los factores autónomos, que alcanzaron la cifra de 533 mil 500 millones de euros.

El incremento observado en la media de los factores autónomos fue resultado, principalmente, de la disminución de la media de los factores de inyección de Liquidez, tanto de los activos exteriores netos como de los activos netos denominados en euros. Los activos exteriores netos se situaron, en promedio, en 623 mil 200 millones de euros, 26 mil 500 millones de euros por debajo de la cifra del período de referencia anterior. La apreciación del euro con respecto al dólar estadounidense durante el período analizado se tradujo en una disminución del valor de los activos exteriores netos. Además, los activos netos denominados en euros se situaron, en promedio, en 519 mil 300 millones de euros, 24 mil 800 millones de euros por debajo del importe del período de referencia anterior. Los activos netos denominados en euros descendieron como consecuencia de la depreciación de los activos financieros mantenidos por el Eurosistema con fines distintos de la política monetaria, así como del aumento de los pasivos mantenidos por entidades de fuera de la zona del euro en los bancos centrales nacionales. Con anterioridad, estas entidades habían reducido significativamente sus tenencias de efectivo en el Eurosistema para evitar las tasas de interés negativas, pero en el período considerado volvieron a incrementarlas, posiblemente debido al menor número de alternativas atractivas en el mercado.

Los factores de absorción de liquidez disminuyeron en el período analizado como consecuencia del descenso de otros factores autónomos que solo fue contrarrestado parcialmente por el habitual aumento estacional de los billetes en circulación

durante el verano. Otros factores autónomos se situaron, en promedio, en 542 mil 500 millones de euros, con un descenso de 27 mil 700 millones de euros con respecto al período de análisis anterior, que refleja sobre todo una reducción de las cuentas de revalorización. Además, el importe medio de los depósitos de las Administraciones Públicas, que registró una contracción de 6 mil 300 millones de euros y se situó en 79 mil 300 millones de euros, también contribuyó a la caída de las necesidades de liquidez. La contracción de los depósitos de las Administraciones Públicas fue continuación de la tendencia general a la baja observada desde septiembre de 2014 (cuando el BCE rebajó la tasa de interés de la facilidad de depósito al  $-0.20\%$ ), y compensó parcialmente el aumento observado en el período de referencia anterior, cuando los Tesoros que intentaban colocar efectivo en el mercado tenían pocas alternativas. La disminución en el período considerado estuvo asociada a la reducción de las tasas de interés que algunos Tesoros estaban dispuestos a aceptar al colocar su exceso de liquidez en el mercado. Por otra parte, los billetes en circulación aumentaron durante el verano, siguiendo el habitual patrón estacional, lo que contrarrestó en parte el descenso de otros factores de absorción de liquidez. Los billetes en circulación se situaron en un billón 53 mil 900 millones de euros, en promedio, en el período analizado, lo que supone un incremento de 19 mil 4 millones de euros con respecto a la media del período de referencia anterior.



## SITUACIÓN DE LIQUIDEZ DEL EUROSISTEMA

	22 de julio a 27 de octubre 2015		22 de abril a 21 de julio 2015		Sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento
Pasivo - Necesidades de liquidez (medias; miles de millones de euros)							
Factores autónomos de liquidez	1 675.7	(-14.6)	1 690.3	1 692.8	(+34.2)	1 658.6	(-37.6)
Billetes en circulación	1 053.9	(+19.4)	1 034.5	1 052.4	(-2.9)	1 055.3	(+12.6)
Depósitos de las AAPP	79.3	(-6.3)	85.6	95.2	(+31.8)	63.4	(-32.9)
Otros factores autónomos	542.5	(-27.7)	570.2	545.2	(+5.4)	539.8	(-17.3)
Instrumentos de política monetaria							
Cuentas corrientes	446.9	(+107.5)	339.4	465.3	(+36.9)	428.4	(+47.0)
Exigencias de reservas mínimas	113.0	(+0.9)	111.2	113.2	(+0.5)	112.7	(+0.5)
Facilidad de depósito	150.4	(+49.1)	101.3	152.8	(+4.7)	148.0	(+45.0)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0.0	(+0.0)	0.0	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)
Activo - Oferta de liquidez (medias; miles de millones de euros)							
Factores autónomos de liquidez	1 142.5	(-51.3)	1 193.8	1 135.7	(-13.6)	1 149.3	(-33.9)
Activos exteriores netos	623.2	(-26.5)	649.8	619.1	(-8.3)	627.4	(-15.5)
Activos netos denominados en euros	519.3	(-24.8)	544.1	516.7	(-5.2)	521.9	(-18.4)
Instrumentos de política monetaria							
Operaciones de mercado abierto	1 130.4	(+193.2)	937.2	1 175.5	(+90.2)	1 085.3	(+87.8)
Operaciones de subasta	533.4	(+20.2)	513.2	532.3	(-2.2)	534.5	(+8.8)
OPF	71.3	(-18.4)	89.7	70.2	(-2.2)	72.4	(-10.1)
Operaciones de financiación con plazo especial	0.0	(+0.0)	0.0	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)
OFPML a tres meses	73.6	(-16.9)	90.5	69.2	(-8.9)	78.1	(-5.7)
OFPML a tres años	0.0	(+0.0)	0.0	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)
OFPML con objetivo específico (TLTRO)	388.5	(+55.5)	333.0	393.0	(+8.9)	384.1	(+24.6)
Carteras en firme	597.0	(-173.0)	424.0	643.2	(+92.4)	550.8	(+79.0)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	22.0	(-2.2)	24.4	21.9	(-0.6)	22.5	(-0.8)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	10.5	(-0.6)	11.1	10.4	(-0.3)	10.7	(-0.1)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	114.9	(+27.8)	87.1	122.3	(+14.8)	107.6	(+12.4)
Programa para los mercados de valores	128.5	(-8.2)	136.6	127.1	(-2.7)	129.8	(-4.8)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	11.9	(+4.4)	7.5	13.2	(+2.5)	10.7	(+1.9)
Programa de compras de valores públicos	308.9	(+151.6)	157.4	348.3	(+78.6)	269.6	(+70.5)
Facilidad marginal de crédito	0.4	(+0.2)	0.2	0.1	(-0.5)	0.6	(+0.3)
Otra información relativa a la liquidez (medias; miles de millones de euros)							
Necesidades de liquidez agregadas	646.5	(+38.4)	608.0	670.7	(+48.5)	622.2	(-3.4)
Factores autónomos <sup>1/</sup>	533.5	(+36.7)	496.8	557.5	(+48.0)	509.5	(-3.8)
Exceso de liquidez	483.9	(+154.7)	329.2	504.8	(+41.6)	463.1	(+91.3)
Evolución de las tasas de interés (porcentajes)							
OPF	0.05	(+0.00)	0.05	0.05	(+0.00)	0.05	(+0.00)
Facilidad marginal de crédito	0.30	(+0.00)	0.30	0.30	(+0.00)	0.30	(+0.00)
Facilidad de depósito	-0.20	(+0.00)	-0.20	-0.20	(+0.00)	-0.20	(+0.00)
Eonia medio	-0.130	(+0.022)	-0.107	-0.139	(-0.018)	-0.121	(-0.002)

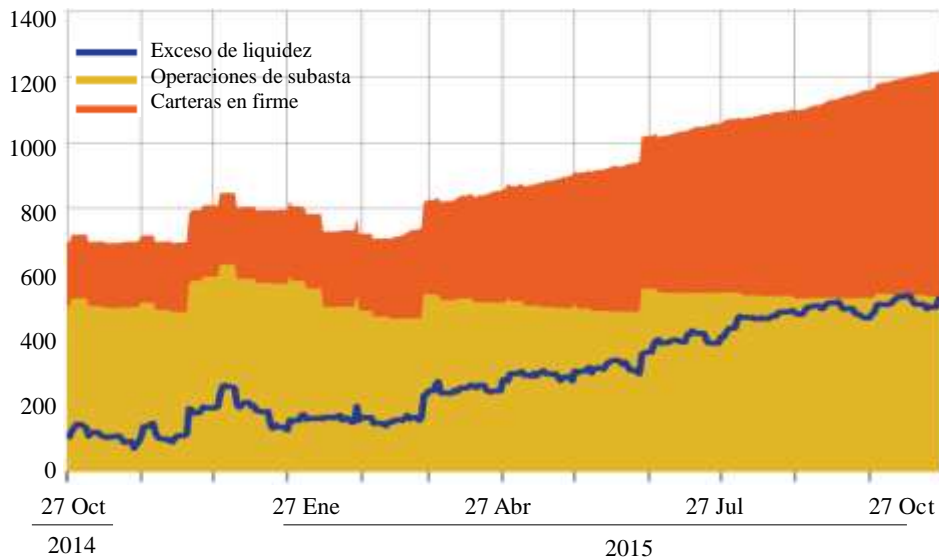
<sup>1/</sup> Incluye "partidas en curso de liquidación".

Nota: Dado que todas las cifras del cuadro están redondeadas, en algunos casos la cifra indicada como variación con respecto al período anterior no representa la diferencia entre las cifras redondeadas presentadas para los dos períodos (con una discrepancia de 0.1 miles de millones de euros).

FUENTE: BCE.

El error medio absoluto de las previsiones semanales de los factores autónomos se mantuvo sin variación en la cifra de 6 mil 400 millones de euros en el período analizado y se debió, principalmente, a los errores de predicción relacionados con los depósitos de las Administraciones Públicas. Aunque los errores de predicción relacionados con los depósitos de las Administraciones Públicas se redujeron ligeramente, continuaron siendo la principal fuente de error, ya que siguió resultando difícil anticipar la actividad inversora de los Tesoros en un entorno de tasas de interés a corto plazo del mercado monetario cada vez más negativos y de elevados niveles de exceso de liquidez.

**EVOLUCIÓN DE LOS INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA  
Y EXCESO DE LIQUIDEZ**  
-Miles de millones de euros-



FUENTE: BCE.

### **Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria**

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y compras simples— se incrementó en 193 mil 200 millones de euros, hasta situarse en un billón 130 mil 400 millones de

euros. Las compras simples representaron el 90% de dicho aumento y estuvieron relacionadas, principalmente, con el programa de compras de valores públicos.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta aumentó en 20 mil 2 millones de euros, situándose en 533 mil 400 millones de euros, impulsada por las TLTRO. La liquidez media inyectada por las OPF y las OFPML a tres meses se redujo en 18 mil 400 millones de euros y 16 mil 900 millones de euros, respectivamente, pero esta reducción se vio compensada con creces por la liquidez media proporcionada en las TLTRO, que se incrementó en 55 mil 500 millones de euros, hasta situarse en 388 mil 500 millones de euros. El quinto período de mantenimiento fue el que más contribuyó a dicho aumento, dado que los fondos obtenidos en la operación adjudicada en junio fueron significativamente superiores a los obtenidos en la operación adjudicada en septiembre.

La liquidez media proporcionada a través de carteras en firme aumentó en 173 mil millones de euros, hasta situarse en 597 mil millones de euros, debido, principalmente, al programa de compras de valores públicos. La liquidez media proporcionada a través del programa de compras de valores públicos, del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados y del programa de compras de bonos de titulización de activos, que aumentó en 151 mil 600 millones de euros, 27 mil 800 millones de euros y 4 mil 400 millones de euros, respectivamente, compensó con creces la amortización de los bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y de los dos programas de adquisiciones de bonos garantizados anteriores.

### **Exceso de liquidez**

Como consecuencia de los desarrollos detallados anteriormente, el exceso medio de liquidez aumentó en 154 mil 700 millones de euros adicionales y se situó en 483 mil 900 millones de euros en el período analizado. La mayor parte de dicho

aumento se produjo en el quinto período de mantenimiento, cuando el exceso medio de liquidez se incrementó en 91 mil 300 millones de euros debido a que los factores autónomos prácticamente no se modificaron. En el sexto período de mantenimiento, el exceso medio de liquidez registró un avance menos intenso, de 41 mil 600 millones de euros. La relativa debilidad de este avance fue atribuible principalmente al incremento de los factores autónomos, que absorbió parcialmente el aumento de las adquisiciones en el marco del APP, lo que proporciona evidencia adicional de que la volatilidad de los factores autónomos está influyendo en la evolución del exceso de liquidez.

El aumento del exceso de liquidez quedó reflejado fundamentalmente en un incremento de 107 mil 500 millones de euros de los saldos medios en cuenta corriente, que se situaron en 446 mil 900 millones de euros durante el período analizado. Este incremento se repartió de forma bastante homogénea entre los dos períodos de mantenimiento, registrándose un aumento de los saldos medios de 47 mil millones de euros y 36 mil 900 millones de euros en el quinto y en el sexto período de mantenimiento, respectivamente. El recurso medio a la facilidad de depósito también se incrementó, aunque en menor medida, con un alza de 49 mil 100 millones de euros hasta situarse en 150 mil 400 millones de euros.

### **Evolución de las tasas de interés**

Al igual que en el período de referencia anterior, las tasas de interés del mercado monetario siguieron cayendo como consecuencia del aumento continuado del exceso de liquidez y la creciente aceptación de las operaciones a tipos negativos por parte de los participantes en el mercado. En el mercado de operaciones sin garantías, el *eonia* se situó, en promedio, en el  $-0.130\%$ , por debajo del nivel medio del  $-0.107\%$  del período de referencia anterior. La disminución más pronunciada se produjo en el sexto período de mantenimiento, en el que el *eonia* se situó, en promedio, en el  $-0.139\%$ , lo que representa un descenso de 0.018 puntos

porcentuales con respecto al nivel del período de mantenimiento previo. Los tipos de interés a un día en el segmento de operaciones con garantías retrocedieron hasta situarse en niveles próximos al tipo de interés de la facilidad de depósito. De hecho, los tipos de determinados valores utilizados como garantía<sup>4/</sup> cayeron incluso por debajo del tipo de interés de la facilidad de depósito. Las tasas repo medios a un día del mercado GC Pooling<sup>5/</sup> descendieron hasta situarse en el -0.187 y el -0.184% para las cestas estandarizadas y ampliadas de activos de garantía, respectivamente, lo que supone una disminución de 0.007 y 0.014 puntos porcentuales en relación con el período de referencia anterior.

1/ Las OPF continuaron realizándose mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El mismo procedimiento continuó utilizándose en las operaciones de financiamiento a plazo más largo (OFPML) a tres meses. El tipo de interés de cada OFPML se fijó en la media de los tipos de las OPF ejecutadas durante la vigencia de las respectivas OFPML. Las TLTRO siguieron llevándose a cabo mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, aplicándose el mismo tipo de interés que en las OPF.

2/ Para más información sobre las adjudicaciones realizadas en las TLTRO, véanse los recuadros correspondientes de pasadas ediciones del Boletín o consúltese el sitio web del BCE:

[www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html).

3/ En el sitio web del BCE puede consultarse información detallada sobre el programa ampliado de compra de activos:

[www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html).

4/ Véase, por ejemplo, “RepoFunds Rate”: [www.repofundsrate.com](http://www.repofundsrate.com).

5/ El mercado GC Pooling permite negociar acuerdos de recompra con cestas estandarizadas de activos de garantía en la plataforma Eurex.

#### **Fuente de información:**

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2015/Fich/bebce1508-1.pdf>

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2015/Fich/bebce1508-2.pdf>

### **Zona Euro: recuperación y resistencia a los riesgos (INSEE)**

El 12 de enero de 2016, de forma conjunta el Instituto Nacional de Estadísticas y Estudios económicos de Francia (INSEE), el Instituto Alemán (IÍFO) y el Instituto Italiano (IÍSTAT) dieron a conocer en su publicación trimestral del panorama de

previsión, el artículo: “Zona Euro: recuperación y resistencia a los riesgos”. A continuación se presentan los detalles.

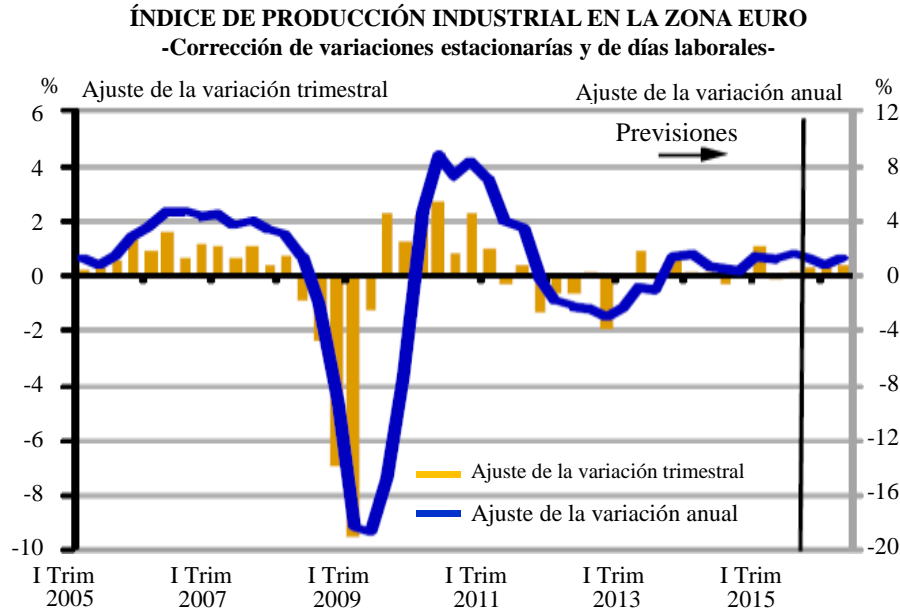
En la zona euro, la recuperación se confirma pero se recupera moderadamente. El producto interno bruto aumento en promedio anual 1.5% en 2015, y se estima que crecerá 0.4% en el primer semestre de 2016. El consumo privado continuará siendo el principal motor de la recuperación económica, apoyada por una nueva baja de los precios del petróleo y un aumento de los ingresos de la actividad económica. Por otra parte, la política del gasto corriente con la desventaja del consumo público, sobre todo en Alemania. Con las condiciones de financiamiento favorables y un aumento de la utilización de capacidades de producción, la inversión se acelerará en el primer semestre de 2016. Bajo la hipótesis convencional del precio fijó del petróleo a 35 dólares por barril y una tasa de cambio estable de 1.08 dólares sobre el euro, la inflación aumentaría moderadamente y alcanzaría (+0.4) por ciento.

### **Un modesto aumento de la producción industrial**

La producción industrial de la zona euro perdió impulso a principios de 2015 (aumentó de 0.1% en el tercer trimestre de 2015 tras el -0.1% del segundo trimestre de 2015), después de dos trimestres completamente dinámicos. Esta desaceleración refleja principalmente la disminución de la actividad en los países emergentes en el primer semestre de 2015, provocando una mayor incertidumbre y una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento en esas economías.

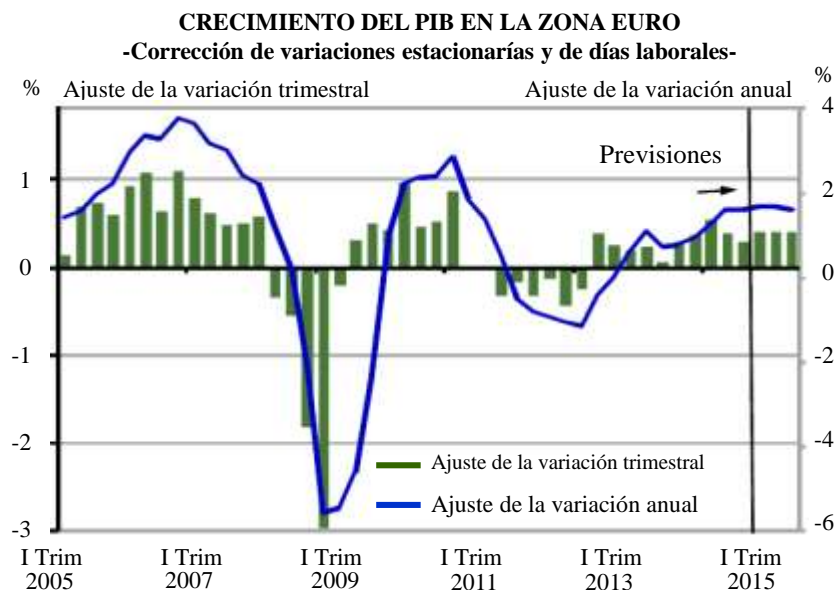
La producción industrial se acelerará moderadamente en el primer semestre de 2016, como lo sugiere la mejora del clima de negocios. La demanda dirigida hacia la zona euro mejorará también ligeramente, mientras que, el cese brutal de la economía china parece menos probable y que el crecimiento de la economía de Estados Unidos de Norteamérica recuperé el impulso. En total, la producción industrial se acelerará a

+0.3% en el cuarto trimestre de 2015, después a +0.4% en el primero y segundo trimestres de 2016.



El PIB disminuyó ligeramente en el tercer trimestre de 2015, a 0.4% (después de 0.5% en el segundo trimestre de 2015). El fuerte crecimiento del consumo privado (0.4%) y público (0.6%) no impidió la desaceleración total. La estabilización de la inversión y la total desaceleración de las exportaciones (0.2) son los principales factores que han influido.

En el panorama de la previsión, la demanda interna debe impulsar la actividad económica, principalmente la de los consumidores públicos y privados. La nueva disminución de los precios del petróleo y el aumento del empleo y los salarios favorecerá el poder de compra, que sostendrá el consumo privado. Sin embargo, ésta podría disminuir ligeramente en el cuarto trimestre de 2015, bajo el efecto del miedo causado por los ataques terroristas del 13 de noviembre en París. Por el contrario la política de gasto estimulará el consumo público, principalmente por el hecho de aumentar los gastos para la aceptación de los refugiados.



Frente a la baja inflación, el Banco Central Europeo mantiene su política monetaria no convencional y acomodaticia. En este contexto, las tasas de interés permanecerían bajo el panorama de la previsión. Con las condiciones de financiamiento favorables y un aumento de la tasa de utilización de capacidad, la inversión se aceleraría en los próximos trimestres en materiales o en construcción. El comercio exterior no contribuirá al aumento de la actividad: con una ligera aceleración del comercio mundial en previsión, la demanda dirigida a la zona euro aumentará, pero sería compensada por el aumento de las importaciones, en relación al fortalecimiento de la demanda interna. En total, el PIB aumentará de 0.4% en el cuarto trimestre de 2015 y en el primer semestre de 2016.

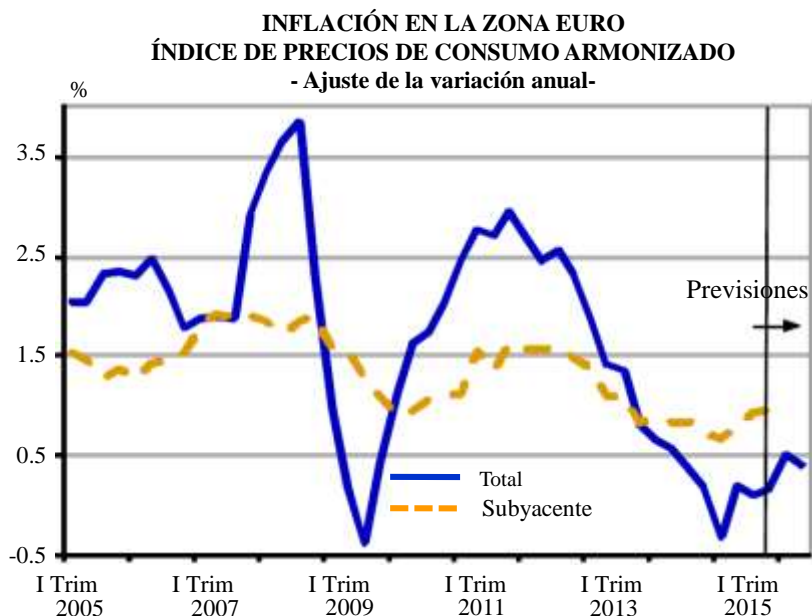
Los precios permanecieron estables en 2015, sobre todo con la caída de los precios de la energía. Bajo la hipótesis de estabilidad del tipo de cambio a 1.08 dólares por euro y del precio del petróleo a 35 dólares por barril, el precio del petróleo repercutiría menos sobre la inflación en 2016. Ésta sería otro estímulo para los factores internos y alcanzaría +0.5% en el primer trimestre de 2016 después de +0.4% en el segundo trimestre.



**PREVISIONES TRIMESTRALES**  
**-Variaciones porcentuales estacionarias y de días laborales-**

	IV Trimestre de 2015	I Trimestre de 2016	I Trimestre de 2016	2015			
Previsiones							
	Trimestral	Anual	Trimestral	Anual	Trimestral	Anual	Promedio
Índice de Producción Industrial	0.3	1.3	0.4	0.7	0.4	1.2	1.3
Producto Interno Bruto	0.4	1.7	0.4	1.7	0.4	1.6	1.5
Consumo	0.4	1.6	0.5	1.7	0.5	1.8	1.7
Inversión	0.3	1.9	0.4	0.8	0.5	1.2	2.2
Inflación	0.2		0.5		0.4		0.0

FUENTE: Eurostat y previsiones Ifo-Insee-Istat.



FUENTE: Eurostat y previsiones Ifo-Insee-Istat.

Una intensificación de conflictos en Medio Oriente podría quebrantar la confianza de los consumidores, productores e inversionistas en el mundo. En tal escenario, el precio del petróleo podría volver a subir bruscamente, ya que muchos países de esta región cuentan entre los principales productores de petróleo del mundo. Están también presentes los riesgos asociados a la transformación estructural de la economía china, de una economía que se mueve en torno hacia las exportaciones y las inversiones a una

economía impulsada por el consumo. Una falla en este proceso de transformación o un cambio fuertemente afectado podría conducir de nuevo a una salida de capitales de los países emergentes, lo que causaría turbulencia en los mercados financieros, llevando a una crisis de cambio. Por el contrario, las importaciones de los países emergentes podrían acelerarse más fuertemente que lo previsto, como consecuencia de su caída a principios de 2015.

**Fuente de información:**

[http://www.insee.fr/fr/indicateurs/ind108/20160112/EZEO\\_2016%2001%2012\\_VF.pdf](http://www.insee.fr/fr/indicateurs/ind108/20160112/EZEO_2016%2001%2012_VF.pdf)

### **¿El declive de Europa? Una visión maquiavélica (RIE)**

El 18 de enero de 2016, el Real Instituto Elcano (RIE) publicó la nota “¿El declive de Europa? Una visión maquiavélica” a continuación se presenta el contenido.

Hace poco un alto funcionario del Servicio de Acción Exterior de la Unión Europea explicaba que en la unidad de Asia estaban relejendo los escritos de Nicolás Maquiavelo, el pensador y asesor político florentino de principios del siglo XVI y para muchos el padre de la ciencia política. Me aseguró además que el objetivo no era ser más maquiavélicos sino entender mejor los desafíos a los que se enfrenta hoy el viejo continente sacando ciertas lecciones históricas de los **Discursos** de Maquiavelo, una obra mucho menos conocida que **El Príncipe**.

En sus **Discursos** Maquiavelo se lamenta de que las ciudades-estado del norte de Italia son increíblemente prósperas, con una gran tradición cultural y comercial, pero su división “hace que sean presa de cualquiera que quiera conquistar esta tierra”, en clara referencia a los reinos de Francia, España e Inglaterra que a partir de 1494 participaron como potencias exteriores en las Guerras Italianas. En pleno conflicto, Maquiavelo se da cuenta de que el tamaño importa. Siguiendo sus principios republicanos, Florencia, Milán y Venecia podrían estar mejor gobernadas y conceder más libertad a sus sujetos

que los reinos absolutistas de Francia y España, pero en la guerra la dimensión y movilización de recursos y hombres de estos últimos decantaban la balanza.

En plena era de la globalización, la Unión Europea (UE) se parece mucho a las ciudades-estado italianas de finales del siglo XV. Hay ciertos paralelos históricos. La paz conseguida en 1945 después de la Segunda Guerra Mundial se podría comparar con la Paz de Lodi de 1454, cuando Milán, Nápoles y Florencia dejaron de guerrear y se convirtieron paulatinamente en potencias regionales. De la misma manera, la UE ha conseguido unir a estados que durante siglos estuvieron en guerra en un club regional de 28 países con una renta per cápita media envidiable. Sin embargo, al igual que Florencia y Milán en el siglo XVI, “cada uno de sus miembros es distinto, y tiene su propia capital, lo que dificulta las consultas y la toma de decisiones”.

En definitiva, al igual que en la época de Maquiavelo las pequeñas ciudades-estado italianas, aunque intentasen coordinarse entre ellas, no podían competir con los grandes reinos monárquicos (que pronto se convertirían en estados-nación imperiales) como Francia, España e Inglaterra, de la misma manera hoy a la UE, con su organización confederal, le cuesta mucho competir con las economías de tamaño continental y alta centralización política como pueden ser Estados Unidos de Norteamérica y China, y en menor medida Brasil y la India. Como apuntaba Maquiavelo, cualquier liga de países “está gobernada por un consejo (en el caso de la UE es el Consejo Europeo), lo que hace que su toma de decisiones sea lógicamente más lenta que la de aquellos que pertenecen a un mismo círculo”, es decir, a una única unidad política.

La realidad es que por culpa de sus divisiones internas la UE y sus estados miembros son incapaces de afrontar los grandes desafíos de la globalización. Esto se observa en todos los ámbitos. En lo económico, la respuesta a la crisis financiera global iniciada con la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008 fue lenta y vacilante. Pekín, en cambio, tardó menos de dos meses en lanzar un paquete de estímulo de 4 billones de

yuanes (600 mil millones de dólares, cerca del 15% del Producto Interno Bruto (PIB)) para salvar la economía china, mientras que en Estados Unidos de Norteamérica Bush aprobó 700 mil millones para rescatar la banca y su presidente 800 mil millones para hacer lo mismo con el resto de la economía sin muchos titubeos. Es significativo que Estados Unidos de Norteamérica tardara menos de un año en limpiar las cuentas y recapitalizar sus bancos, mientras que en Europa la misma tarea ha durado cinco años. Entre otras cosas porque la unión monetaria carecía de una unión bancaria.

### **Un club de amigos ricos**

Mientras en lo económico la vulnerabilidad de la UE, y de la zona euro en concreto, ha quedado en evidencia por el hecho de que la posible salida de Grecia, que representa tan solo el 1.3% del PIB de la Unión, amenazara con resquebrajar el proyecto de integración europea en su totalidad —no nos olvidemos de las palabras de la Canciller alemana: “Si el euro se hunde, se hunde Europa” —, en el ámbito de la seguridad y defensa la UE está todavía más indefensa. Los documentos filtrados por Edward Snowden demuestran que Europa (incluida la gran Francia, miembro permanente del Consejo de Seguridad) depende de los servicios de inteligencia de Estados Unidos de Norteamérica para su defensa.

Esto que durante décadas era un secreto a voces entre la comunidad de expertos, ahora simplemente ha salido a la luz pública. Es por eso que los líderes europeos como la canciller alemana y el presidente de Francia han condenado las escuchas, pero lo han hecho con la boca pequeña para no enfadar al país garante de su seguridad. La debilidad estratégica, diplomática y militar de la UE es tal que los servicios secretos estadounidenses tenían micrófonos incluso en el edificio donde se reúne el Consejo Europeo. El ridículo no puede ser mayor.

La falta de un servicio de inteligencia y un ejército europeos hace que la UE parezca un club de amigos ricos que ha dejado su seguridad en manos del primo americano. La

invasión de Crimea por Rusia (por cierto, la primera vez que se han movido las fronteras en el viejo continente desde la Segunda Guerra Mundial) lo demuestra claramente. Si el primer mandatario de Rusia, presidente de una economía continental que aunque esté en declive tiene amplios recursos naturales, humanos y militares, decidiese avanzar con sus blindados hacia Polonia, nadie en Europa tendría la voluntad ni la capacidad de mandar soldados al frente. No es de extrañar que los países del centro y este de Europa cuiden mucho sus relaciones con Washington. Su existencia depende de ello.

La incompetencia europea en defensa y seguridad ha quedado patente en la guerra de Libia, en la que los cazas de Francia y Reino Unido se quedaron sin proyectiles después de unas semanas, y en los últimos atentados terroristas en París, al descubrirse que la coordinación en materia de inteligencia entre Francia y Bélgica (dos países vecinos que comparten la misma moneda) era totalmente inexistente. La falta de unión y efectividad se demuestra en que la UE no tiene una estrategia para el drama de Oriente Medio y ni siquiera la capacidad de distribuir los refugiados que escapan de esa región. En 2015 entraron un millón y medio de refugiados en la Unión. El Consejo acordó que se repartirían 120 mil. Por ahora solo se han reubicado 266. También en lo social la UE está dividida.

Pero quizás donde más se nota que los países europeos de hoy son las ciudades-estado de la época de Maquiavelo es en la relación con China. Al igual que el aventurero veneciano Marco Polo se vio sorprendido por el uso del papel como moneda en la China de la dinastía Song (algo impensable en su Venecia más cosmopolita), durante las últimas décadas muchos europeos pensamos que nuestras economías eran de lo más sofisticado para llegar al Reino del Medio y descubrir que en ciertos ámbitos el avance es mayor allí. Eso mismo, según relata su biógrafo Stefan Kornelius, le ha pasado a la canciller alemana, que en sus 10 años de regencia ha visto cómo la economía china no ha parado de modernizarse, mientras que Europa ha ido de crisis en crisis. Basta hablar con los corresponsales de los medios españoles en Pekín para darse cuenta de que el

salario medio del trabajador europeo se ha estancado, mientras que el del chino no ha parado de subir.

### **El “sorpaso” de China**

Durante mucho tiempo los europeos han mirado por encima del hombro a los chinos. Les daban lecciones de cómo modernizarse económicamente y democratizarse políticamente. Esto ha cambiado desde la crisis del euro. La relación sigue siendo asimétrica, pero ahora se decanta a favor de China gracias a las divisiones europeas. Todos quieren conseguir negocios en China y que el capital chino venga a su país. Lógicamente, Pekín es muy hábil a la hora de explotar esta competencia entre los europeos. La unión hace la fuerza, y los chinos están muy unidos, mientras que los europeos no lo están. Esto penaliza a la hora de negociar y ejercer presión política. Poco a poco los países europeos están abriendo sus mercados al capital chino, mientras que el mercado chino todavía está muy cerrado al capital y los productos europeos.

El poder chino emana del tamaño continental de su mercado. Frente a la fragmentación del mercado único europeo, sobre todo en servicios, la enorme escala de la economía china y su hermetismo son una gran ventaja para Pekín. Esto se ve reflejado en la nueva economía. Entre las 20 mayores empresas de internet hay 13 estadounidenses y 5 chinas. No hay ni una sola europea. El tener 1 mil 300 millones de habitantes que puedan comunicarse en una misma lengua, sobre todo por escrito, es una gran ventaja. Es por eso que surgen gigantes como Alibaba, la plataforma de comercio online, o el buscador Baidu. En China hay ahora mismo una explosión de *start ups* relacionadas con internet y las nuevas tecnologías. En Europa, en cambio, la fragmentación en la regulación, las diferentes lenguas y el miedo al riesgo son obstáculos para el emprendimiento y la innovación.

## **La dispersión europea**

El tamaño importa, y mucho. Incluso Alemania, el país europeo que más se ha beneficiado del mayor poder de consumo de China, se está dando cuenta de que sola no puede lidiar con el gigante asiático. Necesita toda la fuerza de la Unión para no ser zarandeada por Pekín. Lo lamentable es que este proceso de coordinación de la política exterior europea frente al desafío chino solo acaba de empezar. Para muestra, un botón. No hace mucho el Banco Central Europeo, quizás la institución europea con más recursos humanos y técnicos y mayor reputación internacional, convocó la primera reunión de expertos en China del eurosistema de bancos centrales. Es decir, hasta hace muy poco, como en las ciudades-estado italianas, cada capital se guardaba su información y no la compartía. Lógico que China y Estados Unidos de Norteamérica saquen ventaja: el conocimiento europeo está fragmentado y disperso, mientras que el suyo está centralizado.

El problema no se queda ahí. El conocimiento no está solo fragmentado geográficamente, también lo está por áreas del saber. En las administraciones europeas, tanto en las capitales como en Bruselas, rara vez los expertos en política exterior se juntan con los expertos en economía. Esta división ya viene de las universidades, donde los alumnos de políticas y económicas pocas veces se relacionan. Esto es muy diferente en Estados Unidos de Norteamérica y Reino Unido, donde proliferan los grados y másteres con una formación más multidisciplinar y holística como es la economía política internacional. Siempre se ha dicho que los países que no estudian la economía política internacional no tienen poder en el mundo. Debe ser cierto, porque en Europa solo lo hacen Reino Unido y Alemania mientras que en China empieza a haber gran interés. El caso es que, en Estados Unidos de Norteamérica, en el Pentágono y en el Tesoro hay muchos politólogos y en el Departamento de Estado no faltan economistas. Eso no suele pasar en Europa. Quizás es por eso que aquí falta una visión estratégica del mundo.

Resumiendo, no nos llevemos a engaño. Muchas veces pensamos que Europa es un continente sofisticado. Culturalmente eso sigue siendo cierto, pero económicamente la falta de dinamismo es evidente. El tamaño importa y en la era de la globalización va a ser cada vez más difícil poder competir con economías continentales. En muchos casos Europa se parece más a una región en vías de desarrollo. Su fragmentación política, económica, militar y en el conocimiento así lo atestigua. ¿Quiere esto decir que el declive es irremediable? No necesariamente. La historia de Italia nos demuestra que al final la unión entre las ciudades-estado fue posible y que 500 años más tarde Italia sigue siendo una de las sociedades más ricas del mundo, pese a su estancamiento. Si algo saben las sociedades europeas es manejar su declive. Eso sí, para ello han tenido que adaptarse a los tiempos y superar parroquialismos absurdos. Esperemos que esta lección de Maquiavelo no se nos olvide.

**Fuente de información:**

<http://www.realinstitutoelcano.org/wps/wcm/connect/5c4c36804b5b1be6aa87bbeaa369edc/OteroIglesias-el-declive-de-Europa-una-vision-maquiavelica.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=5c4c36804b5b1be6aa87bbeaa369edc>

**Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe (CEPAL)**

El 17 de diciembre de 2015, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) presentó el documento “Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe”, para el presente informe se presentan los Capítulos: I Tendencias de la economía mundial, II El sector externo, III La actividad económica, IV Los precios internos, VI Las políticas macroeconómicas y VII Riesgos y perspectivas para 2016.



## Resumen Ejecutivo

### A. Tendencias de la economía mundial

La economía mundial continúa mostrando bajos ritmos de crecimiento, tendencia que persistiría en el mediano plazo. En 2015, el crecimiento de la economía mundial fue del 2.4%, levemente inferior al registrado en 2014, que fue del 2.6%. Para 2016 se espera una leve aceleración del crecimiento mundial, que alcanzaría una tasa cercana al 2.9 por ciento.

La dinámica del crecimiento durante 2015 estuvo marcada por una desaceleración de las economías emergentes —cuya expansión pasó de un 4.3% en 2014 a un 3.8% en 2015—, en particular de China, que por primera vez desde 1990 exhibió un crecimiento inferior al 7% (en torno a un 6.8%). Dicha evolución contrasta con la dinámica de crecimiento de la India, que ha venido mostrando una persistente alza desde 2013 y que alcanzó una tasa del 7.2% en 2015. Por su parte, la expansión en los países desarrollados, si bien todavía presenta tasas muy inferiores a las del mundo en desarrollo, se incrementó desde un 1.7% en 2014 a un 1.9% en 2015. Para 2016 se espera que las tasas de crecimiento de las economías emergentes aumenten, alcanzando los niveles de 2014, de un 4.3%. Por su parte, las tasas de crecimiento de los países desarrollados se incrementarían hasta un 2.2 por ciento.

Las proyecciones del crecimiento mundial para 2016 son muy sensibles a la trayectoria de la expansión de la economía china, que ha venido presentado una significativa desaceleración. En un marco de crecientes incertidumbres derivadas de la volatilidad financiera de China, conjuntamente con el cambio de su estrategia de crecimiento, de uno basado en la inversión a uno basado en el consumo, se estima que su crecimiento se desacelerará hasta una tasa cercana al 6.4%. Si la desaceleración en China es mayor, cabría esperar menores tasas de crecimiento en 2016.

El comercio mundial, por su parte, muestra tasas de crecimiento aún menores que las de la economía global. En los primeros nueve meses de 2015, el volumen de comercio creció solo un 1.5% respecto de igual período del año anterior, porcentaje que representa la tasa de crecimiento más baja del período posterior a la crisis financiera internacional de 2008 y 2009. Para 2016 se espera un aumento moderado del crecimiento del volumen del comercio mundial, que alcanzaría una tasa cercana al 2.5 por ciento.

La trayectoria de los precios de las materias primas, un factor muy relevante para las economías de la región, ha continuado a la baja en 2015, y para 2016 no se esperan cambios significativos. Entre enero de 2011 y octubre de 2015, la caída de los precios de los metales y de la energía (petróleo, gas y carbón) fue cercana al 50%, mientras que los precios de los alimentos disminuyeron un 30% en el mismo período. Durante 2015, el precio de los productos energéticos es el que muestra una mayor caída, del 24% hasta octubre, mientras que el precio de los metales disminuyó un 21% y el de los productos agrícolas un 10 por ciento.

La evolución de los precios de las materias primas refleja cambios en las condiciones de oferta y de demanda (fuertemente determinada por el crecimiento de China), así como los efectos de la volatilidad y la especulación financiera sobre los precios de estos bienes, debido a su creciente papel como activos financieros.

En el ámbito de los mercados financieros, se observó en 2015 un aumento de la volatilidad, durante el primer semestre por los problemas en Grecia y durante el segundo semestre por los acontecimientos en China. Como consecuencia de la mayor volatilidad financiera, en conjunto con un aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos de Norteamérica, se prevé una menor liquidez global y un gradual aumento del costo de los recursos financieros en los mercados internacionales.

Durante 2015, las economías emergentes se han visto afectadas por una menor disponibilidad de flujos financieros, dadas la incertidumbre y la volatilidad que prevalecieron, en mayor o menor medida, a lo largo de todo el año. El monto total anual de los flujos dirigidos hacia las economías emergentes, acumulado hasta octubre de 2015, fue un 65% menor que el registrado en octubre de 2014.

Para 2016, no es de esperar un repunte de los flujos de financiamiento disponible para los mercados emergentes, debido a la menor liquidez global que estará disponible tras la normalización de las condiciones monetarias en los Estados Unidos de Norteamérica y a la permanencia de cierta aversión al riesgo producto de la incertidumbre imperante en varios frentes.

## **B. El sector externo**

Los precios de los productos básicos que exporta la región continuaron disminuyendo en el segundo semestre de 2015, lo que afectó significativamente los términos de intercambio. Para la región en su conjunto, se estima que los términos de intercambio se deterioraron un 9% durante el año. Para los países centroamericanos y caribeños (excluido Trinidad y Tobago), los términos de intercambio mejoraron un 5 y un 2% en 2015, respectivamente, mientras que para América del Sur cayeron un 13%. Las mayores pérdidas tuvieron lugar en los países exportadores de hidrocarburos (27%). Se espera que en 2016 la variación de los términos de intercambio sea nuevamente negativa para América Latina en su conjunto, aunque el deterioro sería de mucho menor magnitud que en 2015.

A pesar del deterioro de la balanza comercial, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos disminuyó en términos nominales, al pasar de 175 mil a 169 mil millones de dólares. Sin embargo, esta mejora nominal no se reflejó en términos del PIB, que medido en dólares cayó de manera significativa. Por ello, el déficit en la cuenta

corriente de la balanza de pagos como porcentaje del PIB se incrementó levemente en 2015, alcanzando un 3.5 por ciento.

Entre los componentes de la cuenta corriente destaca la balanza de bienes, que mostró un marcado deterioro, ya que su déficit pasó de 4 mil millones de dólares en 2014 a 38 mil 200 millones de dólares en 2015. Se trata del segundo año consecutivo en que esta cuenta resulta deficitaria, una situación que no se observaba desde 2001. Esta evolución negativa del saldo de bienes en 2015 fue producto de una fuerte caída del valor de las exportaciones de la región (14%), en conjunto con una disminución del valor de las importaciones (10%) cuya magnitud absoluta no alcanzó a compensar la reducción de las exportaciones. La disminución del valor de las exportaciones se explica fundamentalmente por la caída de sus precios, que fue de un 15% en el caso de América Latina. A su vez, la disminución del valor de las importaciones fue resultado de una baja de los precios de un 7%, que correspondió principalmente a los productos energéticos, y una disminución de los volúmenes del 3%, debido al moderado nivel de actividad de varias economías de la región.

Durante 2015, el flujo neto de recursos financieros recibidos alcanzó un 2.8% del PIB y no fue suficiente para cubrir por completo el déficit en cuenta corriente, de modo que la región en su conjunto utilizó reservas internacionales por un monto equivalente al 0.7% del PIB para cubrir ese déficit.

La inversión extranjera directa en 2015 cayó un 22% respecto de la efectuada en 2014 y alcanzaría un total de 107 mil millones de dólares al término del año. Los ingresos netos de capitales de cartera hacia la región —que corresponden principalmente a inversiones en títulos de deuda y acciones— también se redujeron de forma significativa con respecto a 2014. Ese año, estos flujos alcanzaron algo más de 115 mil millones de dólares y en 2015 podrían llegar a un total de 70 mil millones de dólares, lo que representa una caída del 40 por ciento.

Las emisiones de deuda de América Latina y el Caribe en los mercados internacionales mostraron una caída muy marcada en 2015, situación que se agudizó en la segunda mitad del año. En el tercer trimestre, las emisiones de deuda sumaron solamente 10 mil millones de dólares, monto un 63% inferior al de igual período de 2014 y que representa el nivel trimestral más bajo desde junio de 2009, cuando se estaba en plena crisis financiera internacional. Si se consideran las emisiones de deuda acumuladas en 12 meses por sectores, las caídas interanuales que se observan a noviembre son de un 75% para los bancos, un 48% para el sector privado, un 46% para el sector cuasisoberano, un 13% para el soberano y un 7% para el supranacional.

La percepción del riesgo soberano de la región, en promedio, creció levemente en 2015. Según el índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG), el nivel de riesgo soberano medio de la región aumentó 53 puntos básicos entre enero y noviembre de 2015, alcanzado los 561 puntos básicos.

### **C. La actividad económica**

En 2015, el Producto Interno Bruto (PIB) de América Latina y el Caribe se contrajo un 0.4%, lo que se tradujo en una reducción del 1.5% del PIB por habitante de la región. Este resultado corresponde a la tasa de expansión más baja registrada desde 2009. Al igual que en 2014, se observan diferencias muy significativas en la evolución de la actividad económica entre subregiones y también entre países. La contracción de la actividad económica regional fue consecuencia del menor dinamismo exhibido por las economías de América del Sur, que pasaron de una expansión promedio del 0.6% en 2014 a una caída del 1.6% en 2015. A su vez, este resultado subregional estuvo muy influenciado por el crecimiento negativo registrado en Brasil y en la República Bolivariana de Venezuela.

Por su parte, las economías de Centroamérica mantuvieron su ritmo de expansión en 2015 y se espera un crecimiento del 4.4% para el año. Cuando se incluye a México, el

promedio del crecimiento de este grupo de países llega al 2.9%. En las economías del Caribe de habla inglesa y holandesa, se observó una leve aceleración del crecimiento, que pasó del 0.7% en 2014 al 1.0% en 2015.

Al igual que en los años recientes, la demanda interna mostró una importante desaceleración, marcada por la caída de la inversión y el consumo. En términos regionales, en 2015, la demanda interna disminuyó un 0.7%, con una contracción del consumo privado (0.3%) y de la formación bruta de capital fijo (4.2%) y un bajo aumento del consumo público (0.7%).

Tal como ocurre con la actividad económica en su conjunto, los distintos componentes de la demanda agregada también mostraron en 2015 una dinámica bien diferenciada entre subregiones. Así, el consumo privado en América del Sur se redujo un 1.6% respecto a 2014, mientras que en Centroamérica creció un 4.6%. Una situación similar ocurrió con el consumo público, cuyo crecimiento se estancó en un 0.1% en América del Sur y aumentó un 4.4% en Centroamérica. Por su parte, la formación bruta de capital fijo se redujo un 7.2% en América del Sur, mientras que en Centroamérica aumentó un 7 por ciento.

Es importante señalar que la contracción de la formación bruta de capital fijo se inició en 2014 y ya se prolonga por cinco trimestres consecutivos. Esto se ha traducido en una reducción de 1.5 puntos porcentuales de su participación en el PIB, que en 2015 fue del 20%, en comparación con un 21.5% en 2013, incluso suponiendo una leve recuperación en los dos últimos trimestres de 2015.

La falta de dinamismo de la demanda interna se reflejó en una caída de las importaciones reales de bienes y servicios, que fue del 1.1%, como consecuencia de la disminución del consumo y del lento dinamismo de la inversión en la región en su conjunto. Por su parte, las exportaciones reales de bienes y servicios anotaron un alza del 2.5%. Dada la mayor desaceleración de las importaciones reales regionales con

respecto al año anterior, la contribución de las exportaciones netas al crecimiento fue levemente superior que en 2014.

Otro elemento distintivo de la dinámica de la desaceleración regional es su composición sectorial. Si bien todos los sectores se han desacelerado, la construcción, la manufactura y el sector de electricidad, gas y agua, en conjunto, presentan en 2015, una contracción del 1.8%, que se suma a la caída del 0.3% registrada en 2014; en tanto, la actividad de los sectores primario y de servicios aumentó un 1.7 y un 0.5%, respectivamente. Así, la industria de transformación realizó en 2015, una contribución negativa al crecimiento del valor agregado, de 0.43 puntos porcentuales, de los cuales 0.34 puntos porcentuales corresponden solo a la industria manufacturera. Por su parte, el sector de servicios sigue haciendo la principal contribución al crecimiento del valor agregado, con 0.38 puntos porcentuales, en tanto que el aporte del sector primario se mantiene estable, con 0.12 puntos porcentuales en 2015.

A nivel subregional, se observa que en Centroamérica la actividad de los sectores de servicios y de construcción, manufactura y electricidad, gas y agua se incrementó en 2015 un 0.6%, mientras que en América del Sur se contrajo, registrando una tasa negativa, del 0.3%. La industria manufacturera mostró el peor desempeño en América del Sur, con una disminución del 4.2% respecto de 2014, como resultado de tasas de crecimiento negativas o cercanas a cero en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela (República Bolivariana de).

#### **D. El empleo**

Durante 2015, la desaceleración económica ha tenido un impacto mayor sobre la dinámica del empleo que el observado en 2014. En 2015, se frenó la caída de la tasa de participación y, como resultado de la mayor entrada de personas al mercado de trabajo, en un contexto de baja demanda laboral, se produjo un incremento del desempleo abierto y del subempleo por horas, junto con un deterioro de la calidad del empleo. Una

proporción creciente del empleo surgió en actividades de baja productividad, en particular en el trabajo por cuenta propia, mientras que la creación de empleo asalariado fue débil. En consecuencia, la productividad laboral media sufrió un marcado descenso.

Al igual que la dinámica del crecimiento, el desempeño laboral durante 2015 ha sido heterogéneo entre los países de la región. A pesar de que el promedio ponderado regional muestra un aumento de la tasa de desempleo, en la mayoría de los países las tasas de ocupación y de desempleo todavía no presentan signos de empeoramiento. Sin embargo, se observa una creciente tendencia a un deterioro de las condiciones del mercado laboral a lo largo del año.

En este contexto, se estima para 2015 un aumento de la tasa de desempleo, que alcanzaría el 6.6% y sería equivalente a un incremento estimado del número de desocupados urbanos de alrededor de 1.5 millones de personas, de modo que dicho desempleo llegaría a un total de 14.7 millones. El empleo asalariado creció un 0.4%, porcentaje muy inferior al 0.8% registrado en 2014. El trabajo no asalariado por cuenta propia aumentó un 2.8% en el primer semestre de 2015, lo que se traduce en un deterioro de la calidad del empleo medio.

En lo que respecta a la dinámica del salario real, como promedio de la región este muestra en 2015 un leve aumento del 1.2%, menor que el observado en 2014, si bien su comportamiento es muy heterogéneo entre países. La heterogeneidad del comportamiento del salario real refleja principalmente las diferentes trayectorias de la inflación en los países.



## **E. Las políticas**

### **1. La política fiscal**

Durante 2015, ante el aumento de las tensiones fiscales —por primera vez desde 2009 todos los países de América Latina presentan déficit fiscales—, la mayoría de los países de la región han iniciado un proceso de consolidación de sus finanzas públicas. A nivel de los gobiernos centrales, el balance fiscal alcanzaría un promedio de déficit primario del 1% del PIB, y el resultado global (incluido el pago de los intereses de la deuda pública) registraría un déficit del 3% del PIB.

La heterogeneidad del desempeño macroeconómico de los países, así como los distintos tipos de especialización productiva, se refleja en una diversidad de situaciones fiscales. Los países exportadores de materias primas muestran una significativa caída de los ingresos fiscales, afectados por menores precios de los productos básicos de exportación, que ha sido compensada por aumentos de los ingresos tributarios y por ajustes proporcionales en los niveles de gasto público en varios de estos países.

En el caso del Caribe y Centroamérica, las finanzas públicas se han beneficiado de un significativo doble choque fiscal positivo, proveniente de un crecimiento bastante vigoroso y una factura petrolera reducida.

A pesar de las mayores presiones de los déficit públicos, la deuda pública de América Latina aumentó levemente, hasta un promedio del 34.3% del PIB en 2015, un nivel que sigue siendo comparativamente bajo. La tendencia alcista ha sido fuerte en Brasil, país en que el peso de la deuda pública aumentó 7 puntos porcentuales del PIB durante el año, lo que se atribuye, en el actual contexto recesivo, a la agudización del déficit fiscal y a las altas tasas de interés pagadas por los títulos públicos. En los países del Caribe, la deuda ha tenido una trayectoria ascendente en el último quinquenio, alcanzando un

valor promedio cercano al 80% del PIB, siendo Jamaica el país que presenta la mayor deuda pública, equivalente a un 131% del PIB.

Como reflejo de la consolidación fiscal, el gasto público agregado ha caído en términos del PIB, especialmente los gastos de capital, en los que se observa una reducción promedio de 0.4 puntos porcentuales del PIB, que contrasta con los aumentos significativos que tuvieron lugar en 2014. Por otra parte, si bien los promedios no resultan tan afectados, se registra un aumento sustancial en el servicio de la deuda pública en varios países. En Brasil, casi la totalidad del aumento del gasto público en 2015 equivale al alza del pago de intereses (2.7 puntos porcentuales del PIB). En varios países (como Costa Rica y la República Dominicana), dicho gasto sobrepasa el 15% de participación.

También se observa una moderación del promedio de crecimiento del gasto corriente primario, luego de varios años de continuo aumento como porcentaje del PIB. Se produjo una fuerte caída en los países exportadores de hidrocarburos (1.1 puntos del PIB), que contrasta con un aumento relevante en los países exportadores de alimentos. En el Caribe, destaca un aumento de 0.6 puntos del PIB del gasto corriente primario, sobre todo en las Bahamas, Barbados, Guyana y Trinidad y Tobago.

Por su parte, los ingresos fiscales registraron, en promedio, un leve deterioro en 2015, principalmente como resultado de la caída de los ingresos provenientes de recursos naturales no renovables. El desplome del precio internacional de estos productos afectó negativamente las cuentas públicas de los países exportadores. Sin embargo, la caída de estos ingresos fue contrarrestada en parte en varios países por aumentos de los ingresos tributarios. En promedio, América Latina logró aumentar su presión tributaria 0.2 puntos porcentuales del PIB en 2015.

En el caso de Centroamérica se destaca la estabilidad relativa de los ingresos fiscales, mientras que en los países del Caribe estos ingresos aumentaron levemente.

## **2. Las políticas cambiaria y monetaria y los precios**

La inflación en los países de la región alcanzó un nivel similar al observado en 2014, mostrando patrones bien diferenciados entre las economías del norte y del sur, así como marcadas diferencias entre el primer y el segundo semestre del año. Durante los primeros diez meses de 2015, la inflación en América Latina y el Caribe acumuló una variación del 6.6% y fue ligeramente superior a la registrada en el mismo período de 2014 (6.5%) y al cierre de ese año (6.3%). En los primeros cinco meses de 2015, la inflación regional fue de un 6.0%, de modo que mostró una desaceleración respecto del nivel observado a finales de 2014 (6.3%). En el segundo semestre, esta situación se revirtió y el crecimiento de los precios se aceleró, recogiendo los efectos de las fuertes depreciaciones que registraron algunas de las monedas de la región.

En los casos de Centroamérica y México y del Caribe de habla inglesa u holandesa, la tendencia a la desaceleración que ha venido mostrando la inflación desde 2013 se acentuó en 2015; como resultado, la inflación de la subregión conformada por la economías de Centroamérica y México (acumulada en 12 meses hasta octubre) pasó del 4.3% en 2014 al 2.7% en 2015. En las economías de América del Sur, en cambio, la inflación siguió acelerándose, de modo que el dato (acumulado en 12 meses hasta octubre) pasó del 7.6% en 2014 al 8.5% en 2015.

Los cambios que han tenido lugar en el contexto internacional, como la caída de los precios de los bienes primarios y el aumento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, junto con la dinámica de los precios internos, han afectado el espacio de política con que cuentan los bancos centrales y, por tanto, su accionar. En las economías de América del Sur que siguen esquemas de metas de inflación, los bancos centrales incrementaron la tasa de referencia de política monetaria durante 2015, en especial en el segundo semestre. En México, la trayectoria descendente de la

inflación ha permitido a las autoridades mantener inalterada la tasa de referencia de la política monetaria.

En lo que respecta a los bancos centrales de la región que emplean agregados monetarios como principal instrumento de política, pareciera que la prioridad sigue siendo estimular la demanda agregada interna, dado que la base monetaria ha crecido a tasas superiores a las observadas en 2014. Sin embargo, no todos los países han logrado evitar una desaceleración de la oferta monetaria, lo que no se condice con los esfuerzos por expandir la base monetaria.

En general, las tasas de interés activas medias se han mantenido bastante estables, a pesar de los cambios registrados en los instrumentos de política. Por su parte, el crédito otorgado al sector privado da cuenta de una desaceleración en las economías de Centroamérica y en las que siguen un esquema de metas de inflación. En las economías del Caribe de habla inglesa y holandesa, se observa una pequeña contracción del crédito en el tercer trimestre de 2015. Por su parte, en las economías de América del Sur que usan agregados monetarios como instrumento (que constituyen la excepción) se aceleró el ritmo de crecimiento del crédito durante 2015. Cabe destacar la significativa desaceleración que registra el crédito destinado a los sectores industriales, mientras que el crédito dirigido al consumo es el que tiende a mostrar las mayores tasas de crecimiento.

Las condiciones prevalecientes en los mercados financieros se han traducido en una depreciación de las monedas de aquellos países de la región que tienen tipos de cambio flexibles. Así, el real brasileño se depreció respecto del dólar un 41% en los primeros 11 meses de 2015 en comparación con el mismo período de 2014, mientras que el peso colombiano se depreció un 36.9%, el peso mexicano un 19.4%, el peso chileno un 14.6% y el nuevo sol peruano un 12%. La magnitud de las depreciaciones nominales ha redundado en muchos países en una depreciación del tipo de cambio real.

En los primeros diez meses de 2015, las reservas internacionales de América Latina y el Caribe registraron una contracción del 3.8%, la mayor desde el inicio del superciclo de los bienes primarios en 2003. Las reservas se redujeron en 22 economías de la región, y en 13 de estos casos las disminuciones fueron superiores al 5%. Las economías que registraron las mayores pérdidas de reservas fueron Argentina (14.2%), Ecuador (16.2%), Haití (25.1%), Suriname (36.3%) y Venezuela (República Bolivariana de) (31.8%). Al mismo tiempo, las reservas se incrementaron en diez economías de la región, siendo los aumentos más significativos los observados en Costa Rica (9.7%), Jamaica (17.1%) y Santa Lucía (31.3%). Las cinco economías que mantienen los niveles de reservas más elevados de la región registraron pérdidas, entre las que destacan las de Chile (4.6%) y México (7.0%).

#### **F. Perspectivas y desafíos para 2016**

En 2016, la región enfrentará diversos escenarios y riesgos de la economía mundial, que sin duda condicionarán el desenvolvimiento de la actividad económica. Como ya se mencionó, las proyecciones del crecimiento mundial para los próximos años muestran bajas tasas de expansión, apoyadas por la lenta, pero sostenida, recuperación de las economías desarrolladas. Sin embargo, aún persisten serios riesgos que podrían poner en duda esta trayectoria. Más allá de las dificultades en la zona del euro, cabe destacar las crecientes incertidumbres en las proyecciones sobre el desempeño futuro de China y, en general, de las economías emergentes. En el caso de China, los escenarios más probables apuntan a que continúe la desaceleración de la economía y en las visiones optimistas se prevé un crecimiento cercano al 6.4% en 2016. La dinámica de las economías emergentes nubla el panorama sobre el desempeño futuro de la demanda agregada externa que enfrentarán los países de América Latina y el Caribe. A las incertidumbres sobre la expansión de la economía mundial, se debe sumar el bajo crecimiento del comercio mundial, que ya en 2015 fue del 1.5%, la tasa más baja registrada después de la crisis financiera internacional del período 2008-2009. Para

2016, se espera que el volumen del comercio mundial crezca a tasas cercanas al 2.5%, aún por debajo del crecimiento mundial.

Las repercusiones del lento crecimiento de la demanda agregada mundial, así como los condicionantes desde el lado de la oferta, anticipan que no cabe esperar una recuperación de los precios de las materias primas, de modo que es previsible que estos se mantengan en torno a los valores registrados a finales de 2015. En este contexto, se espera que en 2016 la variación de los términos de intercambio sea nuevamente negativa para América Latina y el Caribe en su conjunto, aunque el deterioro sería de menor magnitud que en 2015.

En el ámbito de los mercados financieros, se espera que durante 2016 se tornen más complejas las condiciones observadas en 2015, período en que las economías emergentes se vieron afectadas por una menor disponibilidad de flujos financieros, debido a la incertidumbre y la volatilidad que prevalecieron, en mayor o menor medida, durante todo el año, junto con una menor liquidez global y un gradual aumento del costo de los recursos financieros en los mercados internacionales. En este contexto, no cabe esperar un repunte de los flujos de financiamiento disponibles para los mercados emergentes, que ya en 2015 cayeron respecto a 2014. Las turbulencias de los mercados financieros internacionales se relacionan con los efectos de la eventual normalización de la política monetaria de los Estados Unidos de Norteamérica y la tendencia al fortalecimiento del dólar.

Tal como se ha observado en años anteriores, la evolución de la economía mundial sigue teniendo efectos muy diferenciados en los distintos países y subregiones de América Latina y el Caribe, lo que contribuye a acentuar las diferencias subregionales en función de la orientación productiva y comercial de las economías. En un contexto externo complejo y sujeto a diversos riesgos, para 2016 se espera que la economía de

la región —a diferencia de lo ocurrido en 2015, cuando mostró una contracción del 0.4%— presente un leve crecimiento positivo, del 0.2 por ciento.

Se estima que Centroamérica, incluidos el Caribe de habla hispana y Haití, crecerá en 2016 en torno al 4.3%. Si se incluye a México, cuyo crecimiento esperado es del 2.6%, el promedio llega al 3.0%. Para América del Sur, se espera en 2016 un crecimiento negativo, del 0.8%, explicado fundamentalmente por las contracciones en Brasil (2.0%) y en la República Bolivariana de Venezuela (7.0%), en tanto que la economía del Caribe de habla inglesa crecerá a una tasa del 1.6 por ciento.

En 2015, la demanda interna mostró una significativa desaceleración, en especial el consumo privado y la inversión, situación que probablemente se mantenga durante 2016, acarreado importantes riesgos sobre la capacidad de crecer en el futuro.

Dinamizar el crecimiento económico de la región plantea amplios desafíos para los países. Junto con revertir el ciclo contractivo de la inversión, que se viene produciendo desde 2014, los países deben ser capaces de aumentar su productividad, que también se ha visto fuertemente rezagada en comparación con la de otras regiones y países desarrollados. La capacidad de mejora de la productividad se ha visto mermada no solo por la caída de la inversión, sino también por el debilitamiento de los sectores industriales y manufactureros de la región durante los últimos años. Este debilitamiento ha estado acompañado por un creciente deterioro de los mercados laborales, en los que se observa un gradual aumento de la ocupación en sectores informales y de baja productividad. En un contexto de bajo crecimiento, la región debe, además, defender los avances sociales logrados en los últimos años.

En un marco de menores ingresos fiscales, que han redundando en un proceso de consolidación de las cuentas públicas, se torna aún más indispensable avanzar en reglas fiscales que prioricen los gastos de capital. Como ya lo ha planteado la CEPAL, el diseño de esquemas anticíclicos eficientes de protección de la inversión es sumamente

importante para enfrentar la volatilidad macroeconómica de la región. Para minimizar los costos de ajuste e impulsar las expectativas de crecimiento potencial y de estabilidad futura, los esquemas que complementan las políticas anticíclicas con la protección (y el estímulo) de las inversiones en la fase baja del ciclo pueden ser mucho más efectivos que las reglas fiscales basadas solamente en metas de gasto o déficit.

## Capítulo I Tendencias de la economía mundial

**En 2015, el crecimiento de la economía mundial fue del 2.4%, dos décimas menor que el de 2014, y para 2016 se espera una aceleración hasta el 2.9%, sustentada por los países desarrollados y en desarrollo, con la excepción de China**

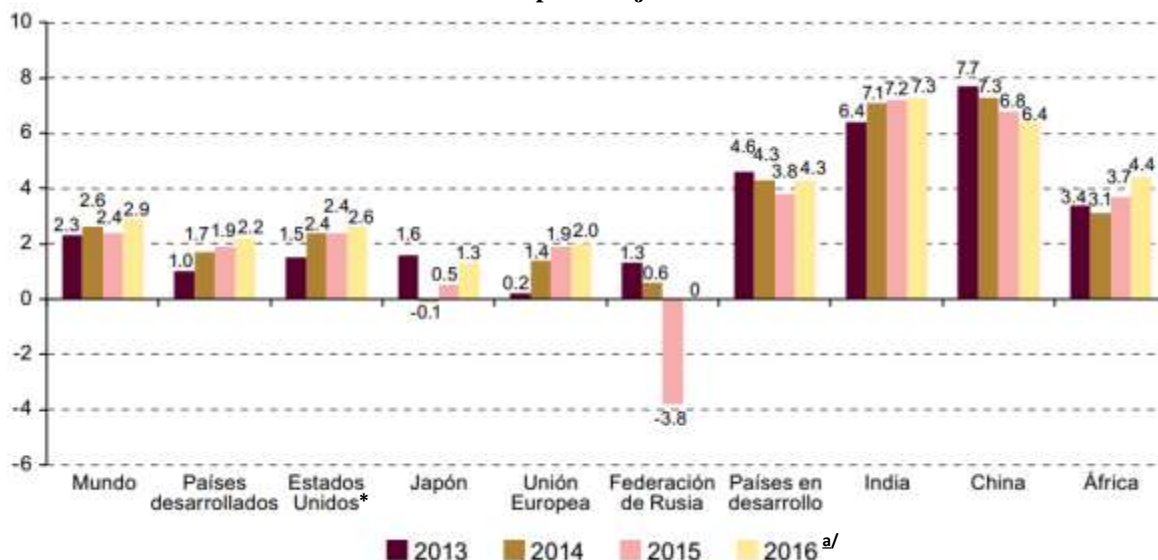
En 2015, el crecimiento de la economía mundial presentó una desaceleración de 0.2 puntos porcentuales, pasando de un 2.6% en 2014 a un 2.4% en 2015. Detrás de este resultado estuvo la desaceleración de las economías en desarrollo —cuyo crecimiento disminuyó de un 4.3% en 2014 a un 3.8% en 2015— y en particular de China, que por primera vez desde 1990 exhibió una expansión por debajo del 7% (creció un 6.8% en 2015).

Los países desarrollados, por el contrario, si bien todavía presentan tasas muy inferiores a las del mundo en desarrollo, han venido mostrando una aceleración en los últimos años y su ritmo de crecimiento aumentó de un 1.7% en 2014 a un 1.9% en 2015.

Las proyecciones para 2016, aunque señalan un desempeño mejor que el de 2015, se han venido revisando a la baja. Se espera para ese año que la tasa de crecimiento mundial se acelere 0.5 puntos porcentuales, llegando a un 2.9%, como resultado de una aceleración en ambos grupos de países, desarrollados y en desarrollo. En los países desarrollados, la tasa de crecimiento aumentaría tres décimas, hasta un 2.2%, y en los países en desarrollo cinco décimas, hasta un 4.3%. Destaca naturalmente el caso de China, cuya economía evoluciona en sentido contrario a la del resto de las subregiones, estimándose que se desacelerará hasta un 6.4% (véase la gráfica siguiente).



**REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS: CRECIMIENTO DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO, 2013-2016**  
-En porcentajes-



\* Estados Unidos de Norteamérica.

<sup>a/</sup> Las cifras de 2016 corresponden a proyecciones.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Naciones Unidas, *World Economic Situation and Prospects*, 2016, Nueva York, diciembre de 2015.

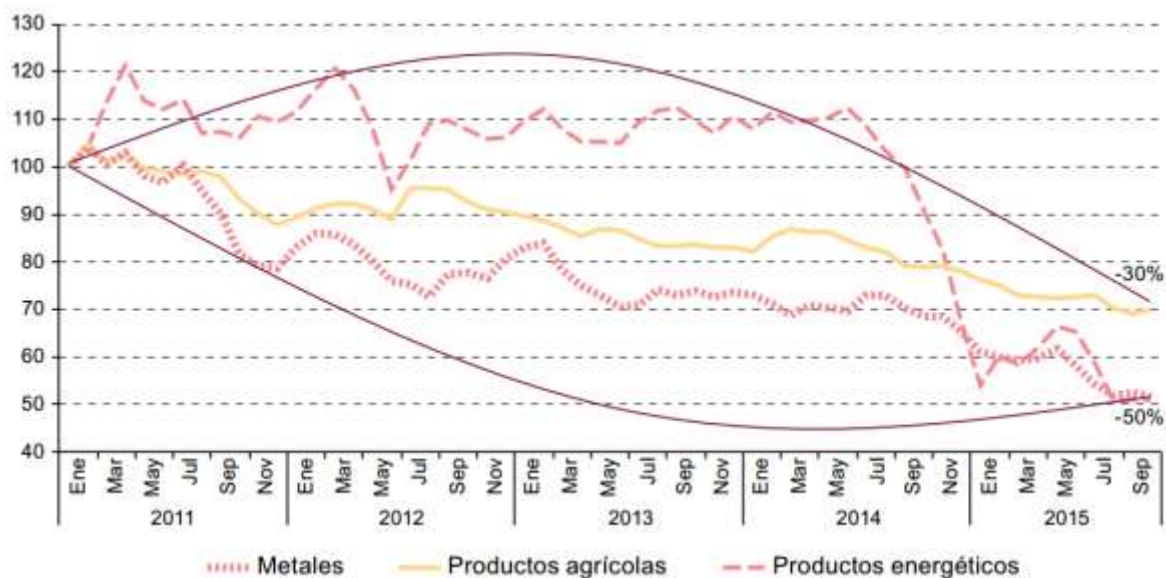
### Los precios de los productos básicos cayeron fuertemente en 2015 y no se espera que en 2016 se recuperen en forma significativa

La recuperación de los precios de los productos básicos, que se había insinuado en el segundo trimestre de 2015, no fue duradera. A partir de julio, los precios comenzaron a caer nuevamente de manera significativa. Influyó, sin duda, la incertidumbre respecto a la situación de China, que se discutirá más adelante y que tuvo sus puntos más álgidos en junio, con el comienzo del derrumbe de la bolsa de valores, y en agosto, con la repentina devaluación de la moneda de ese país.

Por cinco años consecutivos, desde inicios de 2011, los precios de los metales y de los productos agrícolas han venido mostrando una tendencia a la baja. Después de haber disminuido un 11 y un 6%, respectivamente, en 2014, su caída se intensificó en 2015, en especial la de los metales, que fue del 21%, mientras que los precios de los productos agrícolas cayeron un 10 por ciento.

Las caídas acumuladas entre enero de 2011 y octubre de 2015 son de casi un 50% en el caso de los metales y de un 30% en el caso de los productos agrícolas. El grupo de los productos energéticos (compuesto por petróleo, gas natural y carbón) es el que muestra la mayor caída dentro de los productos básicos en 2015: entre enero y octubre su precio disminuyó un 24%. A su vez, su baja acumulada entre enero de 2011 y octubre de 2015 es de casi un 50%, igual que la de los metales (véase la gráfica siguiente). Dentro de este grupo, el petróleo crudo es el rubro que presenta el peor desempeño; su precio acumula una caída del 57% entre enero de 2011 y fines de noviembre de 2015, alcanzando niveles que no se observaban desde la crisis mundial del período 2008-2009.

**ÍNDICES DE PRECIOS INTERNACIONALES DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS, ENERO DE 2011 A OCTUBRE DE 2015**  
-Base enero de 2011=100-



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Banco Mundial, *Commodity Price Data (Pink Sheet)*.

Este ciclo a la baja de los precios de los productos básicos, como se ha comentado en reiteradas ocasiones, obedece a varios factores. Por un lado, se debe a un aumento de la oferta a nivel mundial, como resultado de las mayores inversiones que se realizaron en los sectores de los recursos naturales durante el período de auge de los precios de la

última década. Por otro lado, obedece al menor dinamismo de la demanda de estos productos, vinculado principalmente a la desaceleración del crecimiento de la economía china. El cambio en la estrategia de crecimiento de China, desde un modelo basado fundamentalmente en la inversión —intensiva en productos básicos— hacia un modelo basado en el consumo interno y los servicios, redundará a su vez en una menor demanda de materias primas, especialmente industriales, como los metales y los productos energéticos. En este sentido, si bien el proceso de rebalanceo de la demanda hacia el consumo ha progresado aún lentamente, no cabe esperar un gran dinamismo de la demanda china por estos productos en el futuro.

En los últimos años, se agrega, además, otro elemento que es necesario considerar en el comportamiento de los precios de los productos básicos. Es el hecho de que, debido al creciente papel de estos productos como activos financieros, sus precios responden también a expectativas de condiciones futuras de mercado y a factores especulativos difíciles de pronosticar.

Para 2016, diversos factores hacen prever que la recuperación de los precios de los productos básicos será leve y que, en consecuencia, las variaciones anuales de precios respecto de los promedios de 2015 continuarán siendo negativas.

En el mercado del petróleo, los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) aumentaron su cuota de producción de crudo a pesar del exceso de oferta observado durante 2015, incrementando así las existencias de manera considerable. Además, el levantamiento de las sanciones relacionadas con el programa nuclear de la República Islámica del Irán tendrá un impacto significativo en la oferta mundial de petróleo. Por el lado de la demanda, se espera que el consumo mundial aumente solo un 1% durante 2016<sup>13</sup>. Estos factores harían que ese año el precio del

---

<sup>13</sup>OPEP, OPEC Monthly Oil Market Report, 12 de noviembre de 2015 [en línea] [http://www.opec.org/opec\\_web/static\\_files\\_project/media/downloads/publications/MOMR\\_November\\_2015.pdf](http://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/MOMR_November_2015.pdf).

petróleo se mantuviera en niveles similares a los de fines de 2015, lo que implicaría una nueva caída del precio promedio del crudo de alrededor de un 5% (considerando los precios promedio de 2016 en relación con los de 2015).

En los mercados de metales, cabe esperar que en 2016 los precios continúen cayendo ya que, si bien los menores precios han redundado en una disminución de la inversión en este sector, se deberá esperar un plazo más largo para que la oferta se haya ajustado a esta demanda más débil.

Finalmente, en el ámbito de los productos agrícolas, durante el tercer trimestre de 2015 la producción continuó creciendo, a pesar de las aprensiones que existían frente al fenómeno climático de El Niño, lo que se ha traducido en la persistencia de las caídas de precios. No obstante, se trata del grupo de productos que presenta la menor caída acumulada de precios desde el inicio del ciclo a la baja (30%) y, además, del grupo de productos para el cual el cambio de modelo de crecimiento chino hacia uno basado en el consumo resulta más auspicioso<sup>14</sup>.

### **El comercio mundial mostró signos de una marcada desaceleración**

El volumen de comercio mundial creció solo un 1.5% durante los primeros nueve meses de 2015, respecto de igual período del año anterior, porcentaje que representa la tasa de crecimiento más baja del período posterior a la crisis mundial (véase la gráfica siguiente).

---

<sup>14</sup> De hecho, según la CEPAL “se estima que en las próximas décadas China aumentará sustancialmente sus compras de una amplia gama de productos alimenticios básicos y procesados, como el aceite de palma, el azúcar, la carne, los lácteos, los cereales en bruto y procesados, las frutas, el café y las legumbres” (CEPAL, Panorama de la Inserción Internacional de América Latina y el Caribe (LC/G.2650-P), Santiago, 2015, pág. 63).

**TASA DE VARIACIÓN DEL VOLUMEN DE COMERCIO MUNDIAL, 2009-2015**  
**-En porcentajes-**



<sup>a/</sup> En el caso de 2015, se considera el valor acumulado entre enero y septiembre (último dato disponible), respecto de igual período del año anterior.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras de *Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis* (CPB).

Dicha evolución se debió fundamentalmente a la debilidad del volumen exportado por los Estados Unidos de Norteamérica —en el que se evidencia el efecto de la apreciación del dólar sobre esta variable— y por las economías emergentes de Asia, cuyos volúmenes exportados, a pesar de la depreciación de sus monedas, se han visto resentidos. Por otra parte, en la zona del euro —junto con la fuerte depreciación de la moneda— los volúmenes exportados continúan mostrando tasas de variación interanuales positivas y lo mismo sucede en Japón, donde las tasas de crecimiento del volumen exportado, si bien cada vez menores, siguen siendo positivas.

Para 2016, dado el repunte previsto de la actividad económica mundial, incluidos países desarrollados y emergentes —con la excepción de China—, sería natural esperar que se detuviera la desaceleración del volumen de comercio.

Cabe señalar que un hecho relevante en el ámbito del comercio mundial ha sido la culminación exitosa, en octubre de 2015, de las negociaciones del Acuerdo de Asociación Transpacífico (TPP). Se tratará de la mayor área de libre comercio del mundo, integrada por 12 países que en conjunto representan casi un 40% del PIB mundial (en dólares corrientes), el 23% de las exportaciones mundiales de bienes y el 26% de las importaciones<sup>15</sup>. Sin embargo, no es de esperar que el TPP afecte de manera sustantiva el dinamismo del comercio mundial en el corto plazo, ya que es probable que entre en vigencia recién en 2017 (luego de llevarse a cabo, durante 2016, el proceso de ratificación por parte de los parlamentos de los países participantes).

### **La volatilidad que ha caracterizado los mercados financieros durante 2015 se agudizó en el segundo semestre, debido a los acontecimientos financieros en China**

En el mercado bursátil de China comenzó el 13 de junio un proceso de caída que revirtió casi la totalidad del fuerte incremento que se había producido desde comienzos del año. Si bien el banco central de China y el ente regulador del mercado de capitales reaccionaron con una serie de medidas, éstas no lograron aumentar la confianza. En una medida para estimular la actividad económica, y luego de noticias desalentadoras en el frente exportador, el Banco Popular de China tomó a principios de agosto la inesperada decisión de cambiar las reglas de determinación del tipo de cambio de su moneda: el punto medio en torno al cual el yuan podría fluctuar pasó a determinarse de acuerdo con el cierre del día anterior, en lugar de ser fijado por dicho banco, como ocurría hasta ese momento.

---

<sup>15</sup> Los 12 países son Australia, Brunei Darussalam, el Canadá, Chile, los Estados Unidos de Norteamérica, el Japón, Malasia, México, Nueva Zelanda, Perú, Singapur y Viet Nam. En este grupo están incluidas 5 de las 20 mayores economías del mundo (CEPAL, 2015, op. cit., pág. 40).

Esto se tradujo en una depreciación de la moneda china del 3% en dos días y en las mayores fluctuaciones diarias del tipo de cambio observadas desde principios de la década de 1990<sup>16</sup>. Además, se produjeron cuantiosas salidas de capitales de China, las que solo se detuvieron en octubre de 2015.

Los acontecimientos en China tuvieron un impacto importante en los mercados financieros mundiales. Los mercados bursátiles acusaron grandes pérdidas, en forma paralela a las pérdidas bursátiles chinas. En un período particularmente complejo de solo seis días hábiles —entre el 18 y el 25 de agosto— la bolsa china cayó un 27%, a la vez que el índice Nikkei de Japón perdía un 14%, la bolsa de Hong Kong (Región Administrativa Especial de China) un 13%, el índice S&P de los Estados Unidos de Norteamérica un 11% y el índice de bolsa SXXP europeo un 11 por ciento.

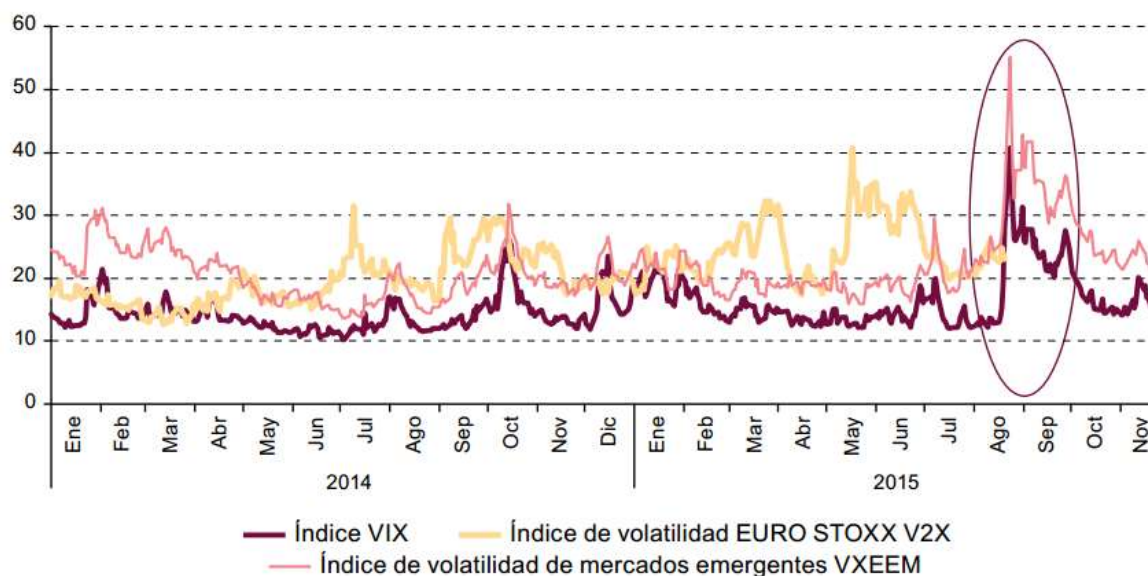
En el mismo período, los indicadores utilizados para medir la volatilidad en los mercados (los llamados “índices del miedo”) tuvieron un salto importante (véase la gráfica siguiente) y las monedas consideradas *safe heaven* (entre ellas el euro, el yen y el franco suizo) se valorizaban fuertemente (un 5% en seis días, en los tres casos), como señal de refugio por parte de los inversionistas.

---

<sup>16</sup> La razón oficial esgrimida para haber llevado a cabo la devaluación de la moneda china fue, sin embargo, el pasaje a un régimen de tipo de cambio más determinado por el mercado, de forma que el yuan fuera aceptado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) como parte de su canasta de monedas de reserva, a la par del dólar estadounidense, el euro, el yen y la libra.



**ÍNDICES DE VOLATILIDAD IMPLÍCITA EN LOS MERCADOS<sup>a/</sup>  
ENERO DE 2014 A NOVIEMBRE DE 2015**



<sup>a/</sup> El índice VIX, elaborado por la Bolsa de Opciones de Chicago (CBOE), mide la volatilidad esperada para los próximos 30 días y se obtiene a partir de los precios de las opciones de compra y venta sobre el índice S&P 500. Con la misma lógica, la CBOE genera también el índice VXEEM, que mide la volatilidad en los mercados emergentes, y la *Deutsche Börse*, en conjunto con Goldman Sachs, elabora el índice V2X, que mide la volatilidad en la zona del euro.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base *Bloomberg*.

El resto de las monedas asiáticas (incluidos el baht tailandés, la rupia india, el won de la República de Corea y el ringgit de Malasia) se depreciaron de forma importante, en paralelo con la moneda de China, aunque ya habían iniciado un proceso de depreciación a mediados de año, coincidentemente con el comienzo de la caída bursátil de este país.

La decisión de la Reserva Federal de los Estados Unidos de Norteamérica de no aumentar la tasa de interés de política en su reunión de mediados de septiembre de 2015 tampoco contribuyó a reducir la incertidumbre imperante en los mercados, ya que éstos interpretaron el hecho de que no se elevaran las tasas como una muestra de desconfianza en la economía mundial y, por ende, la decisión no fue percibida necesariamente como una buena noticia.



Hacia finales de año ya se observa una cierta calma en los mercados (véanse las cuatro gráficas anteriores). De hecho, durante el mes de octubre se evidenció un importante repunte en la mayoría de los indicadores financieros. Han surgido, además, datos positivos respecto de la economía interna de los Estados Unidos de Norteamérica, lo que se ha traducido en que a fines de noviembre el mercado asigne una alta probabilidad (72%) a un alza de tasas de interés por parte de la Reserva Federal en su reunión de los días 15 y 16 de diciembre de 2015. De concretarse el alza, sería el primer incremento de tasas desde 2006, después de haber estado cercanas a cero desde hace seis años.

**Para 2016 permanecen vigentes varios riesgos, incluidos los vinculados a la salud de la economía china y la probable menor disponibilidad de financiamiento para los mercados emergentes**

Dada la magnitud de la economía china y su relevancia en la actividad económica mundial, en el comercio mundial y en la demanda por materias primas, un riesgo que permanece hacia adelante es el vinculado a la salud de esa economía y la cuestión de si evidenciará o no una desaceleración mayor a la prevista<sup>17</sup>.

A esta incertidumbre se añade para 2016 el impacto que tendrá en los mercados financieros lo que se ha denominado el “despegue” de las tasas de interés de referencia por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos de Norteamérica. A pesar de que los mercados ya dan por descontadas las alzas y se espera que ellas sean graduales y no generen grandes turbulencias, habrá de todas formas en el futuro consecuencias en términos del atractivo relativo de las inversiones en otras monedas alternativas al dólar.

Con esto, es de esperar que se produzcan menores flujos financieros hacia los mercados emergentes (incluida América Latina), menores precios de sus activos financieros y

---

<sup>17</sup> En 2014, China representó un 14% del PIB mundial y un 11% del comercio mundial. Además, utilizó un 11% del petróleo crudo mundial y es el primer consumidor de la mayoría de los principales metales y minerales, concentrando más del 50% de la demanda total de hierro, aluminio, cobre y níquel.

depreciaciones de sus monedas, proceso que será más intenso en aquellas economías percibidas como más riesgosas por los mercados.

Los bancos centrales de países cuyas monedas se deprecien más aceleradamente estarán enfrentados a un dilema de política difícil de manejar; se verán apremiados a subir las tasas de interés para contener las mayores presiones inflacionarias —debido a la mayor depreciación—, pero procurando no afectar la recuperación de la actividad económica

Por otra parte, puede esperarse que comience un gradual aumento del costo de los recursos financieros en los mercados internacionales a la par con el aumento de las tasas de interés de los Estados Unidos de Norteamérica. Esto implicará, naturalmente, un encarecimiento del servicio de la deuda y, por ende, un riesgo para los sectores privados de varios países que aumentaron sus niveles de apalancamiento durante el prolongado período de bajo costo del endeudamiento<sup>18</sup>. Si bien se trata de un cambio anunciado, lo que habría dado plazos para una reestructuración de esta deuda, es probable que no todos los agentes hayan sido capaces de reducir esta vulnerabilidad.

En 2015, las economías emergentes ya se vieron afectadas por una menor disponibilidad de flujos financieros, dada la incertidumbre y volatilidad que prevaleció en mayor o menor medida durante todo el año. Según el indicador mensual de flujos de capitales de cartera que elabora el Instituto de Finanzas Internacionales, el acumulado anual de los flujos dirigidos hacia las economías emergentes fue en octubre de 2015 un 65% menor que el registrado un año antes.

Para 2016, no es de esperar un repunte de los flujos de financiamiento disponible para los mercados emergentes, debido a la menor liquidez global que estará disponible tras la normalización de las condiciones monetarias en los Estados Unidos de Norteamérica

---

<sup>18</sup> Véase Fondo Monetario Internacional (FMI), *World Economic Outlook (WEO). Adjusting to Lower Commodity Prices*, octubre de 2015, cap. 3 [en línea] <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/>.

y a la permanencia de cierta aversión al riesgo producto de la incertidumbre imperante en varios frentes.

## Capítulo II El sector externo

### **Los precios de los productos básicos continuaron deteriorándose en el segundo semestre y afectaron significativamente los términos de intercambio de la región**

Las caídas significativas de los precios de los productos básicos a nivel mundial —analizadas en el capítulo I “Tendencias de la economía mundial”— se vieron reflejadas en los precios medios a los que los países de América Latina y el Caribe exportan dichos productos. El 44% de las exportaciones de la región corresponden a productos básicos, por lo que el descenso de los precios de la mayor parte de estos productos incide fuertemente en los precios de exportación. En el cuadro siguiente, se muestran las variaciones que ha registrado el índice de precios de exportación de productos básicos de América Latina<sup>19</sup>. Se observa una contracción del 30% del índice general con respecto a 2014. El petróleo ha liderado esta baja de precios, con una disminución del 48%, seguido por los minerales y metales, con una reducción de precios del 23%, y los productos agropecuarios, cuyos precios bajaron un 15 por ciento.

Se espera que en 2016 los precios de los productos básicos presenten nuevamente variaciones negativas, aunque de menor magnitud que las observadas en 2015. Por lo tanto, los precios de exportación de productos básicos de América Latina en su conjunto exhibirán un leve deterioro (véase el cuadro siguiente)<sup>20</sup>.

---

<sup>19</sup> La CEPAL construye este índice de precios de productos básicos de exportación de la región, en el que la ponderación de los grupos de productos se calcula según su participación en la canasta de exportaciones regional.

<sup>20</sup> Esto se debe a que, incluso si registraran cierta recuperación respecto a los niveles actuales, esa recuperación no sería suficiente en general para lograr una variación positiva de los índices medios de 2016 con respecto a los índices medios de 2015.

**AMÉRICA LATINA: VARIACIÓN ANUAL DEL ÍNDICE DE PRECIOS  
DE EXPORTACIÓN DE PRODUCTOS BÁSICOS,  
2015<sup>a/</sup> y 2016<sup>b/</sup>  
-En porcentajes-**

País	2015	2016
Productos agropecuarios	-15	-2
Alimentos, bebidas tropicales y oleaginosas	-17	-3
Alimentos	-13	-3
Bebidas tropicales	-20	-4
Aceites y semillas oleaginosas	-22	-1
Materias primas silvoagropecuarias	-4	1
Minerales y metales	-23	-5
Energía	-44	-5
Petróleo crudo	-48	-5
Derivados	-36	-8
Carbón	-17	3
Gas natural	-40	-2
Productos primarios	-30	-4
Productos primarios, excepto energía	-19	-2

a/ Estimaciones.

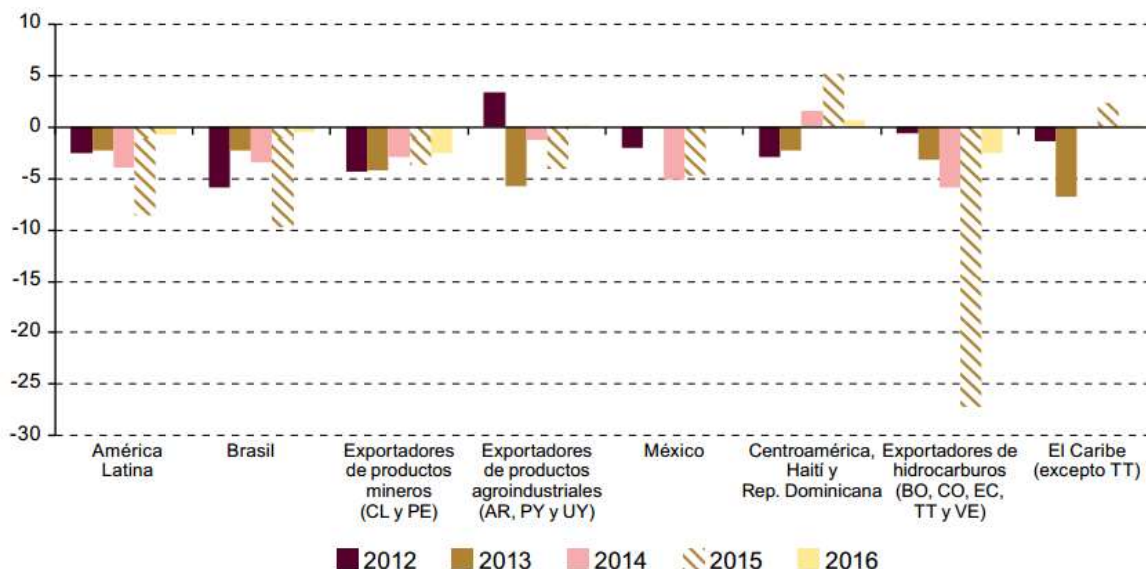
b/ Proyecciones.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos de *Bloomberg*, Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional (FMI) y *The Economist Intelligence Unit*.

Las bajas de los precios de los productos básicos tienen un impacto diferente en los términos de intercambio de los países de la región según el peso de los distintos productos en la canasta de exportaciones e importaciones de cada país. Para la región en su conjunto, se estima que los términos de intercambio se deterioraron un 9% durante 2015, siendo éste el cuarto año consecutivo de deterioro (véase la gráfica siguiente).

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES Y GRUPOS DE PAÍSES SELECCIONADOS): TASA DE VARIACIÓN DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO, 2012-2016<sup>a/</sup>**

**-En porcentajes-**



<sup>a/</sup> Las cifras de 2015 y 2016 corresponden a estimaciones y proyecciones, respectivamente.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

Los países centroamericanos, Haití y República Dominicana se beneficiaron de la caída en los precios de los productos energéticos, ya que son importadores netos de estos productos. Para este grupo, los términos de intercambio mejoraron un 5%. Lo mismo sucedió en los países caribeños importadores de alimentos y combustibles (en general, los del Caribe, excepto Trinidad y Tobago), donde los términos de intercambio experimentaron una evolución positiva (aumentaron un 2% en 2015).

En cambio, los países más negativamente afectados por la evolución de los precios del comercio exterior durante este año fueron aquellos cuyas exportaciones se concentran principalmente en hidrocarburos (Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador, Trinidad y Tobago y Venezuela (República Bolivariana de)), puesto que sus términos de intercambio cayeron un 27% en 2015. Por otra parte, en Brasil los términos de intercambio se redujeron un 10%, porque en su canasta exportadora tienen un peso significativo algunos productos cuyos precios decrecieron mucho este año (los metales, en particular el hierro, que se desplomó alrededor de un 42% en 2015, y alimentos tales

como la soja y el azúcar, cuyos precios bajaron más de un 20%). En México, los términos de intercambio decrecieron un 5%. Si bien este país exporta principalmente manufacturas al mercado de los Estados Unidos de Norteamérica, también es un exportador neto de petróleo crudo, de manera que sus precios de exportación han sufrido un fuerte impacto. En el grupo de países cuyas exportaciones se concentran en minerales y metales, los términos de intercambio descendieron un 4%, la misma magnitud que en el grupo de exportadores de productos agroindustriales. En varios de estos países, la reducción de los precios de exportación se compensó en parte con la disminución de sus precios de importación de productos energéticos, de modo que se atenuó la contracción de sus términos de intercambio.

Más allá de la variación de los términos de intercambio de los países y subregiones, resulta de interés cuantificar las pérdidas o ganancias, en términos monetarios, que se produjeron como resultado de la evolución diferencial de los precios de importación y exportación de los países entre 2014 y 2015. En 2015, estas pérdidas ascendieron a casi 92 mil millones de dólares, una cifra equivalente a un 1.9% del PIB regional<sup>21</sup>. A nivel de grupos de países, las mayores pérdidas se produjeron en las economías exportadoras de hidrocarburos (con pérdidas equivalentes a un 4% de su PIB). Por el contrario, el grupo conformado por Centroamérica, Haití y República Dominicana se benefició de ganancias derivadas de la evolución de los precios de exportación e importación equivalentes a un 2.4% de su PIB.

Para 2016, dada la evolución prevista de los precios de los productos básicos de exportación, se ha estimado que la variación de los términos de intercambio será nuevamente negativa para América Latina en su conjunto, aunque el deterioro sería mucho menor que en 2015. No se esperan grandes variaciones de los términos de intercambio en ninguna subregión durante el próximo año y es probable que también

---

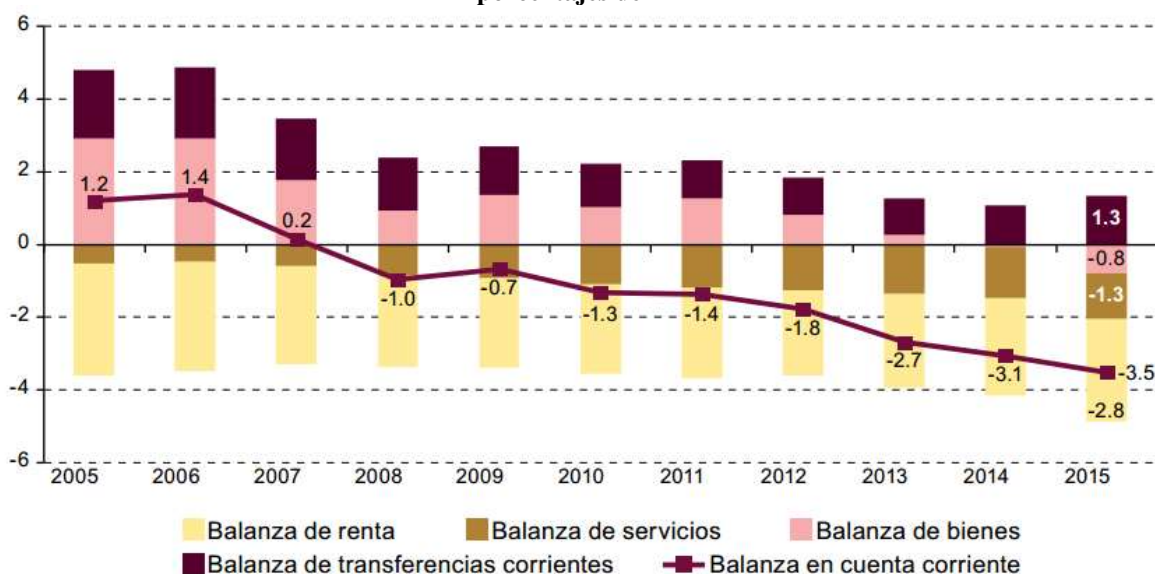
<sup>21</sup> Es importante destacar que estas pérdidas consideran únicamente el efecto de la evolución diferencial de los precios de exportación e importación sobre el saldo de la balanza comercial. Véase la metodología de cálculo en CEPAL, Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2015 (LC/G.2645-P), Santiago, 2015.

en los países exportadores de metales e hidrocarburos los términos de intercambio continúen deteriorándose de manera más moderada que en 2015 (véase la gráfica anterior).

### A pesar del deterioro de la balanza comercial, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos mejoró en términos nominales

El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de la región mejoró en 2015 en términos nominales, al pasar de 175 mil a 169 mil 500 millones de dólares. Sin embargo, esta mejora en el déficit se vio compensada por la disminución del PIB regional medido en dólares, de modo que el déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB se deterioró en 2015 y alcanzó un 3.5%, 4 décimas por encima del déficit observado en 2014 (véase la gráfica siguiente).

**AMÉRICA LATINA: CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS SEGÚN COMPONENTES, 2005-2015<sup>a/</sup>**  
-En porcentajes del PIB-



<sup>a/</sup> Las cifras de 2014 de la República Bolivariana de Venezuela utilizadas corresponden a estimaciones. Las cifras de 2015 son estimaciones.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

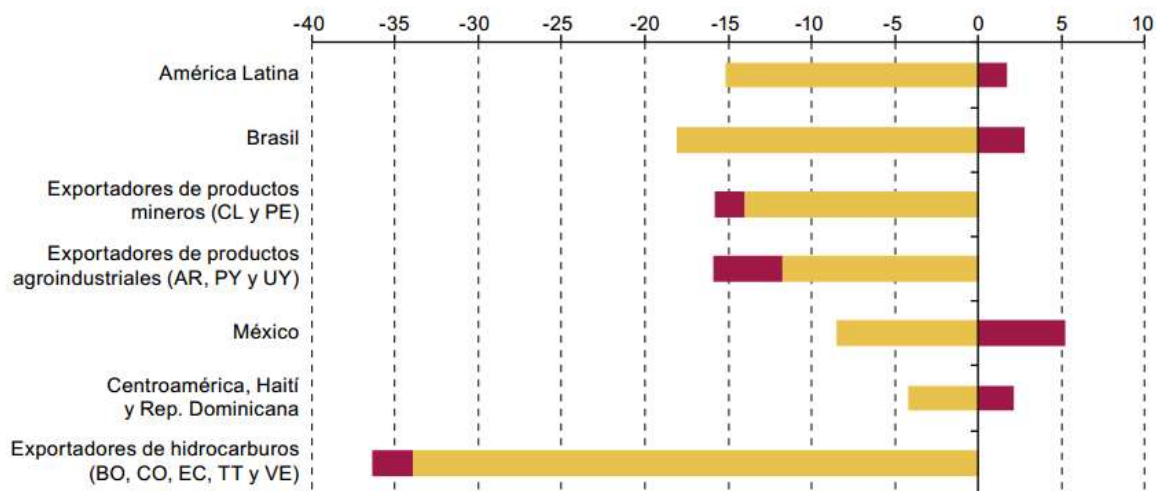
Dentro de los componentes de la cuenta corriente, destaca la balanza de bienes, que mostró un gran deterioro al pasar de un déficit de 4 mil millones de dólares en 2014 a

uno de 38 mil 200 millones de dólares en 2015. Se trata del segundo año consecutivo en que esta cuenta ha resultado deficitaria, una situación que no se observaba desde 2001. Este empeoramiento del saldo de bienes fue producto de una fuerte caída del valor de las exportaciones de la región (14% en 2015) y un descenso del valor de las importaciones cuya magnitud absoluta no alcanzó a compensar la reducción de las exportaciones (10% en 2015).

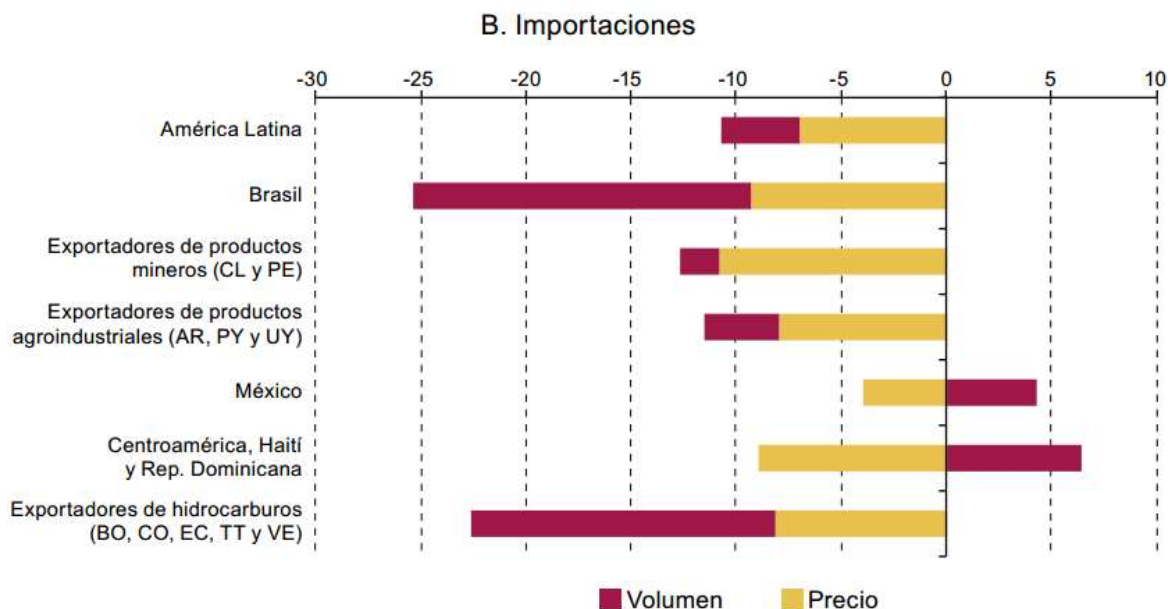
La disminución de las exportaciones se explica fundamentalmente por el descenso de un 15% de los precios de las mismas en América Latina. A su vez, el decrecimiento de las importaciones fue el resultado de una baja de los precios del 7%, debido básicamente a los productos energéticos, y de una contracción de los volúmenes del 3%, dado el moderado nivel de actividad de varias economías de la región (véase el gráfica siguiente).

**AMÉRICA LATINA (PAÍSES Y GRUPOS DE PAÍSES SELECCIONADOS): TASA DE VARIACIÓN DEL COMERCIO INTERNACIONAL DE BIENES SEGÚN VOLUMEN Y PRECIOS, 2015<sup>a/</sup>**  
**-En porcentajes-**

**A. Exportaciones**







a/ Las cifras corresponden a estimaciones.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

En cuanto a la balanza de servicios, la cuenta registró una mejora importante, al pasar de un déficit de 80 mil 900 millones de dólares en 2014 a uno de 60 mil 400 millones de dólares en 2015. Esta mejora respecto de 2014 se debe principalmente a una disminución de las importaciones de servicios de transporte, asociada a las menores importaciones de bienes anteriormente mencionadas. Asimismo, se observó un descenso de las salidas de la cuenta de viajes como resultado de las depreciaciones de varias monedas de la región. Los demás servicios en su conjunto también mostraron una contracción, como consecuencia de la menor actividad de la región durante el año, lo que ha contribuido al decrecimiento de las salidas netas de la cuenta de viajes.

Como es habitual, la balanza de transferencias fue superavitaria en 2015 y además mejoró en comparación con 2014. El superávit pasó de 62 mil 600 millones de dólares en 2014 a 64 mil 600 millones de dólares el año siguiente. Este aumento se debe principalmente a la evolución positiva de las remesas de migrantes, que es el principal componente del rubro de transferencias corrientes. Las remesas son una fuente muy significativa de recursos financieros para varios países de la región, entre los que se

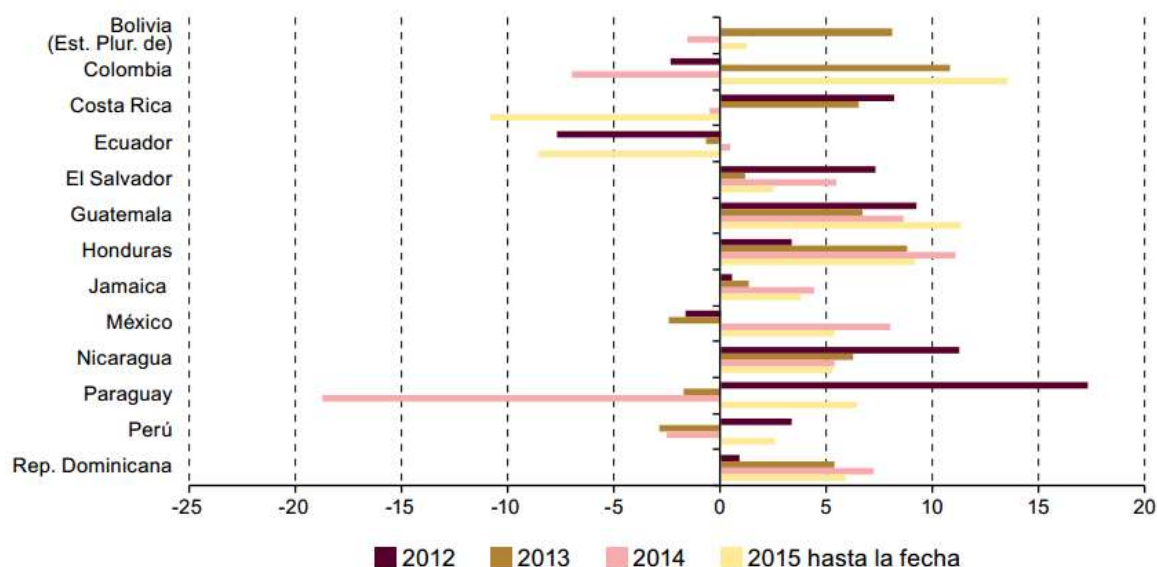
incluyen, por ejemplo, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras y Nicaragua, entre otros. En 2015, según el último dato disponible, las remesas de migrantes han crecido un 6% en promedio en relación con el año anterior<sup>22</sup>. La mejora del mercado laboral de los Estados Unidos de Norteamérica se manifestó en un alza de las remesas hacia México (un 5% durante los primeros diez meses con respecto al mismo período del año anterior) y varios países de Centroamérica (un 11% en el caso de Guatemala y un 9% en Honduras durante el mismo período). En estos países, las remesas proporcionaron un impulso significativo al consumo interno y, por lo tanto, también desempeñaron un papel sustancial en el dinamismo del volumen de importaciones.

Por su parte, los países de América del Sur que reciben la mayor cantidad de remesas desde España (Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador y Paraguay) mostraron resultados mixtos, con crecimientos del 1% en el Estado Plurinacional de Bolivia y del 14% en Colombia, pero con una caída del 9% en el caso de Ecuador (véase la gráfica siguiente), principalmente como resultado de la depreciación del euro respecto del dólar (siendo esta última la divisa en la que se expresan las remesas).

---

<sup>22</sup> Se trata del acumulado en lo que va de 2015 hasta el mes para el que cada país posee información.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (13 PAÍSES): TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DE  
LOS INGRESOS POR REMESAS DE EMIGRADOS, 2013-2015<sup>a/</sup>  
-En porcentajes-**



<sup>a/</sup> Las cifras de 2015 son el acumulado anual hasta octubre para Colombia, El Salvador, Guatemala, Honduras, México y Nicaragua, hasta septiembre para Paraguay y Perú, hasta julio para Bolivia (Estado Plurinacional de) y Jamaica, y hasta junio para Costa Rica, Ecuador y República Dominicana.  
FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

Finalmente, respecto a la balanza de renta, se trata (como se observa en la *gráfica América Latina: cuenta corriente de la balanza de pagos según componentes, 2005-2015*) del rubro más deficitario dentro de la cuenta corriente y el que implica para la región como conjunto mayores salidas de fondos netos hacia el exterior. El componente principal de esta balanza son las salidas de fondos por remisión de utilidades de empresas de inversión extranjera directa a sus matrices en el exterior (estas salidas representan en promedio casi un 70% de la cuenta de rentas), pero también incluye la cuenta de intereses de la deuda externa, entre otras.

Durante 2015, la cuenta de rentas mostró una mejora de más de 19 mil 300 millones, al pasar de un déficit de 154 mil 800 millones de dólares en 2014 a uno de 135 mil 500 millones de dólares en 2015. Esto se debe principalmente a la disminución de las salidas de fondos por remisión de utilidades. La evolución negativa de los precios de exportación de la región —en línea con el deterioro de los precios de los productos

básicos— atenuó las ganancias de las empresas transnacionales instaladas en ella y, como consecuencia, se redujo también la proporción que las firmas remiten a sus matrices.

### **Los flujos financieros recibidos por la región en 2015 no fueron suficientes para cubrir el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y hubo que utilizar reservas internacionales para cubrir la diferencia**

En 2015, el grupo de países emergentes se vio afectado por una menor disponibilidad de flujos financieros, dada la incertidumbre y la volatilidad predominantes en los mercados financieros a lo largo del año<sup>23</sup>. América Latina no se mantuvo ajena a esta realidad y, durante 2015, el flujo neto de recursos financieros recibido por la región (es decir el saldo de la cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos) alcanzó un 2.8% del PIB, cifra insuficiente para cubrir por completo el déficit en cuenta corriente (del 3.5% del PIB). Como resultado, la región en su conjunto utilizó reservas internacionales por un monto equivalente al 0.7% del PIB para cubrir ese déficit<sup>24</sup>.

Dentro de la cuenta financiera se registran algunas tendencias interesantes<sup>25</sup>. En particular, por ejemplo, cabe destacar el comportamiento de la inversión directa neta, ya que se trata del principal flujo financiero para la región en su conjunto, que alcanzó en 2014 unos 137 mil millones de dólares<sup>26</sup>. En 2015, se observa una caída de alrededor del 22% respecto a 2014. Si bien por una parte descendieron las inversiones de las empresas translatinas en el exterior, lo hicieron aún más las inversiones de las

---

<sup>23</sup> En la primera mitad de 2015, un factor que contribuyó a la inestabilidad de los mercados fue la situación de Grecia, mientras que en la segunda mitad del año se percibió el impacto de los acontecimientos financieros en China (véase el capítulo I sobre las tendencias de la economía mundial).

<sup>24</sup> El saldo de la cuenta de capital y financiera mencionado incluye el rubro de errores y omisiones de la balanza de pagos.

<sup>25</sup> Se dispone de información de la cuenta financiera hasta el tercer trimestre de 2015 para cuatro países cuyos flujos de capitales representaron el 80% del total regional en 2014 y cuyas economías son grandes o financieramente abiertas: Brasil, Chile, México y Perú.

<sup>26</sup> Se han utilizado cifras según la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional en aquellos casos en los que es posible. Para el resto, se utilizaron datos según la quinta edición del Manual. Estas cifras no incluyen a la República Bolivariana de Venezuela, que no posee aún información completa para 2014.

multinacionales en la región, lo que produjo la contracción de los flujos netos de esta inversión. Dado que nada hace prever que el último trimestre del año sea muy distinto que los anteriores, se podría asumir esta tasa de variación para el año completo, con lo que la inversión directa neta cerraría el año en unos 107 mil millones de dólares.

Por su parte, los ingresos netos de capitales de cartera hacia la región —que incluyen fundamentalmente inversiones en títulos de deuda y acciones— también se redujeron de forma sustancial con respecto al año anterior. En 2014, estos flujos alcanzaron algo más de 115 mil millones de dólares, mientras que se estima que en 2015 cayeron casi un 40%, de manera que cerrarían 2015 en unos 70.000 millones de dólares.

Si bien en el caso de Brasil y de Chile, se produjo una repatriación de activos externos (en Chile fueron principalmente los fondos de pensiones los que reingresaron capitales al país), esta repatriación no fue suficiente para compensar las caídas de los pasivos de cartera, es decir las caídas de la compra de acciones y títulos de deuda latinoamericana por parte de inversores externos (que descendió a la mitad de la observada en 2014). Esta disminución se debe en gran parte a la reducción de los pasivos de deuda externa brasileña, que han bajado casi un 70% interanual durante los tres primeros trimestres de 2015, situación que, como se verá a continuación, guarda estrecha relación con lo que sucedió en los mercados de emisiones primarias de títulos de deuda externa.

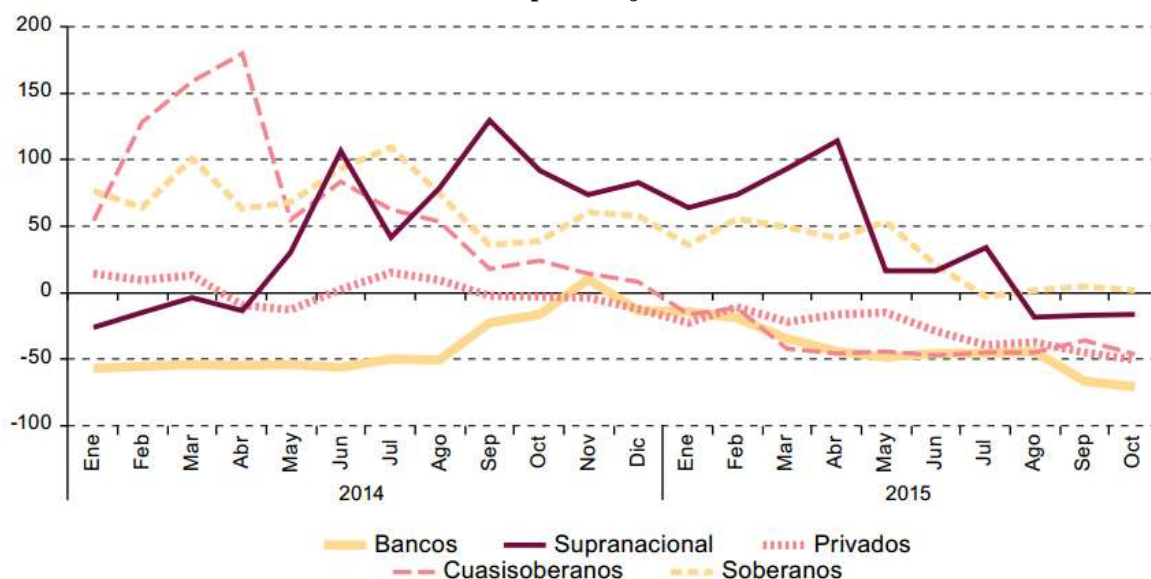
### **Las emisiones de deuda en los mercados internacionales por parte de América Latina y el Caribe mostraron una caída sustancial en 2015, situación que se agudizó en la segunda mitad del año**

En concordancia con lo que muestran los datos de flujos financieros de la balanza de pagos, las emisiones primarias en los mercados internacionales de deuda cayeron de manera sustancial durante 2015 (un 40% acumulado en el período entre enero y noviembre de 2015, en comparación con igual período de 2014). La reducción del acceso a los mercados internacionales de bonos se agudizó en la segunda mitad del año. De hecho, en el tercer trimestre, las emisiones sumaron únicamente 10 mil millones de

dólares, un 63% por debajo de igual período del año 2014 y el nivel trimestral más bajo desde junio de 2009, en plena crisis financiera global.

Si se consideran las emisiones acumuladas en 12 meses a nivel sectorial, las caídas interanuales que se observan al mes de noviembre son de un 75% para los bancos, un 48% para el sector privado, un 46% para los cuasisoberanos, un 13% para los soberanos y un 7% para los supranacionales (véase la gráfica siguiente)<sup>27</sup>.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: VARIACIÓN ANUAL DE LAS EMISIONES DE DEUDA EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES ACUMULADAS DURANTE LOS ÚLTIMOS 12 MESES SEGÚN SECTOR INSTITUCIONAL, ENERO DE 2014 A OCTUBRE DE 2015**  
-En porcentajes-



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras de *Latin Finance Bonds Database*.

Una parte significativa de la caída se debe al caso de Brasil, donde las emisiones están cayendo a un ritmo de más del 80% interanual. Esto es consistente con lo que se observa a nivel de balanza de pagos, cuya cuenta más afectada en Brasil, como ya se indicó, fue la de capital de cartera y especialmente la compra de títulos de deuda por parte de

<sup>27</sup> En el sector cuasisoberano se incluyen, por ejemplo, los bancos de desarrollo públicos o las empresas estatales, entre otros. En el sector supranacional se incluyen los bancos de desarrollo regionales, como el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) o el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE).

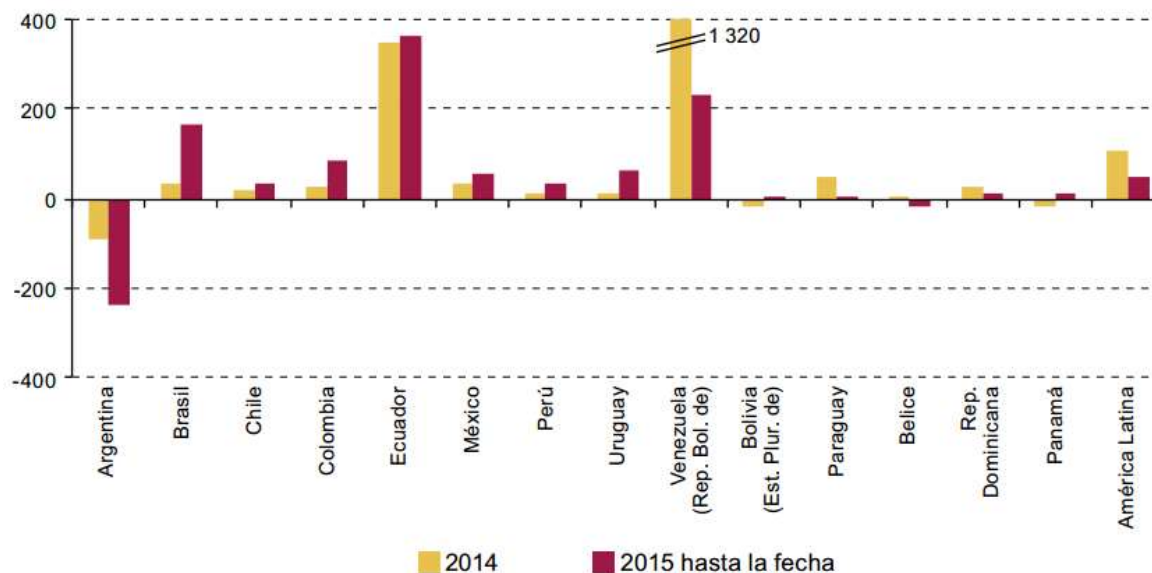
inversores externos. El sector cuasisoberano brasileño, en particular la empresa petrolera estatal PETROBRAS, se destacó por el monto de sus emisiones en 2014. En el primer trimestre de 2014, solo esta empresa había emitido casi 14 mil millones de dólares. Sin embargo, a partir de los problemas ya conocidos en los que incurrió, las emisiones por parte de la misma durante la totalidad de 2015 se limitaron a 2 mil 500 millones de dólares.

**El riesgo soberano de la región aumentó levemente en promedio en 2015 pero destacan Ecuador, la República Bolivariana de Venezuela y Brasil como los tres países donde más ha aumentado el riesgo país**

El nivel de riesgo soberano medio de la región, según el índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG), aumentó 53 puntos básicos entre enero y noviembre de 2015 y llegó en esta última fecha hasta los 561 puntos básicos. A nivel de países, Ecuador, Brasil y República Bolivariana de Venezuela son los tres donde más ha aumentado el riesgo país en lo que va del año hasta noviembre (324, 180 y 148 puntos básicos, respectivamente) (véase la gráfica siguiente).

**AMÉRICA LATINA (15 PAÍSES): VARIACIÓN DEL RIESGO SOBERANO SEGÚN EL ÍNDICE DE BONOS DE MERCADOS EMERGENTES (EMBIG), 2014 Y 2015**

-En puntos básicos-



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras de *JP Morgan*.

Panamá, Perú y Chile son los países de la región donde el nivel de riesgo soberano es más bajo en el momento actual (poco más de 200 puntos básicos en los tres casos). Les siguen el Estado Plurinacional de Bolivia, Uruguay, México, y Colombia, todos por debajo de los 300 puntos. Brasil y Argentina forman el siguiente escalón, con más de 400 puntos básicos y luego, a gran distancia uno del otro, se encuentran Ecuador (1 mil 207 puntos) y la República Bolivariana de Venezuela (2 mil 605 puntos).

En 2016, como se indicó en el capítulo I, se espera que continúe la tendencia a la baja de la disponibilidad de flujos financieros para los mercados emergentes en comparación con los años anteriores. Esto se debe a la menor liquidez global disponible tras la normalización de las condiciones monetarias en los Estados Unidos de Norteamérica y a la permanencia de cierta aversión al riesgo, producto de la incertidumbre imperante en varios frentes. En el caso particular de América Latina, esta situación será naturalmente heterogénea entre países y algunos sufrirán más restricciones que otros en el acceso al financiamiento.



En caso de que se produjera un empeoramiento de la situación de China —o de la percepción sobre la situación de China—, podrían suscitarse escenarios de mayor aversión al riesgo y de fuga en busca de mayor calidad, como ya se observaron en agosto de 2015 con el aumento de la demanda de monedas consideradas de refugio (particularmente el yen, el franco suizo y el euro, además del dólar). Naturalmente, esto redundaría en una disponibilidad aún menor de flujos de financiamiento hacia los países emergentes.

En el caso de nuestra región, a esto se suma el menor atractivo de la misma para los capitales extranjeros, como consecuencia del menor crecimiento o incluso la contracción económica observados durante 2015 y, en varios países, de las malas perspectivas de precios de exportación que continuarán en el mediano plazo. En el caso particular de Centroamérica, sin embargo, cabe resaltar que, dada su menor integración financiera con los mercados internacionales, el efecto de la normalización de las condiciones monetarias de los Estados Unidos de Norteamérica no debería sentirse tanto como en los países más financieramente integrados de América del Sur o, por supuesto, en México.

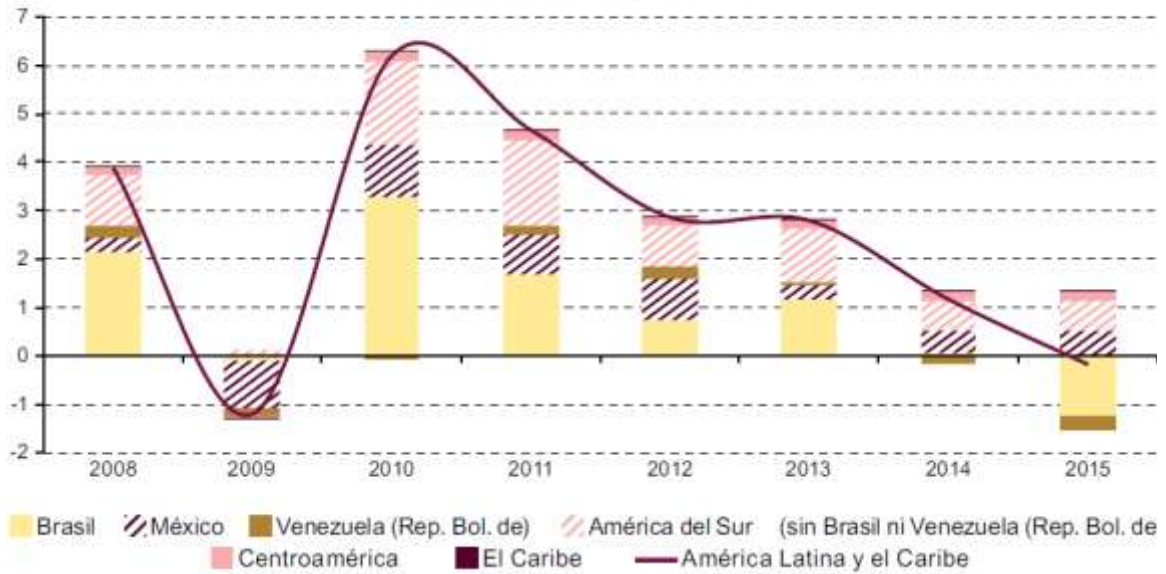
### **Capítulo III La actividad económica**

**Durante 2015, la actividad económica de América Latina y el Caribe se contrajo un 0.4%, lo que refleja una profundización del proceso de desaceleración iniciado en 2011**

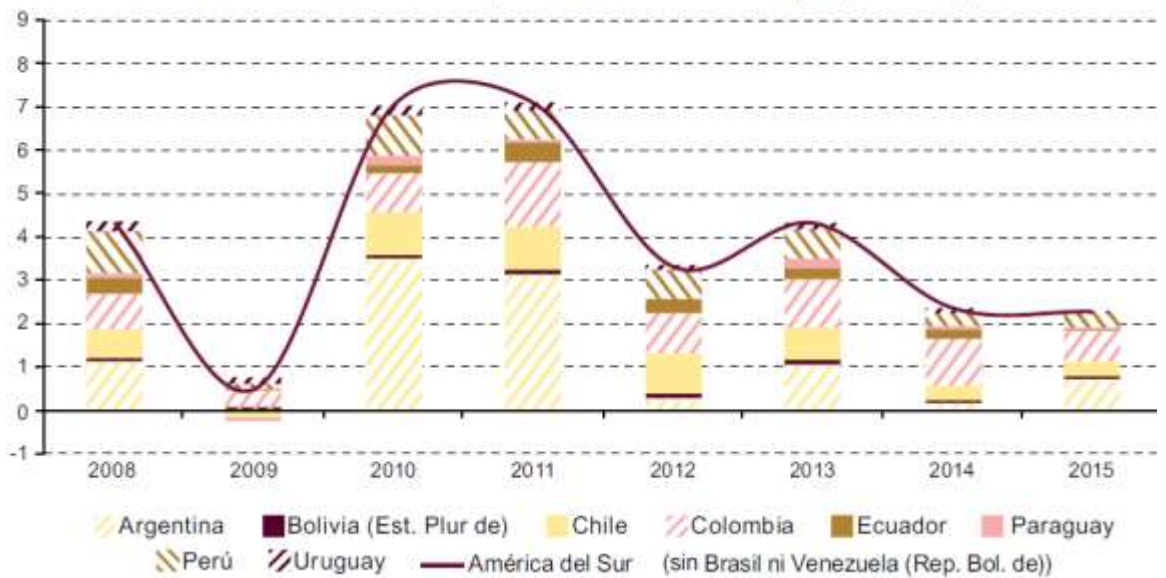
En 2015, el PIB de América Latina y el Caribe se contrajo un 0.4% lo que se tradujo en una reducción del 1.5% del PIB por habitante de la región. Este resultado corresponde a la tasa de expansión más baja registrada desde 2009 y, sin duda, da cuenta de la agudización de la desaceleración que registra el crecimiento en el último quinquenio (véase la gráfica siguiente).

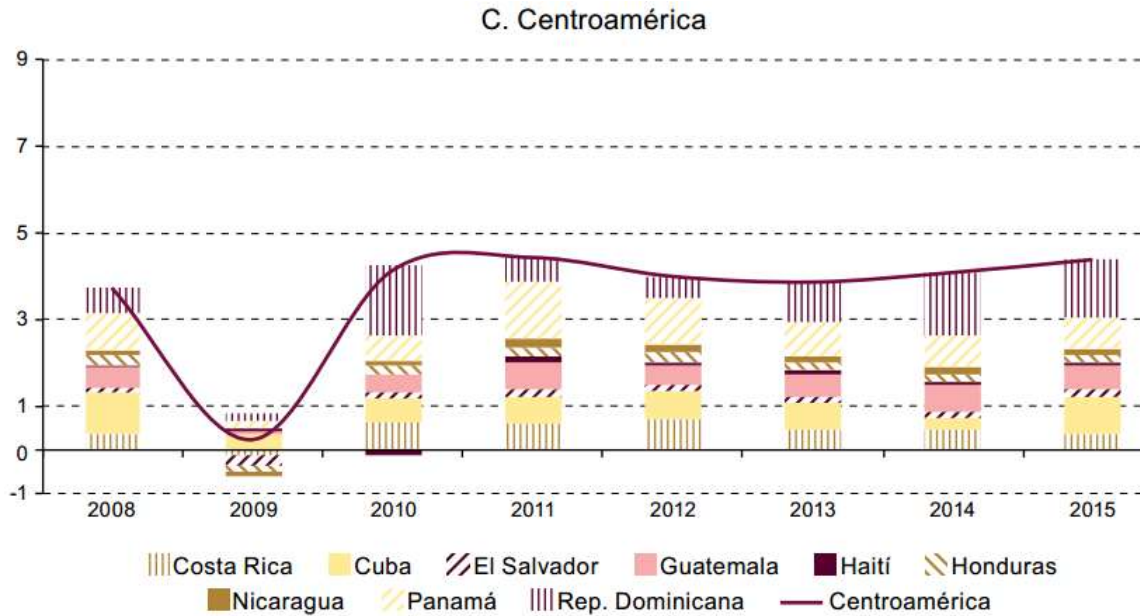
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES Y GRUPOS DE PAÍSES SELECCIONADOS):  
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB REGIONAL, 2008-2015**  
-En porcentajes sobre la base de dólares constantes de 2010-

A. América Latina y el Caribe



B. América del Sur (sin Brasil ni Venezuela (Rep. Bol. de))





FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

La contracción de la actividad económica regional fue consecuencia del menor dinamismo exhibido por las economías de América del Sur, que pasaron de registrar una expansión, como grupo, del 0.6% en 2014 a una caída del 1.6% en 2015. Este resultado subregional está muy influenciado por el crecimiento negativo registrado en Brasil y en la República Bolivariana de Venezuela durante 2015.

Las economías del Caribe de habla inglesa y holandesa muestran una modesta aceleración del crecimiento (del 0.7% en 2014 al 1.0% en 2015), a pesar de los embates que algunos de estos países sufrieron producto de los desastres naturales. Distinto fue el caso de Dominica, país en que los efectos fueron tan severos que provocaron una contracción del PIB en 2015.

Las economías de Centroamérica y México lograron acelerar su ritmo de expansión en 2015. En Centroamérica el crecimiento aumentó del 4.0% en 2014 al 4.4% en 2015, mientras que en México pasó del 2.2% en 2014 al 2.5% en 2015 (véase la gráfica anterior).

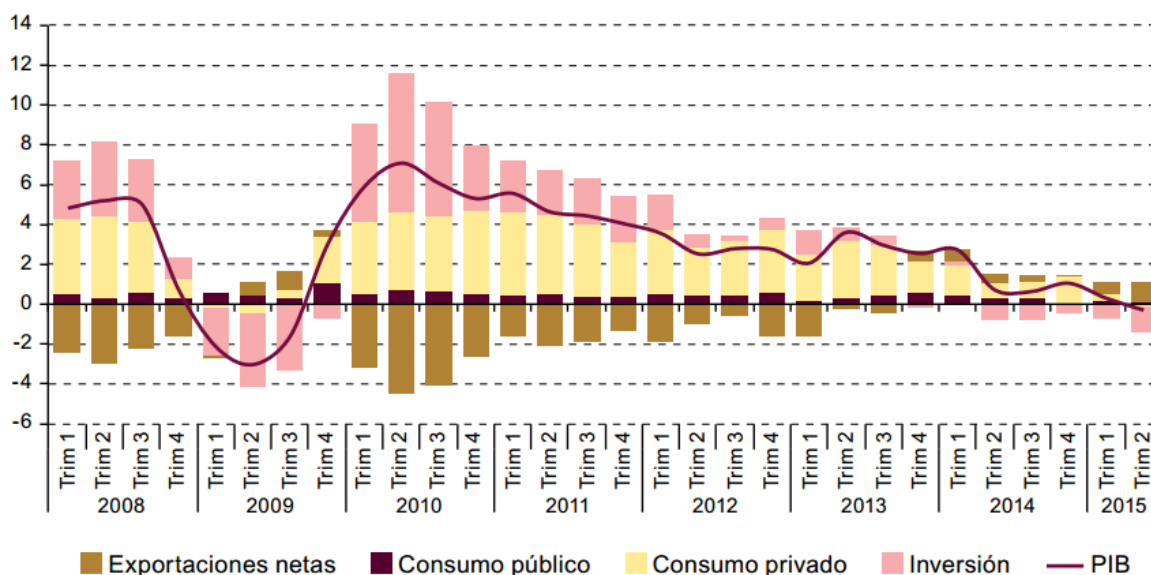
Por subregiones, la contribución de las economías de América del Sur al crecimiento, como grupo, ha venido disminuyendo desde 2011. No obstante, la contribución de esos países, excluyendo Brasil y República Bolivariana de Venezuela de las estimaciones, ha sido muy estable en los últimos tres años. En los casos de Centroamérica y el Caribe de habla inglesa u holandesa, ambas subregiones han aumentado su contribución al crecimiento. En Brasil y República Bolivariana de Venezuela la contribución al crecimiento ha sido negativa.

### **El consumo privado y la formación bruta de capital fijo contribuyeron negativamente al crecimiento del PIB en 2015**

En términos regionales, en 2015, la demanda interna descendió un 0.7%, con una contracción del consumo privado (0.3%) y de la formación bruta de capital fijo (4.2%) y un bajo aumento del consumo público (0.7%). Vale la pena mencionar que, desde la crisis financiera internacional de 2009, la región no había registrado contribuciones negativas del consumo privado al crecimiento del PIB, dinámica que se ha observado desde el segundo trimestre de 2015 y que se estima se intensificará en el tercer y cuarto trimestres de 2015. Otro elemento a destacar es que se prevé una contracción de la formación bruta de capital fijo de América Latina durante todo 2015, con lo que se acumularían siete trimestres consecutivos de contracción (véase la gráfica siguiente).

**AMÉRICA LATINA: TASA DE VARIACIÓN DEL PIB Y CONTRIBUCIÓN DE LOS COMPONENTES DE LA DEMANDA AGREGADA AL CRECIMIENTO, PRIMER TRIMESTRE DE 2008 A SEGUNDO TRIMESTRE DE 2015**

-En porcentajes-



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

Al igual que ocurre con la actividad económica en su conjunto, los distintos componentes de la demanda agregada también mostraron una dinámica bien diferenciada entre subregiones. Así, mientras el consumo privado en América del Sur se redujo un 1.6% respecto a 2014, en Centroamérica creció un 4.6%. Una situación similar ocurrió con el consumo público, que se estanca en un 0.1% en América del Sur, mientras aumenta un 4.4% en Centroamérica.

La formación bruta de capital fijo de América Latina se redujo un 4.2%, lo que refleja una fuerte caída en las economías de América del Sur (7.2%). Por su parte, en Centroamérica la formación bruta de capital fijo aumentó un 7.0% respecto a 2014, y en la subregión de Centroamérica y México el incremento fue del 4.3 por ciento.

Cabe destacar que tras la contracción de la formación bruta de capital fijo durante cinco trimestres consecutivos, desde el segundo trimestre de 2014, la participación en el PIB

de esa variable se ha reducido 1.5 puntos porcentuales, pasando del 21.5% en 2013 al 20.0% en 2015.

La falta de dinamismo de la demanda interna se reflejó en una caída de las importaciones reales de bienes y servicios, que se situó en un 1.1% como consecuencia de la disminución del consumo y del lento dinamismo de la inversión en la región en su conjunto. Por su parte, las exportaciones reales de bienes y servicios anotaron un alza del 2.5%. Dada la mayor desaceleración de las importaciones reales regionales con respecto al año anterior, la contribución de las exportaciones netas al crecimiento fue levemente superior que en 2014.

**Este proceso de desaceleración de la actividad económica se da en un contexto donde la industria manufacturera contribuye negativamente al crecimiento y el sector de servicios se mantiene como el principal contribuidor**

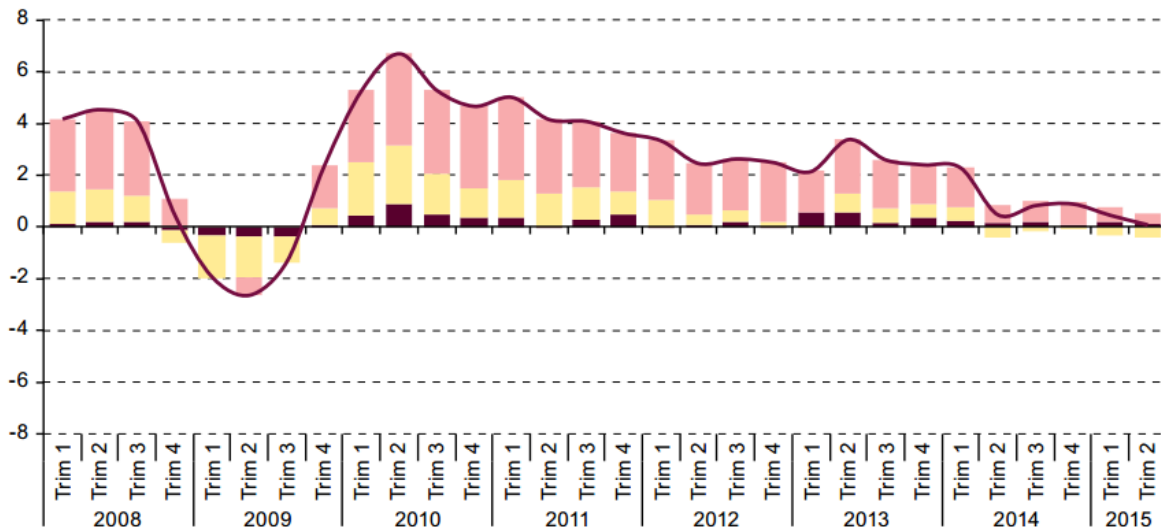
El desempeño de la demanda interna en América Latina tuvo su correlato en la disminución de la actividad económica a nivel sectorial. Para simplificar la presentación, se han agrupado las distintas actividades productivas en tres grandes sectores. El primero, sector primario, incluye las actividades agrícolas y de minería y extracción. El segundo, sector secundario, incluye las actividades de la construcción, la manufactura y la generación de electricidad, gas y agua. El tercero, sector terciario, incluye las actividades de servicios.

Si bien todos los sectores se han desacelerado, el sector secundario se contrajo un 1.8% en 2015, lo que se sumó a la caída del 0.3% registrada en 2014. En este mismo período, los sectores primario y terciario aumentaron un 1.7 y un 0.5%, respectivamente. Como consecuencia, la contribución del sector secundario al crecimiento del valor agregado fue de -0.43 puntos porcentuales, de los cuales 0.34 puntos porcentuales corresponden solo a la industria manufacturera. El sector terciario sigue siendo el principal contribuidor con 0.38 puntos porcentuales de aporte al crecimiento del valor agregado

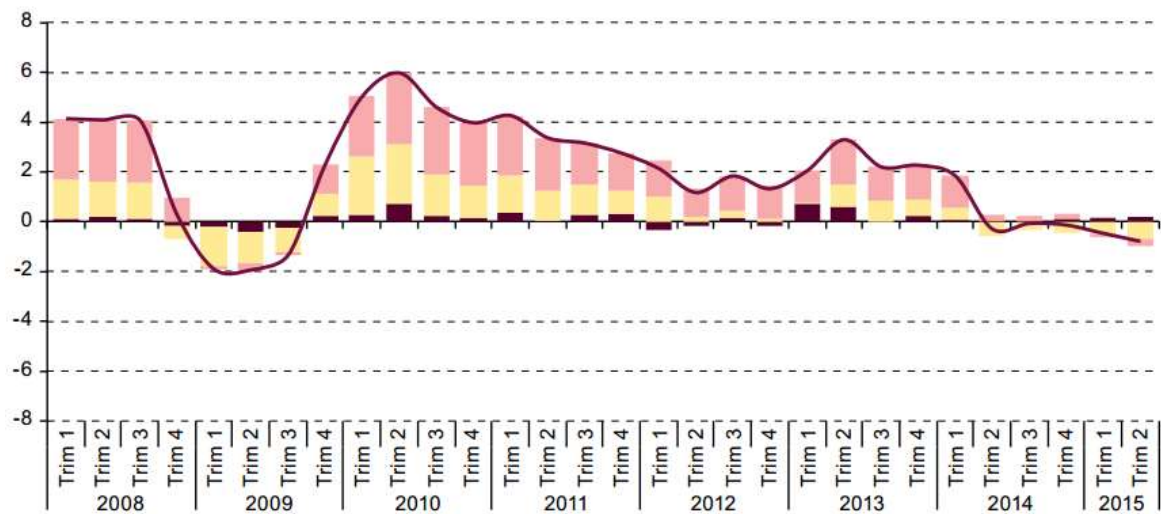
(véase la gráfica siguiente), manteniéndose estable el aporte del sector primario con 0.12 puntos porcentuales en 2015.

**AMÉRICA LATINA: TASA DE VARIACIÓN DEL PIB Y CONTRIBUCIÓN DE LOS SECTORES DE ACTIVIDAD ECONÓMICA AL CRECIMIENTO, PRIMER TRIMESTRE DE 2008 A SEGUNDO TRIMESTRE DE 2015**

-En porcentajes-  
A. América Latina

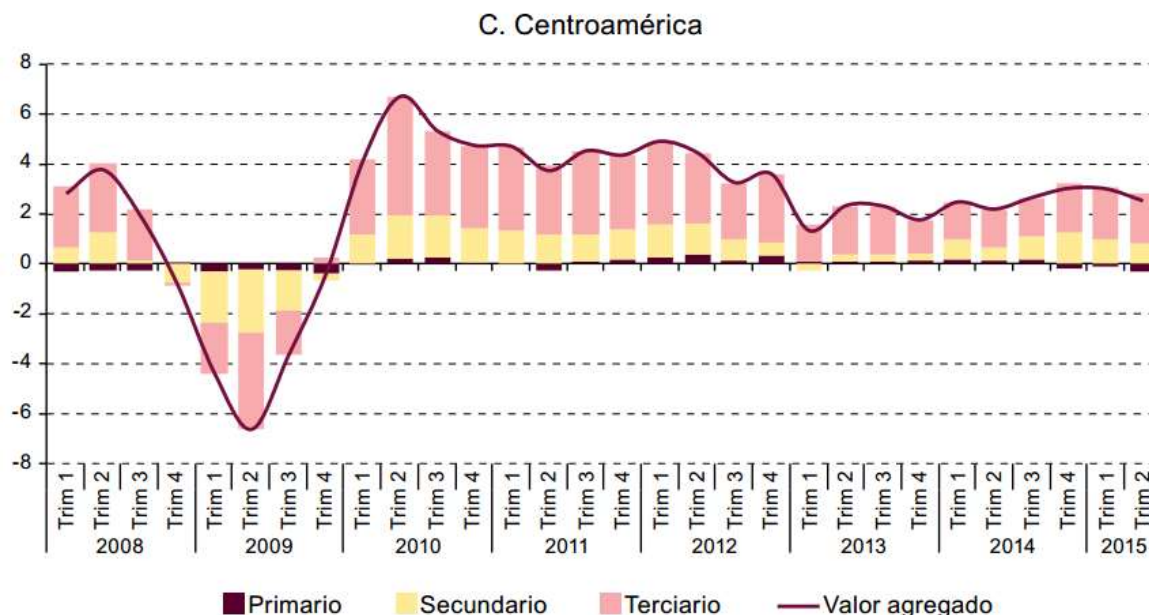


B. América del Sur



■ Primario    ■ Secundario    ■ Terciario    — Valor agregado





FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

A nivel subregional, vuelve a observarse la marcada heterogeneidad entre subregiones. En Centroamérica el sector secundario creció un 0.6%, mientras que en América del Sur se registró una contracción del 0.3%. La industria manufacturera mostró el peor desempeño en América del Sur, con una disminución del 4.2% respecto al 2014.

### **La caída de los términos de intercambio hizo que en 2015 el crecimiento del ingreso nacional disponible fuese menor que el del PIB**

En 2015, y por cuarto año consecutivo, el ingreso nacional bruto disponible de América Latina presentó tasas de crecimiento inferiores a las del PIB regional<sup>28</sup>. La caída que experimentaron los términos de intercambio de la región y el bajo crecimiento de las rentas recibidas en 2015, explican esta diferencia entre el crecimiento del producto y del ingreso.

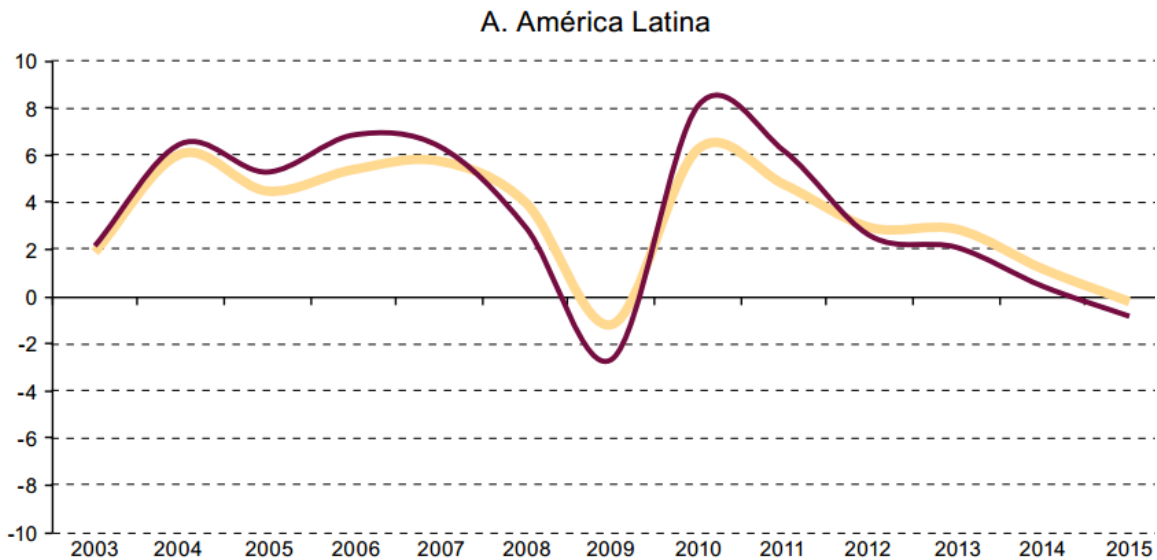
<sup>28</sup> Esta diferencia entre ambos indicadores, el PIB y el ingreso nacional bruto disponible, es producto de los términos de intercambio, las transferencias corrientes netas y los pagos netos del exterior.



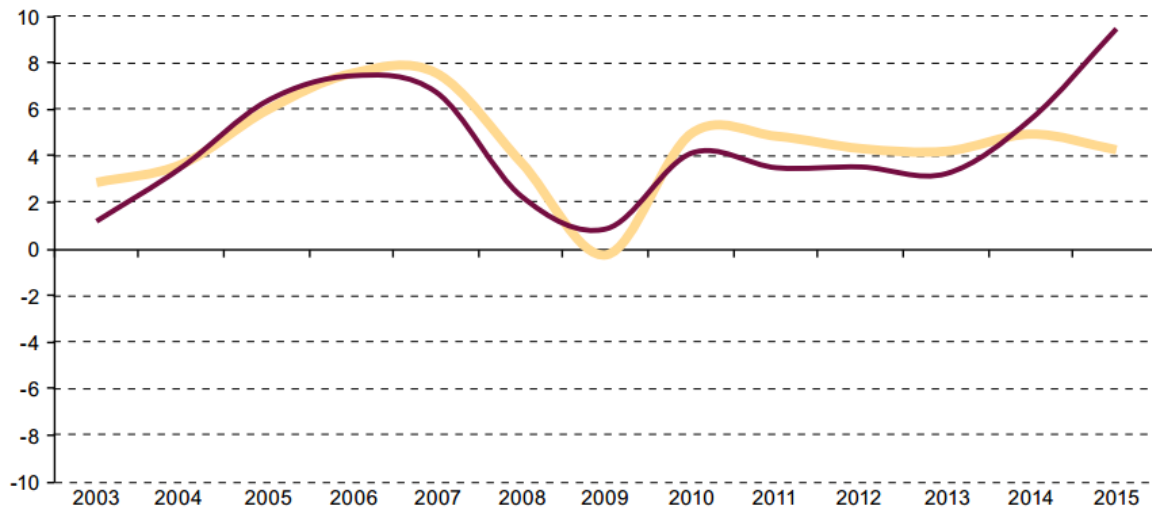
Las diferencias subregionales son nuevamente importantes y, mientras las economías de América del Sur —en especial, las exportadoras de energía— experimentaron el mayor deterioro de sus términos de intercambio, las economías de Centroamérica y del Caribe fueron las más beneficiadas, al ser importadoras netas de combustibles y de alimentos. De igual forma, el mayor crecimiento de las rentas netas de toda la región correspondió a las economías de Centroamérica (14.0%) y México (8.0%), lo que contrasta con el 4.0% que registraron las economías de América del Sur.

Sobre la base de lo anterior, el ingreso nacional bruto disponible para América del Sur presenta una caída superior a un punto porcentual respecto del PIB, principalmente a causa de la pérdida en la variación de los términos de intercambio y el pobre incremento de las transferencias corrientes netas. Por el contrario, en Centroamérica, la ganancia en la variación de los términos de intercambio y el gran aumento de las transferencias corrientes netas provocó un aumento superior a 5 puntos porcentuales respecto del PIB (véase la gráfica siguiente).

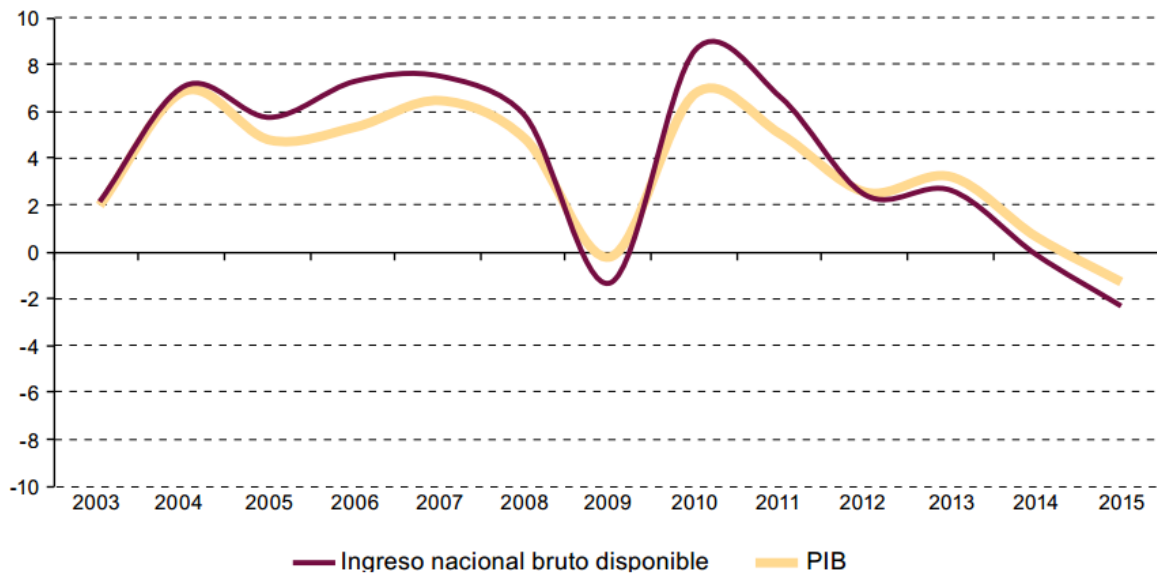
**AMÉRICA LATINA: TASAS DE VARIACIÓN ANUAL DEL PIB Y DEL INGRESO NACIONAL BRUTO DISPONIBLE, 2003-2015**  
 -En porcentajes, sobre la base de dólares constantes de 2010-

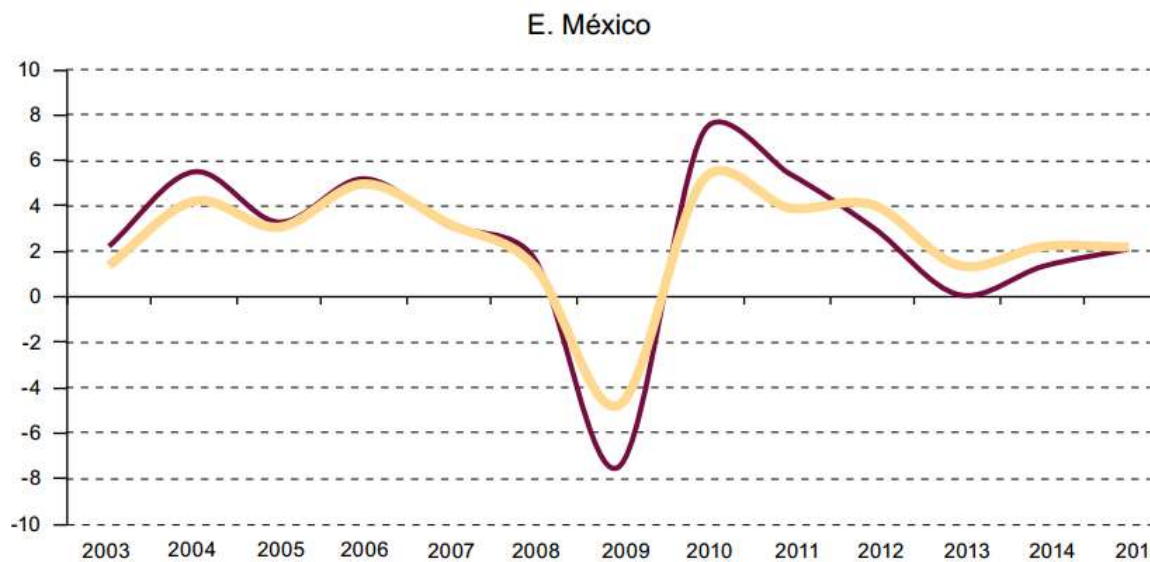
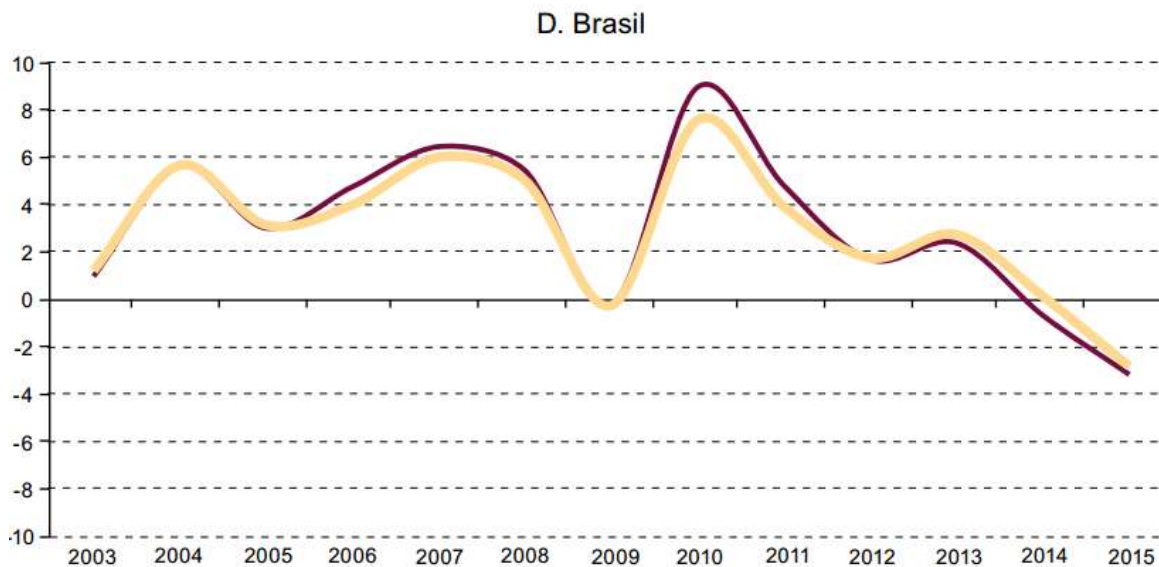


## B. Centroamérica



## C. América del Sur





— Ingreso nacional bruto disponible   
 — PIB

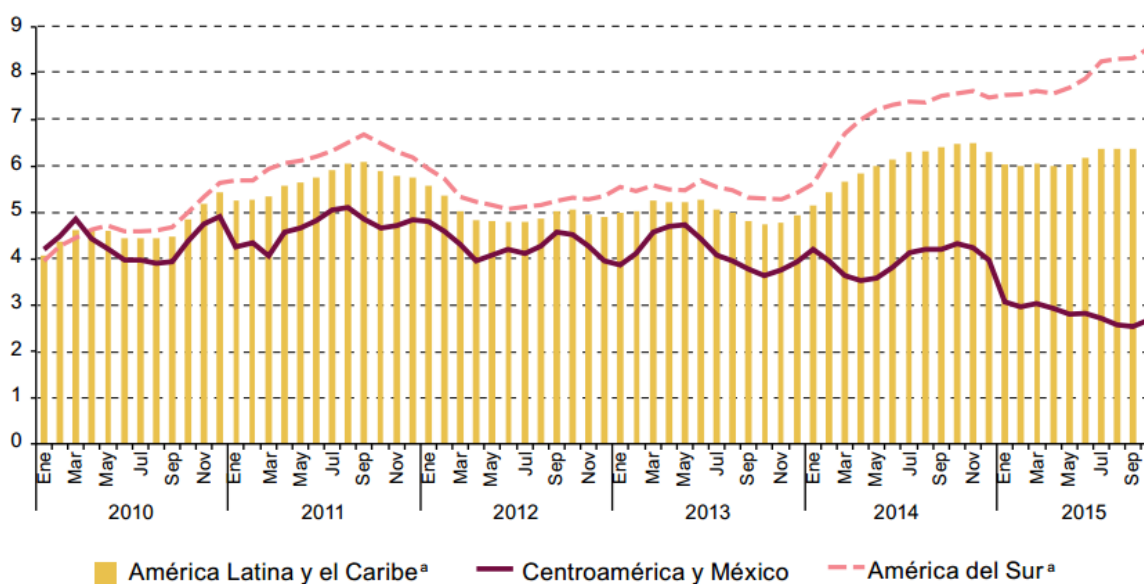
FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

## Capítulo IV Los precios internos

**En 2015, la inflación en América Latina y el Caribe alcanzó un nivel similar al observado en 2014, mostrando patrones bien diferenciados entre las economías del norte y del sur de la región**

Durante los primeros diez meses de 2015, la inflación en América Latina y el Caribe medida por el índice de precios al consumidor (IPC) fue ligeramente superior a la registrada en el mismo período de 2014 y acumuló una variación del 6.6%, en comparación con el 6.5% registrado el año anterior (véase la gráfica siguiente)<sup>29</sup>.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PROMEDIO PONDERADO): TASAS DE VARIACIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (IPC) EN 12 MESES ENERO DE 2010 A OCTUBRE DE 2015**  
-En porcentajes-



<sup>a/</sup> Excluida la República Bolivariana de Venezuela.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

A pesar de la estabilidad del valor acumulado en el año, la evolución de la inflación fue muy diferente entre el primer y el segundo semestre de 2015. En los primeros cinco

<sup>29</sup> El dato regional corresponde al promedio ponderado de las tasas de inflación de los países, tomando en cuenta su participación relativa en el total de la población regional; en esta ponderación, se ha excluido a la República Bolivariana de Venezuela, debido a que no hay una publicación oficial de los precios de ese país desde diciembre de 2014.

meses del año, la inflación regional mostró una desaceleración (llegando al 6.0%), respecto de los niveles observados a finales de 2014. Esta evolución, sin duda, estuvo vinculada a la disminución que presentaron los precios de los productos primarios, en particular la energía y los alimentos. En el segundo semestre, esta situación se revirtió y el aumento de los precios se aceleró, en especial en las economías de América del Sur, recogiendo los efectos de las fuertes depreciaciones que registraron algunas de las monedas de la región.

Como se señaló en el Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2015<sup>30</sup>, la inflación ha exhibido un comportamiento muy diferenciado en las distintas subregiones. En las economías del norte de la región (Centroamérica, México y el Caribe de habla inglesa u holandesa), la tendencia a la desaceleración que ha venido mostrando la inflación desde 2013 se acentuó en 2015, de modo que la variación del IPC en la subregión conformada por las economías de Centroamérica y México (acumulada en 12 meses hasta octubre) pasó de un 4.3% en 2014 a un 2.7% en 2015. De hecho, muchas economías de esta subregión han presentado este año tasas de inflación negativas, como es el caso de Costa Rica (0.9%), El Salvador (2.3%) y Panamá (0.4%). Una excepción a esta dinámica ha sido Haití, donde se registró una aceleración de la inflación y la variación entre octubre de 2014 y octubre de 2015 fue de un 11.7%, es decir, 5.9 puntos porcentuales superior a la observada en los 12 meses anteriores a octubre de 2014.

En las economías del Caribe de habla inglesa u holandesa, la inflación también registró una considerable desaceleración y se estima que para este grupo la inflación promedio a octubre de 2015 es del 2.6%, en comparación con un 5.6% registrado a octubre de 2014. Nuevamente, la reducción del precio de la energía y de los alimentos fue uno de los principales elementos que soportaron esta dinámica de los precios en esta subregión.

---

<sup>30</sup> Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2015: desafíos para impulsar el ciclo de inversión con miras a reactivar el crecimiento (LC/G.2645-P), Santiago, 2015.

Hay que destacar que en el caso de Dominica la marcada contracción que registra la demanda agregada, junto con los elementos antes mencionados, ha significado que esta economía presente una inflación negativa en 2015.

En las economías de América del Sur, la inflación sigue acelerándose, de modo que el dato acumulado en 12 meses hasta octubre pasó de un 7.6% en 2014 a un 8.5% en 2015. A nivel de países, la inflación general superó el valor del 9% en los casos de Argentina (14.3%), Brasil (9.9%) y Uruguay (9.2%), mientras que en los casos de Chile, Colombia y Perú se mantuvo sobre el rango establecido como meta por la autoridad monetaria (véase el cuadro siguiente). Vale la pena señalar, si bien no se dispone de información oficial, que en la República Bolivariana de Venezuela la inflación también ha registrado una significativa aceleración respecto al 68.5% alcanzado en 2014 y que, según estimaciones preliminares, en 2015 la inflación medida por el índice de precios al consumidor ha alcanzado cifras de tres dígitos.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: TASAS DE VARIACIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (IPC) EN 12 MESES, OCTUBRE DE 2013 A OCTUBRE DE 2015**

**-En porcentajes-**

	A octubre de 2013	A diciembre de 2013	A octubre de 2013	A diciembre de 2013	A octubre de 2013
<b>América Latina y el Caribe (excluida la República Bolivariana de Venezuela)</b>	<b>4.8</b>	<b>4.9</b>	<b>6.5</b>	<b>6.3</b>	<b>6.6</b>
<b>América del Sur (excluida la República Bolivariana de Venezuela)</b>	<b>5.3</b>	<b>5.4</b>	<b>7.6</b>	<b>7.5</b>	<b>8.5</b>
Argentina	10.5	10.9	24.2	23.9	14.3
Bolivia (Estado Plurinacional de)	7.5	6.5	3.6	5.2	4.3
Brasil	5.8	5.9	6.6	6.4	9.9
Chile	1.5	3.0	6.1	4.6	4.0
Colombia	1.8	1.9	3.3	3.7	5.9
Ecuador	2.0	2.7	4.0	3.7	3.5
Paraguay	4.4	3.7	3.5	4.2	3.2
Perú	3.0	2.9	3.1	3.2	3.7
Uruguay	8.7	8.5	8.1	8.3	9.2
Venezuela (República Bolivariana de)	54.3	56.2	63.9	68.5	-
<b>Centroamérica y México</b>	<b>3.6</b>	<b>3.9</b>	<b>4.3</b>	<b>4.0</b>	<b>2.7</b>
<b>Centroamérica</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>
Costa Rica	4.1	3.7	5.7	5.1	-0.9
Cuba	0.2	0.0	1.9	2.1	1.7 <sup>a/</sup>
El Salvador	0.5	0.8	1.9	0.5	-0.2
Guatemala	4.2	4.4	3.6	2.9	2.2
Haití	4.2	3.4	5.8	6.4	11.7
Honduras	4.6	4.9	6.3	5.8	2.5
México	3.4	4.0	4.3	4.1	2.5
Nicaragua	6.5	5.4	6.8	6.4	2.8
Panamá	3.9	3.7	2.1	1.0	-0.4
República Dominicana	4.7	3.9	2.9	1.6	1.2
<b>El Caribe</b>	<b>4.9</b>	<b>5.2</b>	<b>5.6</b>	<b>4.7</b>	<b>2.6</b>
Antigua y Barbuda	1.3	1.1	1.4	1.3	0.6 <sup>b/</sup>
Bahamas	-0.2	0.8	1.5	0.2	2.0 <sup>b/</sup>
Barbados	1.8	1.1	2.4	2.3	-0.3 <sup>c/</sup>
Belice	0.7	1.6	0.9	-0.2	-0.7 <sup>b/</sup>
Dominica	0.5	-0.4	0.7	0.5	-1.7 <sup>b/</sup>
Granada	-1.6	-1.2	0.0	-0.6	-0.9 <sup>b/</sup>
Guyana	1.4	0.9	0.3	1.2	-0.2 <sup>b/</sup>
Jamaica	10.3	9.7	8.2	6.2	3.5 <sup>d/</sup>
San Cristóbal y Nieves	1.3	1.0	0.9	-0.6	-2.7 <sup>b/</sup>
San Vicente y las Granadinas	0.8	0.0	0.1	0.1	-1.8 <sup>b/</sup>
Santa Lucía	-3.5	-0.7	5.2	3.7	0.1 <sup>b/</sup>
Suriname	1.2	0.6	4.2	3.9	4.1
Trinidad y Tobago	2.7	5.6	8.9	8.5	4.8 <sup>a/</sup>

a/ Datos a septiembre de 2015.

b/ Datos a junio de 2015.

c/ Datos a julio de 2015.

d/ Datos a agosto de 2015.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

**La caída de los precios de la energía y de los alimentos en los mercados internacionales ha contribuido a la disminución de la inflación en Centroamérica, mientras que la depreciación de las monedas ha impulsado la inflación en América del Sur**

Diversos factores están detrás de la marcada diferencia que presentan las economías del norte y del sur de la región, pero sin duda un determinante clave ha sido la conjunción de los efectos de las variaciones de los precios de la energía y de los alimentos, y la dinámica exhibida por los tipos de cambio de las monedas de la región. En las

economías del norte (con la excepción de México y Trinidad y Tobago), la caída de los precios de la energía ha significado una reducción de los precios del combustible que, dada la relativa estabilidad cambiaria que exhibieron las monedas de estas economías, se ha traducido en una disminución de los costos de la energía y un menor crecimiento de los precios.

En las economías del sur de la región, en especial en las que cuentan con tipos de cambio más flexibles (Brasil, Chile, Colombia y Perú), las marcadas depreciaciones que presentaron las monedas nacionales contrarrestaron con creces las reducciones de los precios de los bienes primarios, incluida la energía, con el consecuente impacto inflacionario del efecto de transferencia de estas variaciones del tipo de cambio.

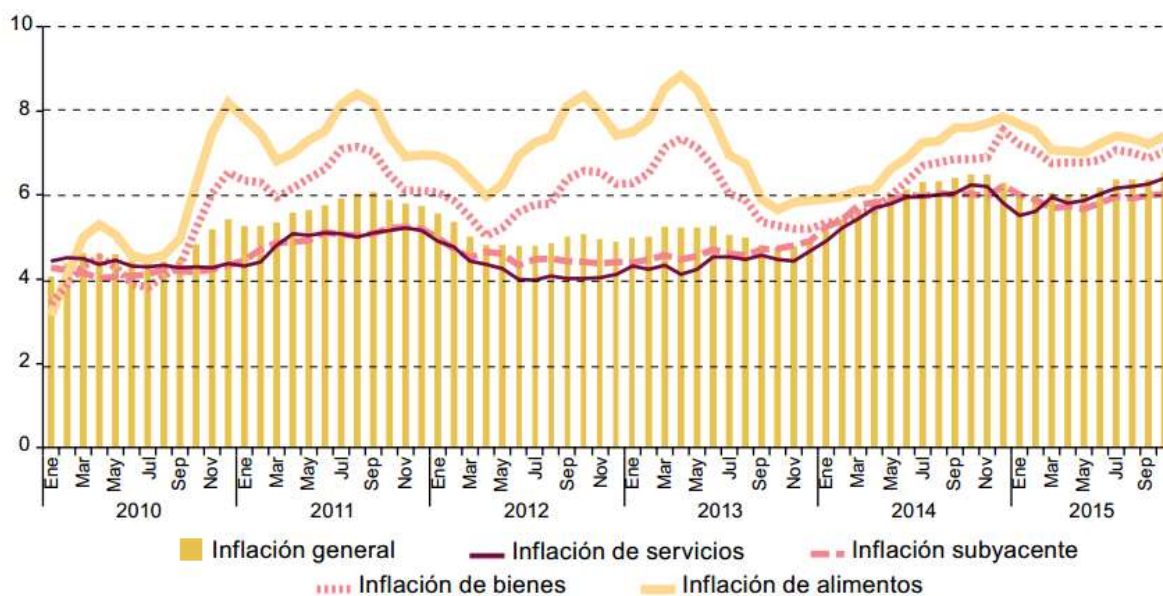
En la República Bolivariana de Venezuela, factores como el menor suministro de divisas para las importaciones, en especial para el sector privado, el aumento de la escasez tanto de bienes finales como de insumos productivos, el financiamiento monetario de la gestión del sector público, junto con una depreciación del tipo de cambio del mercado paralelo superior al 400%, ocasionaron un significativo repunte de la inflación. Por su parte, en Argentina se observa una desaceleración de la tasa de inflación en 2015, si bien esta se mantiene sobre el 10 por ciento.

**A nivel regional, durante 2015 la inflación de alimentos registró una ligera desaceleración respecto a los valores de 2014, mientras que la inflación subyacente no mostró variaciones**

Al desagregar la evolución de los precios entre inflación subyacente y componentes no subyacentes (energía y alimentos), se observa en la región una desaceleración de la inflación de alimentos acumulada en 12 meses a octubre de 2015, que fue de un 7.4%, en comparación con un 7.6% registrado a octubre de 2014, y una inflación subyacente del 6.0%, similar a la de 2014 (véase la gráfica siguiente).



**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PROMEDIO PONDERADO): INFLACIÓN ACUMULADA A 12 MESES, GENERAL, SUBYACENTE, DE ALIMENTOS, DE BIENES Y DE SERVICIOS, ENERO DE 2010 A OCTUBRE DE 2015**  
-En porcentajes-



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

A nivel subregional, la inflación de alimentos exhibió un incremento en las economías de América del Sur, al pasar del 8.1% en octubre de 2014 al 9.0% en octubre 2015, presentando al mismo tiempo un aumento de 4.4 puntos porcentuales en Colombia y una caída de 8.8 puntos porcentuales en Argentina y de 4.7 puntos porcentuales en Chile. En la subregión compuesta por Centroamérica y México, la tendencia fue a una desaceleración de la inflación de alimentos, del 6.6% en octubre de 2014 al 4.2% en octubre de 2015, y en tres economías de esta subregión: Costa Rica, El Salvador y Nicaragua, la inflación de alimentos registró una disminución de más de 5 puntos porcentuales, mientras que en Haití aumentó 8.3 puntos porcentuales. La inflación de alimentos superó el 10% en los casos de Argentina, Brasil, Haití, Uruguay y, muy probablemente, la República Bolivariana de Venezuela.

La inflación subyacente también se aceleró en América del Sur y se desaceleró en la región de Centroamérica y México, en tanto que a nivel de países superó el 10% solo

en los casos de Argentina, Haití y la República Bolivariana de Venezuela. En 2015 (tasas de variación en 12 meses hasta octubre), las mayores disminuciones del componente subyacente de la inflación se produjeron en Argentina (9.7 puntos porcentuales), Costa Rica (5.7 puntos porcentuales), Jamaica (7.4 puntos porcentuales) y Panamá (6.8 puntos porcentuales), mientras que los países con mayor incremento de la inflación subyacente fueron Colombia (3.5 puntos porcentuales) y Haití (6.1 puntos porcentuales).

Al descomponer la inflación entre bienes y servicios, ambos índices muestran a octubre de 2015 variaciones similares a las registradas al mismo mes de 2014, un 7.0% frente a un 6.9%, respectivamente, en el caso de los bienes, y un 6.4% frente a un 6.2%, respectivamente, en el caso de los servicios. En ambos casos, el promedio regional refleja, por un lado, el aumento de la inflación en América del Sur y, por otro, una desaceleración en las economías de Centroamérica, México y el Caribe de habla inglesa u holandesa.

### **Diversos factores condicionarán la evolución de la inflación en 2016**

Entre los factores que podrían inducir una reducción de la inflación a futuro destacan la esperada estabilidad de los precios de las materias primas, en especial de los alimentos y la energía, así como la desaceleración de la demanda agregada interna, sobre todo en las economías de América del Sur.

Por otra parte, dentro de los factores que pueden impulsar un alza de la inflación destacan las depreciaciones originadas por la volatilidad cambiaria prevaleciente en los mercados financieros internacionales, el encarecimiento del financiamiento externo y menores recursos vinculados a inversión extranjera directa. En este marco, la inflación podría ganar impulso, dado el efecto de transferencia de las variaciones del tipo de cambio. Los efectos de factores climáticos como el fenómeno de El Niño también

pueden afectar al alza la dinámica de los precios de los bienes agrícolas y de los alimentos.

Cuál de estos factores predomine dependerá de elementos específicos de cada país, pero sin duda la presencia de uno o más de ellos condicionará la acción de los responsables de política, en especial de las autoridades monetarias y cambiarias, para tratar de estimular la actividad económica interna, y sobre todo la inversión, en el contexto de una demanda agregada externa de bajo crecimiento. De igual forma, cambios en la orientación de las políticas pueden alterar drásticamente la evolución antes descrita, en particular en economías que exhiben profundos desequilibrios fiscales, cambiarios y monetarios.

## **Capítulo VI Las políticas macroeconómicas**

### **A. La política fiscal**

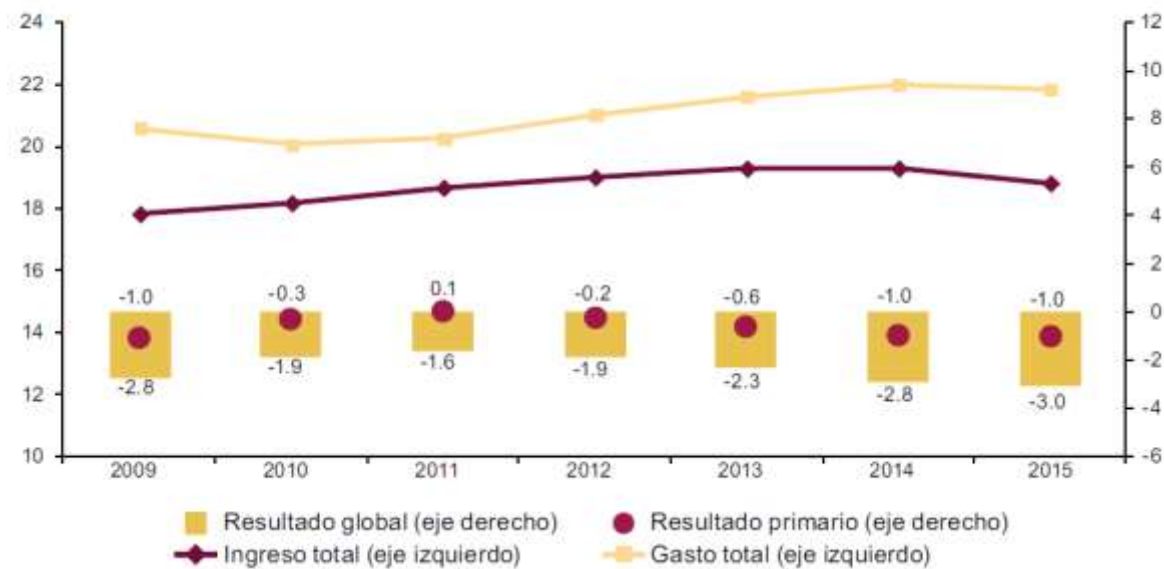
#### **Ante el aumento de las tensiones fiscales, la región ha iniciado un proceso de consolidación de sus finanzas públicas**

A nivel de los gobiernos centrales, el balance fiscal alcanzaría un promedio de déficit primario del 1% del PIB, y el resultado global (incluido el pago de los intereses de la deuda pública) registraría un déficit del 3% del PIB en 2015<sup>31</sup>. Por primera vez desde 2009, todos los países de América Latina presentan déficit fiscales, aunque este año los niveles de gastos e ingresos fiscales son bastante mayores, como se muestra en la gráfica siguiente.

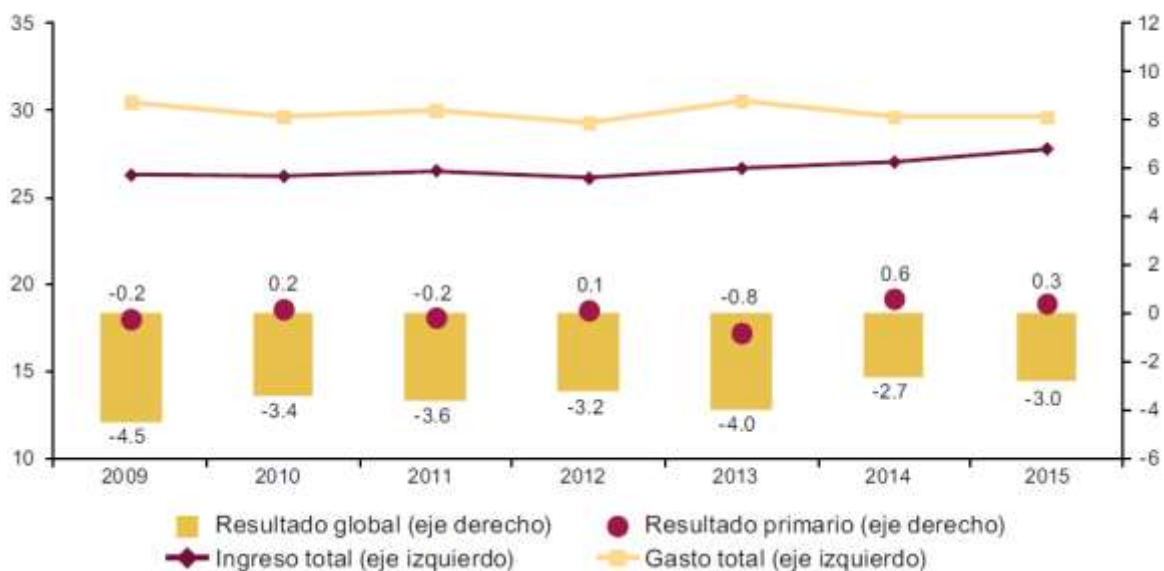
---

<sup>31</sup> La cobertura mencionada no incluye todas las operaciones de gobierno, por lo que en algunos países el déficit es mucho mayor cuando se incluyen empresas públicas y gobiernos subnacionales.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INDICADORES FISCALES DE LOS GOBIERNOS  
CENTRALES, 2009-2015**  
-En porcentajes del PIB-  
A. América Latina (19 países)



**B. El Caribe (13 países)**



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras y presupuestos oficiales y estimaciones.

De acuerdo con la información presentada en los presupuestos oficiales de cada país<sup>32</sup>, la situación fiscal en 2015 de 14 de los 19 países de América Latina se mantendría relativamente estable o en mejoría. En efecto, la significativa caída de los ingresos fiscales, afectados por menores precios de los productos básicos de exportación, ha sido compensada por ajustes proporcionales de los niveles del gasto público en varios países de la región.

En Ecuador, El Salvador y Honduras, mejora el balance fiscal de manera importante. En Colombia, Guatemala, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, República Dominicana y Uruguay, la posición fiscal se mantiene en niveles similares a los del año anterior. En cambio, en Brasil, Chile, Costa Rica, Haití y Perú, la merma del resultado fiscal es significativa.

En el Caribe, el resultado fiscal se ha deteriorado, alcanzando en 2015 un -3.0% del PIB, mientras que el resultado primario es equivalente a un 0.3% del PIB. De los 13 países de la región, 8 mejoraron o se mantuvieron estables durante 2015 y solo 5 exhibieron un deterioro de su saldo fiscal que afectó fuertemente el promedio de la región, entre los que se encuentran Barbados, Suriname y Trinidad y Tobago.

Cabe resaltar que la heterogeneidad del desempeño macroeconómico y de la especialización productiva de los países de la región se refleja en una diversidad de coyunturas fiscales. En especial, en el Caribe y Centroamérica las finanzas públicas se han beneficiado de un significativo doble choque fiscal positivo, con un crecimiento bastante vigoroso y una factura petrolera reducida.

La mayoría de los países que han tenido choques externos negativos han ajustado sus niveles de gasto, con el fin de mantener las cuentas públicas bajo control y contrarrestar la caída de los ingresos fiscales; para 2016 se espera una tendencia similar de acuerdo

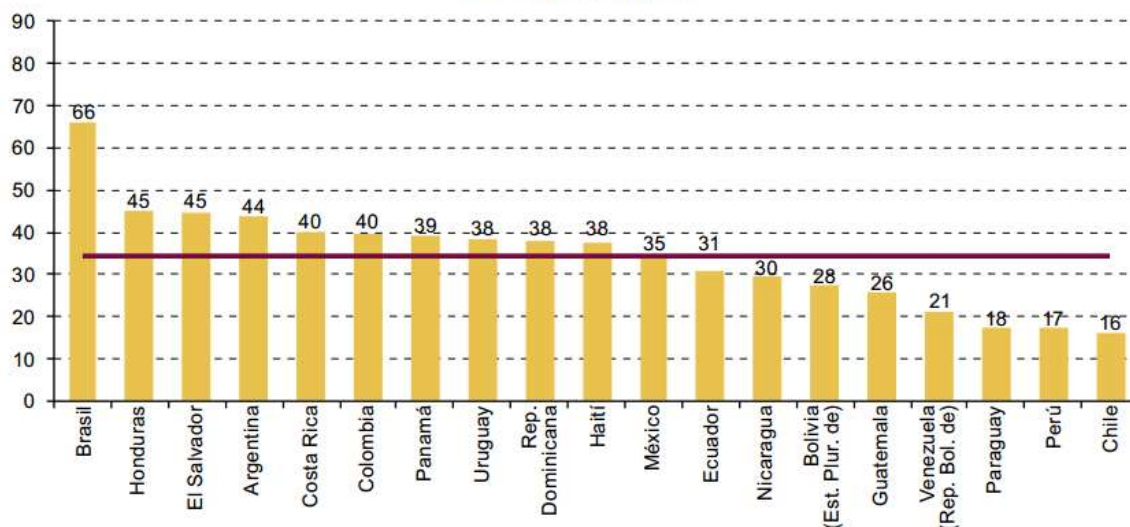
---

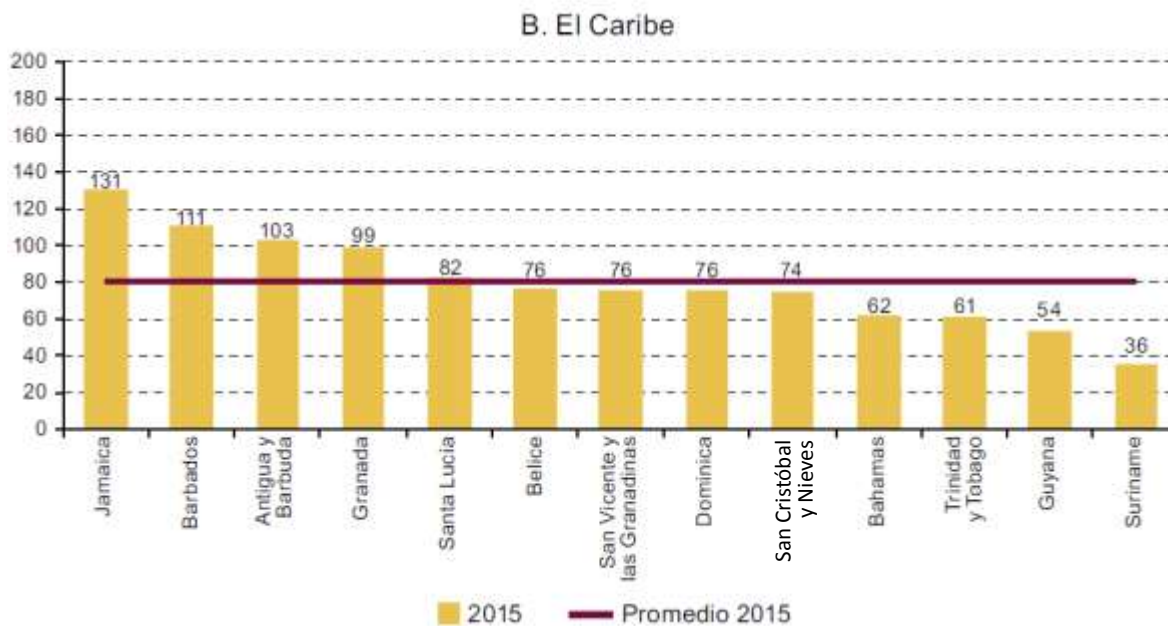
<sup>32</sup> Las cifras de 2015 provienen de presupuestos oficiales revisados.

con los presupuestos presentados. En promedio, la deuda pública como proporción del PIB se ha mantenido estable, especialmente por las bajas tasas de interés imperantes, aunque esta inédita situación puede revertirse ante nuevas alzas.

La deuda pública de América Latina aumentó levemente, a un promedio del 34.3% del PIB en 2015 (véase la gráfica siguiente), un nivel que sigue siendo comparativamente bajo. La tendencia alcista ha sido explosiva en Brasil, donde aumentó el peso de la deuda pública 7 puntos porcentuales durante el año, lo que se atribuye, en el actual contexto recesivo, a la agudización del déficit fiscal y a las altas tasas de interés devengadas por los títulos públicos. La deuda pública también ha aumentado en Ecuador (3.0 puntos del PIB), México (2.9 puntos) y Honduras (2.7 puntos), aunque desde un nivel mucho más bajo y en proporciones menores.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: DEUDA PÚBLICA BRUTA, 2015**  
**-En porcentajes del PIB-**  
**A. América Latina**





FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

En algunos países de América del Sur (Argentina, Colombia y Uruguay) y otros de Centroamérica (Costa Rica, El Salvador, Haití, Honduras y Panamá), los niveles de endeudamiento son algo superiores al promedio (entre un 37 y un 45% del PIB). En el otro extremo, con niveles de endeudamiento inferiores a 20 puntos del PIB, se encuentran Chile, Paraguay y Perú.

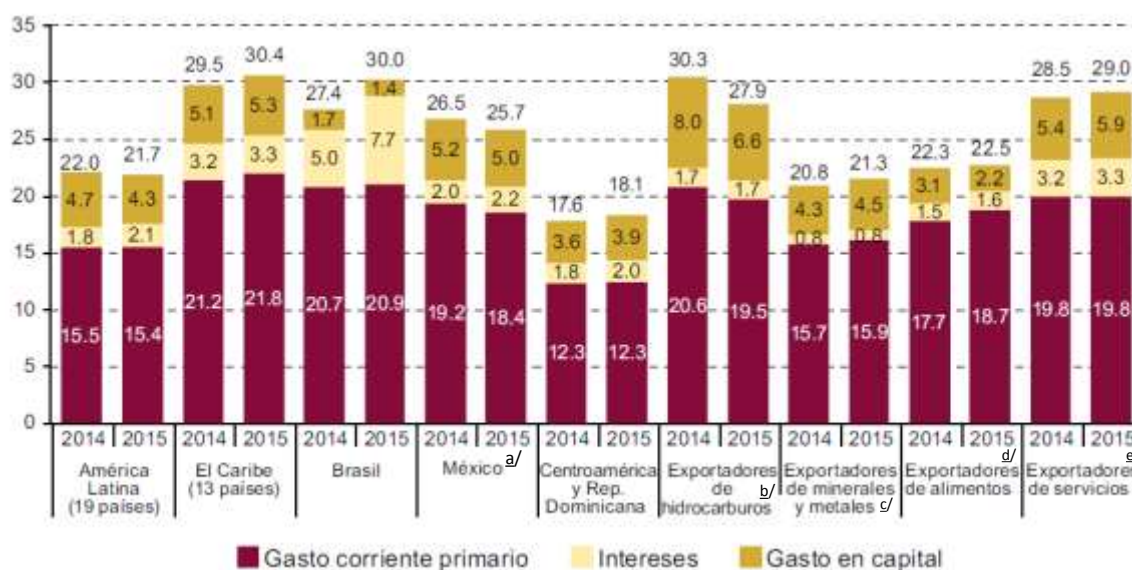
En general, en los países del Caribe la deuda ha tenido una trayectoria ascendente en el último quinquenio, alcanzando un valor promedio cercano al 80% del PIB, siendo Jamaica el país con la mayor deuda pública, de un 131% del PIB. En 2015, la deuda pública ha aumentado en Antigua y Barbuda (7.9 puntos del PIB), Santa Lucía (3.9 puntos), San Vicente y las Granadinas (3.8 puntos), Guyana (3.7 puntos), Trinidad y Tobago (2.8 puntos), Suriname (2.5 puntos), Barbados (2.2 puntos) y Dominica (1.9 puntos), y ha caído en Granada (0.1 puntos), Belice (1.3 puntos), Jamaica (2.0 puntos), San Cristóbal y Nieves (3.5 puntos) y las Bahamas (3.8 puntos).



## El gasto público agregado ha caído en términos del PIB, especialmente las erogaciones de capital

Las cifras disponibles muestran ciertas tendencias generales del gasto público. En América Latina, en línea con los anuncios de ajuste en varios países de la región, se observa en promedio una reducción de los gastos de capital de 0.4 puntos porcentuales del PIB, lo que contrasta con los aumentos significativos que se registraron en 2014. Hubo caídas acentuadas en los países exportadores de hidrocarburos (Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador, Trinidad y Tobago y Venezuela (República Bolivariana de)), así como en Brasil, Costa Rica, Honduras, Panamá y Paraguay (véase la gráfica siguiente). En el resto de Centroamérica y en Chile se registra un aumento marcado de la inversión pública.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: GASTO PÚBLICO DESAGREGADO DEL GOBIERNO CENTRAL, POR SUBREGIONES Y GRUPOS DE PAÍSES, 2014-2015**  
-En porcentajes del PIB-



<sup>a/</sup> Cobertura del sector público federal.

<sup>b/</sup> Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador, Trinidad y Tobago y Venezuela (República Bolivariana de).

<sup>c/</sup> Chile y Perú.

<sup>d/</sup> Argentina, Paraguay y Uruguay.

<sup>e/</sup> Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Jamaica, Panamá, San Cristóbal y Nieves, San Vicente y las Granadinas y Santa Lucía.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras y presupuestos oficiales y estimaciones.



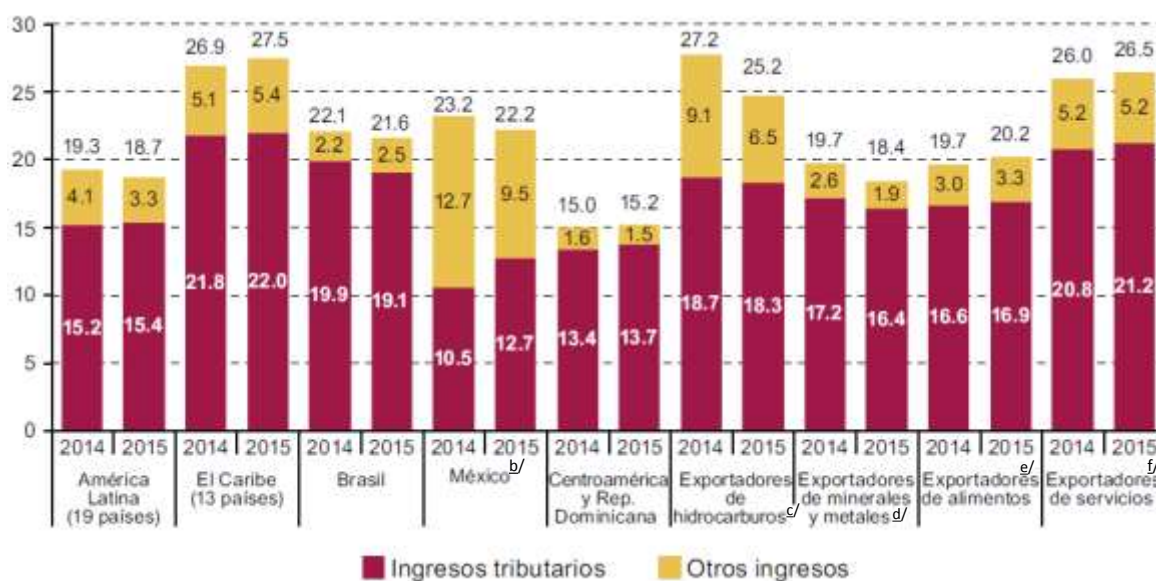
Por otra parte, si bien los promedios no se ven tan afectados, se observa un aumento sustancial del servicio de la deuda pública en varios países. En Brasil casi la totalidad del aumento del gasto público en 2015 equivale al alza del pago de intereses (2.7 puntos del PIB). En otros países (Costa Rica y República Dominicana), dicho gasto sobrepasa el 15% de participación. El servicio de la deuda también está creciendo en Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador y Honduras.

Cabe mencionar la moderación del crecimiento del gasto corriente primario de América Latina observada, en promedio, en 2015, tras varios años de continuo aumento como porcentaje del PIB. Se produce una fuerte caída en los países exportadores de hidrocarburos (1.1 puntos del PIB), lo que contrasta con un aumento relevante en los países exportadores de alimentos (Argentina, Paraguay y Uruguay). En el Caribe, destaca un aumento de 0.6 puntos del PIB del gasto corriente primario, sobre todo en las Bahamas, Barbados, Guyana y Trinidad y Tobago.

**Los ingresos fiscales se han visto afectados por los menores precios de los productos básicos de exportación, pero la merma ha sido compensada en parte por un aumento de los ingresos tributarios**

Los ingresos fiscales de América Latina registraron un deterioro en 2015 (véase la gráfica siguiente), principalmente por la caída de los ingresos provenientes de recursos naturales no renovables. El desplome del precio internacional del petróleo crudo golpeó a las cuentas públicas de los países productores de la región. Se destaca una reducción importante de los ingresos totales, en particular de los no tributarios, en México (3.2 puntos del PIB) y en los demás exportadores de hidrocarburos (2.6 puntos). Asimismo, los exportadores de minerales y metales experimentaron una nueva disminución de sus ingresos no tributarios (de 0.7 puntos del PIB en el caso de Chile y de 0.5 puntos en el caso de Perú), en línea con el descenso ininterrumpido de los precios de sus productos, que comenzó en 2011. Por otro lado, se destaca la estabilidad relativa de los ingresos fiscales en los países de Centroamérica y un aumento en el Caribe.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INGRESOS FISCALES TOTALES E INGRESOS TRIBUTARIOS DEL GOBIERNO CENTRAL, POR SUBREGIONES Y GRUPOS DE PAÍSES, 2014-2015 <sup>a/</sup>**  
**-En porcentajes del PIB-**



<sup>a/</sup> Los datos de 2015 corresponden a estimaciones.

<sup>b/</sup> Cobertura del sector público federal.

<sup>c/</sup> Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador, Trinidad y Tobago y Venezuela (República Bolivariana de).

<sup>d/</sup> Chile y Perú.

<sup>e/</sup> Argentina, Paraguay y Uruguay.

<sup>f/</sup> Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Jamaica, Panamá, San Cristóbal y Nieves, San Vicente y las Granadinas y Santa Lucía.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras y presupuestos oficiales y estimaciones.

Aunque el año fue marcado por la pérdida de ingresos provenientes de recursos naturales no renovables, el declive de éstos fue en parte contrarrestado en varios países por aumentos de los ingresos tributarios. En promedio, América Latina logró aumentar su presión tributaria 0.2 puntos porcentuales del PIB. Se destacan en particular Chile (0.5 puntos del PIB), México (2.2 puntos) y Ecuador (1.0 puntos), donde reformas y medidas recientes generaron mayores ingresos. En Chile, las transferencias al fisco de la Corporación Nacional del Cobre de Chile (CODELCO) cayeron un 22.7% en términos nominales, al tiempo que los ingresos tributarios registraron un aumento de un 9.3%, impulsados por un alza del 14% en la recaudación del impuesto sobre la renta, producto de la aplicación de la reforma tributaria aprobada en 2014.

En México los ingresos petroleros cayeron 2.5 puntos con respecto al producto en 2015, en línea con el desplome del precio internacional del petróleo crudo. Sin embargo, los ingresos tributarios aumentaron sustancialmente (2.2 puntos del PIB), impulsados por las medidas tributarias adoptadas en la Reforma Hacendaria de 2013. En particular se destaca un alza de la recaudación del impuesto sobre la renta —cuya presión aumentó casi un punto del PIB—, que se explica en parte por la aplicación de las nuevas medidas, como la eliminación del régimen de consolidación y mejoras en la retención del impuesto a los empleados públicos. Otro factor del incremento de la recaudación tributaria fue la reducción del arrastre fiscal, atribuible al impuesto especial sobre producción y servicios aplicado a la gasolina y el diésel (IEPS), que a su vez funciona como un subsidio, dependiendo de los precios internacionales de estos productos.

Los ingresos petroleros de Ecuador también experimentaron un declive importante durante el año, de 1.5 puntos con respecto al producto. En cambio, los ingresos tributarios se elevaron marcadamente (1.0 puntos del PIB), debido a los mayores ingresos procedentes del impuesto sobre la renta y de los aranceles. En el primer caso se destaca el efecto transitorio de la amnistía tributaria —aprobada en abril—, que permitió a los contribuyentes pagar los impuestos adeudados con una remisión de hasta el 100% de los intereses, multas y recargos. Por otro lado, la recaudación aduanera de Ecuador registró un aumento de más del 50%, producto de la aplicación de una sobretasa arancelaria en marzo de 2015.

En Perú los ingresos tributarios cayeron sustancialmente (2.0 puntos del PIB) en el año. Los ingresos fiscales provenientes de la actividad minera registraron una nueva baja, principalmente por una débil recaudación del impuesto sobre la renta de sociedades. Este factor fue acentuado por la reducción de la tasa de este impuesto —del 30 al 28%— en diciembre de 2014 como parte de un paquete de medidas dirigidas a reactivar la economía nacional. El total de los ingresos derivados del impuesto sobre la renta

—incluidos los de las personas físicas, las que también se beneficiaron de una reducción del impuesto, en promedio— se redujeron un 12% en términos nominales.

En Argentina y Brasil, los ingresos tributarios registraron trayectorias opuestas durante el año. En el primero de estos países, se destaca un crecimiento marcado de la recaudación del impuesto a las ganancias (45% en términos nominales) y de los aportes y contribuciones a la seguridad social (38%) hasta septiembre, que se debe principalmente al aumento de las remuneraciones imponibles. Por el contrario, en Brasil los ingresos tributarios del gobierno federal registraron una caída del 3.0% en términos reales en los primeros nueve meses de 2015. En particular, se destaca el descenso de las contribuciones sociales (3.0% en términos reales), en línea con el empeoramiento de la situación del mercado laboral formal.

En cambio, en la República Dominicana y los países de Centroamérica, los ingresos tributarios se mantuvieron estables con respecto al producto durante el año. Sin embargo, se destaca una caída en Guatemala (0.4 puntos del PIB) por una reducción de la recaudación del impuesto sobre la renta (6.4% en términos reales hasta octubre) y del impuesto al valor agregado aplicado a las importaciones (5.7%), que no fue compensada con los nuevos ingresos originados en las medidas tomadas a fines de 2014 (como el alza de los impuestos a la distribución de cemento, a la telefonía y a los vehículos).

En el Caribe los ingresos fiscales aumentaron en 2015, reflejando una cierta reactivación de la economía de los países y los resultados de medidas fiscales adoptadas en los últimos años. Se destacan subidas importantes de los ingresos tributarios en las Bahamas (2.4 puntos del PIB) y Jamaica (1.5 puntos). En el primer caso, el aumento se debe en parte a la entrada en vigor del nuevo impuesto sobre el valor agregado (IVA). En Jamaica, el crecimiento de los ingresos tributarios refleja un alza importante de los impuestos indirectos, originada por modificaciones al IVA y por un aumento de las

tasas del impuesto selectivo aplicado a productos derivados del petróleo. Por otro lado, en Suriname y Trinidad y Tobago los ingresos procedentes de los recursos naturales descendieron de manera pronunciada. Sin embargo, en este último país se elevaron los ingresos no tributarios, principalmente los ingresos de capital (2.2 puntos del PIB), que fueron impulsados por la venta de *Methanol Holdings (Trinidad) Limited* y, en menor medida, en los otros países de la región, por las donaciones relacionadas con los desastres naturales (como la tormenta tropical Erika).

## **B. Las políticas monetaria, cambiaria y macroprudencial**

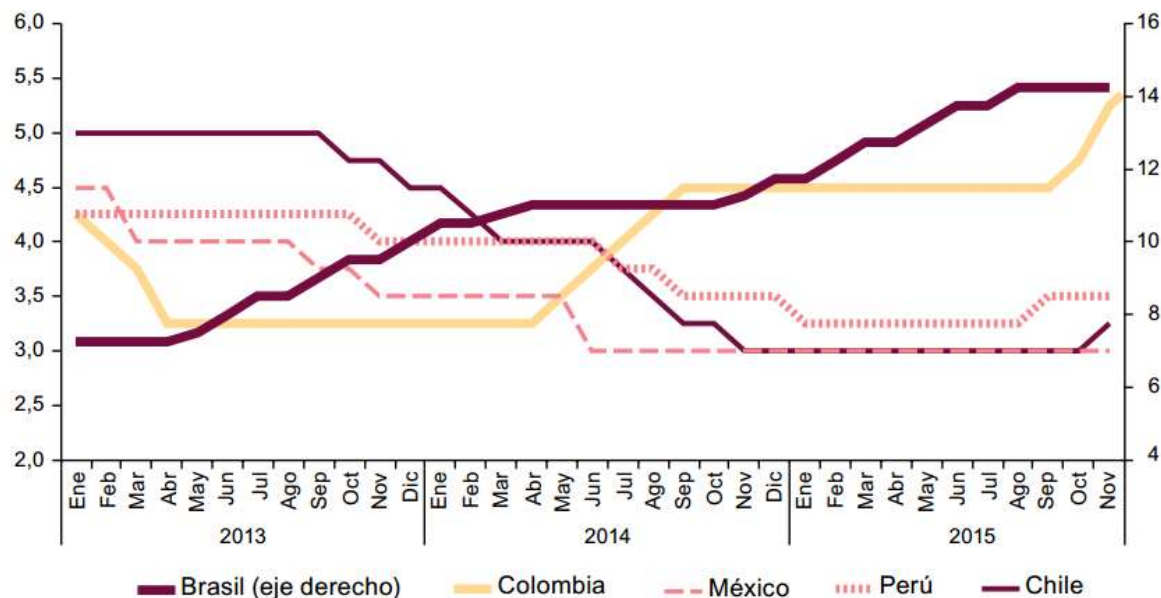
### **El espacio para mantener una política monetaria contracíclica podría estar disminuyendo en especial en las economías de América del Sur**

Desde que se desencadenó la crisis financiera mundial, las autoridades monetarias de la región han concentrado sus esfuerzos en tratar de estimular la demanda agregada interna, en particular el consumo privado y la inversión. Sin embargo, cambios producidos en el contexto internacional, como la caída de los precios de los bienes primarios y el aumento de la volatilidad en los mercados financieros, junto con la dinámica de los precios internos, han afectado el espacio de política con que cuentan los bancos centrales y, por tanto, su accionar.

En las economías de América del Sur que usan el esquema de metas de inflación, el espacio para sostener políticas monetarias expansivas parece estar disminuyendo en la medida en que la inflación se ha acelerado y supera los objetivos planteados por las autoridades. Esta situación ha provocado que los bancos centrales de dichas economías incrementaran la tasa de referencia de política monetaria durante el presente año, en especial, en el segundo semestre. En México, la trayectoria descendente de la inflación ha permitido a las autoridades mantener inalterada la tasa de referencia de la política monetaria (véase la gráfica siguiente).

**AMÉRICA LATINA (PAÍSES CON METAS DE INFLACIÓN): TASAS DE POLÍTICA MONETARIA, ENERO DE 2013 A NOVIEMBRE DE 2015**

-En porcentajes-

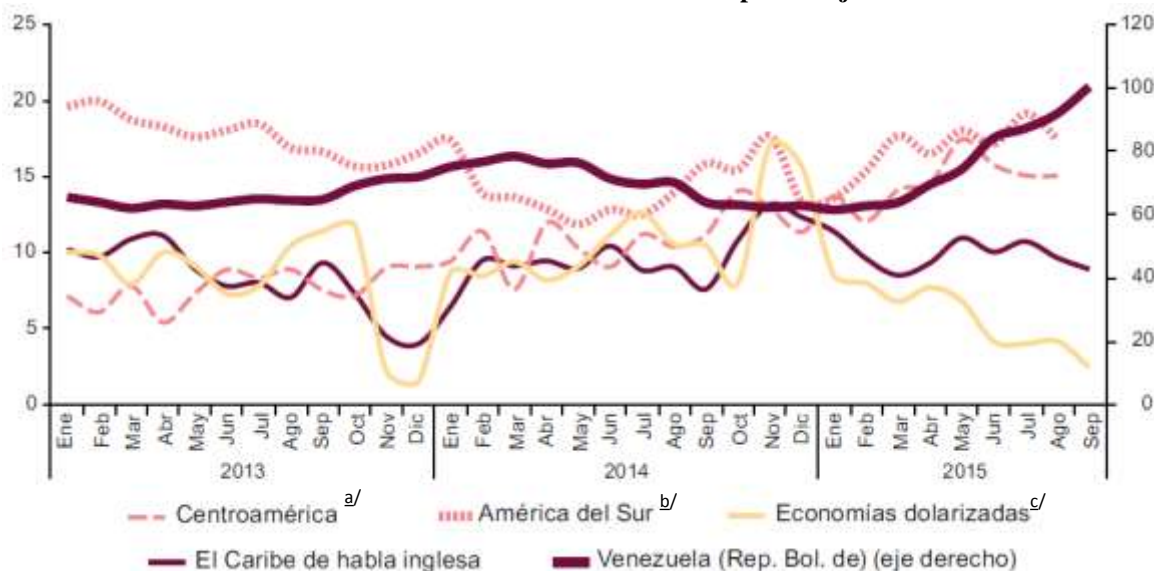


FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

En lo que respecta a los bancos centrales de la región que emplean agregados como principal instrumento de política, pareciera que la prioridad sigue siendo estimular la demanda agregada interna, dado que la base monetaria crece a tasas superiores a las observadas en 2014. Sin embargo, en la dinámica registrada por agregados más amplios, como el M1 y el M2, se evidencia que, a pesar de los esfuerzos por expandir a mayor ritmo la base monetaria, no se ha podido evitar una desaceleración de estos instrumentos, tanto en las economías dolarizadas como en el Caribe de habla inglesa y, a partir de mayo, en Centroamérica. En las economías de América del Sur que emplean los agregados como principal instrumento de política monetaria (base monetaria, M1 y M2), las tasas de crecimiento se han acelerado desde el segundo semestre de 2014, pese a que en este grupo se encuentran algunas de los países con mayores niveles de inflación de la región (véase la gráfica siguiente).

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EVOLUCIÓN DEL AGREGADO MONETARIO M1,  
ENERO DE 2013 A SEPTIEMBRE DE 2015**

**-Variaciones trimestrales anualizadas en porcentajes-**



a/ Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.

b/ Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Paraguay y Uruguay.

c/ Ecuador, El Salvador y Panamá.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

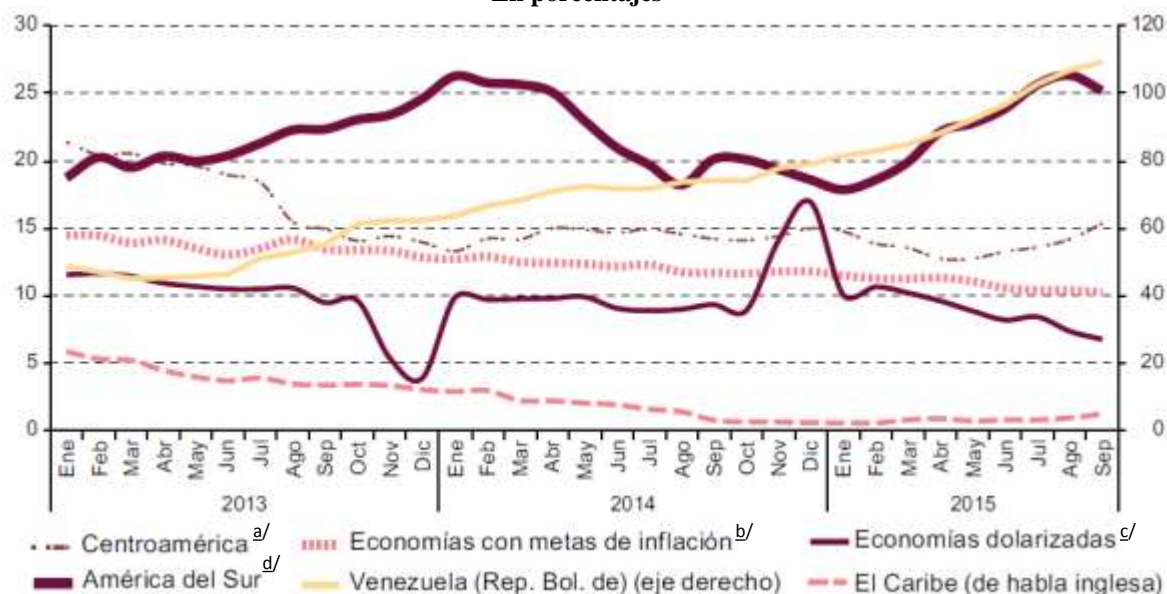
**Las tasas de interés activas se mantuvieron estables, mientras que el crédito tiende a desacelerarse**

En las variables que recogen los efectos del movimiento de los instrumentos de política, se observa que las tasas de interés activas medias se han mantenido bastante estables, a pesar de los cambios registrados en los instrumentos.

Por su parte, el crédito otorgado al sector privado da cuenta de una desaceleración en las economías dolarizadas y en las que han establecido metas de inflación. En Centroamérica y en las economías del Caribe de habla inglesa u holandesa, si bien en el primer semestre se observa una pequeña desaceleración del crédito, en el tercer trimestre de 2015 su ritmo de crecimiento mejora. Por su parte, en las economías de América del Sur que usan agregados como instrumento (que constituyen la excepción), tras la desaceleración mostrada en el segundo semestre de 2014, durante 2015 se aceleró el ritmo de crecimiento del crédito (véase la gráfica siguiente).



**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO INTERNO OTORGADO AL SECTOR PRIVADO, ENERO DE 2013 A SEPTIEMBRE DE 2015**  
-En porcentajes-



a/ Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.

b/ Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

c/ Ecuador, El Salvador y Panamá.

d/ Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Paraguay y Uruguay.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

Al analizar la composición del crédito, destaca la importante desaceleración que registra el destinado a los sectores industriales, mientras que el crédito dirigido al consumo es el que tiende a mostrar las mayores tasas de crecimiento.

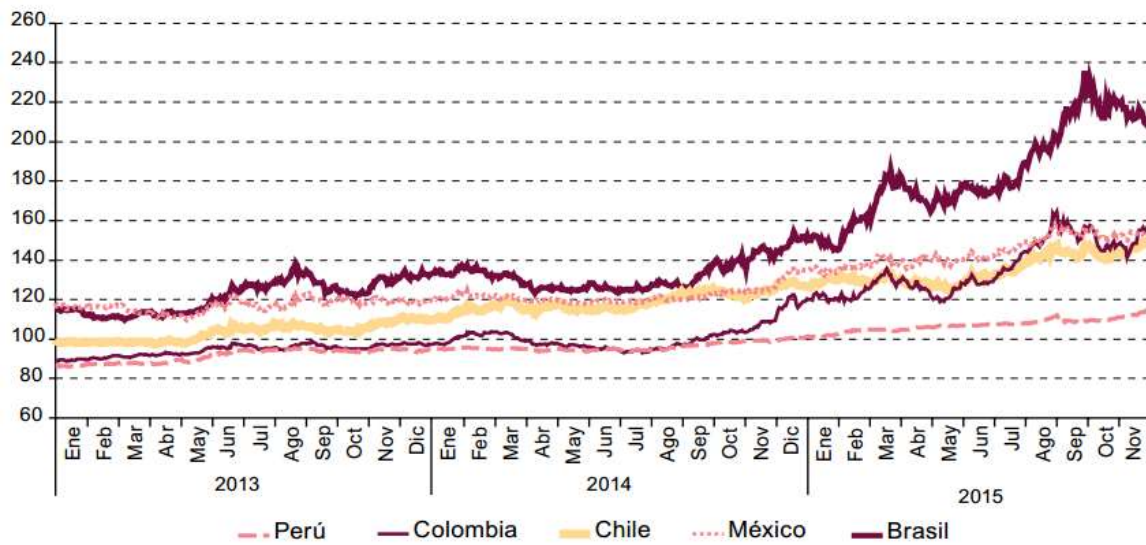
### **Las monedas de los países con tipo de cambio flexible registraron importantes depreciaciones durante 2015**

El progresivo deterioro de los precios internacionales de los productos básicos, las crecientes expectativas acerca de la suba de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos de Norteamérica y (en menor medida) la progresiva desaceleración de las economías de la región se tradujeron en una depreciación de las monedas de aquellos países con tipos de cambio flexibles, en un contexto de volatilidad, especialmente los que están más integrados a los mercados financieros internacionales. Así, el real brasileño se depreció respecto del dólar un 41% en los primeros 11 meses



de 2015 en comparación con el mismo período de 2014, mientras que el peso colombiano se depreció un 36.9%, el peso mexicano un 19.4%, el peso chileno un 14.6% y el nuevo sol peruano un 12%. Tomando como punto de comparación un momento anterior al mayor deterioro de las expectativas (junio de 2014), las depreciaciones son más marcadas, subiendo el tipo de cambio en el caso de Brasil un 68.9% y en el de Colombia un 58.3% (véase la gráfica siguiente).

**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL, ENERO DE 2013 A NOVIEMBRE DE 2015**  
**-Índice enero de 2008=100-**



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

A pesar de que esas devaluaciones a menudo fueron acompañadas de la aceleración de la inflación (asociada al traspaso (*passthrough*) y a efectos de segundo orden, entre otros), dada su magnitud, se tradujeron en depreciaciones del tipo de cambio efectivo de dichos países. Así, en Colombia, Brasil y México las depreciaciones efectivas observadas durante los primeros diez meses de 2015 en comparación con el mismo período de 2014 fueron del 25.6, el 23.3 y el 12.7%, respectivamente<sup>33</sup>.

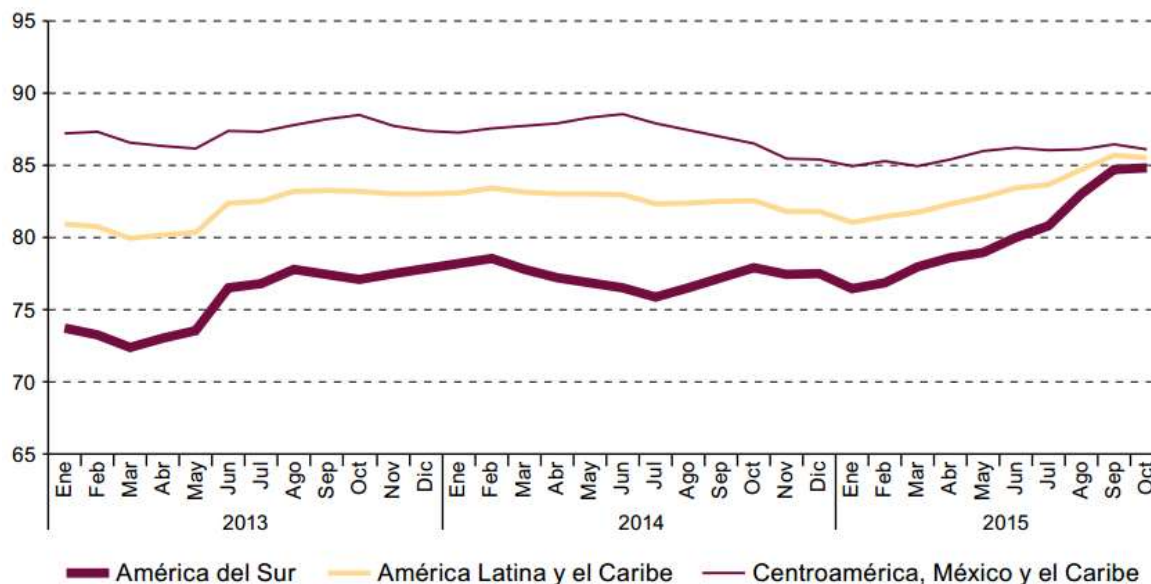
<sup>33</sup> Si se compara octubre de 2015 con octubre de 2014, son aún mayores, del 30, el 39.1 y el 17%, respectivamente.

La situación es diferente en aquellos países que no tienen flexibilidad cambiaria. En ellos, la conjunción de factores como el aumento de la inflación, las significativas depreciaciones de las monedas de los principales socios comerciales y la existencia de tipos de cambios poco flexibles ha provocado apreciaciones del tipo de cambio real efectivo. Éste es el caso de Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Ecuador y Venezuela (República Bolivariana de).

En Centroamérica, Guatemala registró una apreciación efectiva del 7.4%, a partir de la revalorización nominal del quetzal en un 3.4% durante los primeros diez meses de 2015 y, en menor medida, por la depreciación de socios comerciales como México. En el Caribe, en Trinidad y Tobago continuó el proceso de apreciación efectiva, debido sobre todo a la existencia de un tipo de cambio nominal casi fijo y a una inflación media del 5.5% durante los primeros diez meses del año, a lo que se sumó la depreciación de los socios comerciales.

En términos regionales, el tipo de cambio efectivo extrarregional de América Latina y el Caribe se depreció un 0.5% durante los primeros diez meses de 2015, arrastrado por la depreciación efectiva de América del Sur, de un 3.8%. Sin embargo, al comparar octubre de 2015 con octubre de 2014, la depreciación de América del Sur resulta mucho más marcada (8.8%), lo que también impactó sobre el total de la región (3.5%) (véase la gráfica siguiente).

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO  
EXTRARREGIONAL, ENERO DE 2012 A SEPTIEMBRE DE 2015**  
-Índice 2005=100-



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

### **Tras la leve recuperación registrada en 2014, las reservas internacionales descienden en 2015**

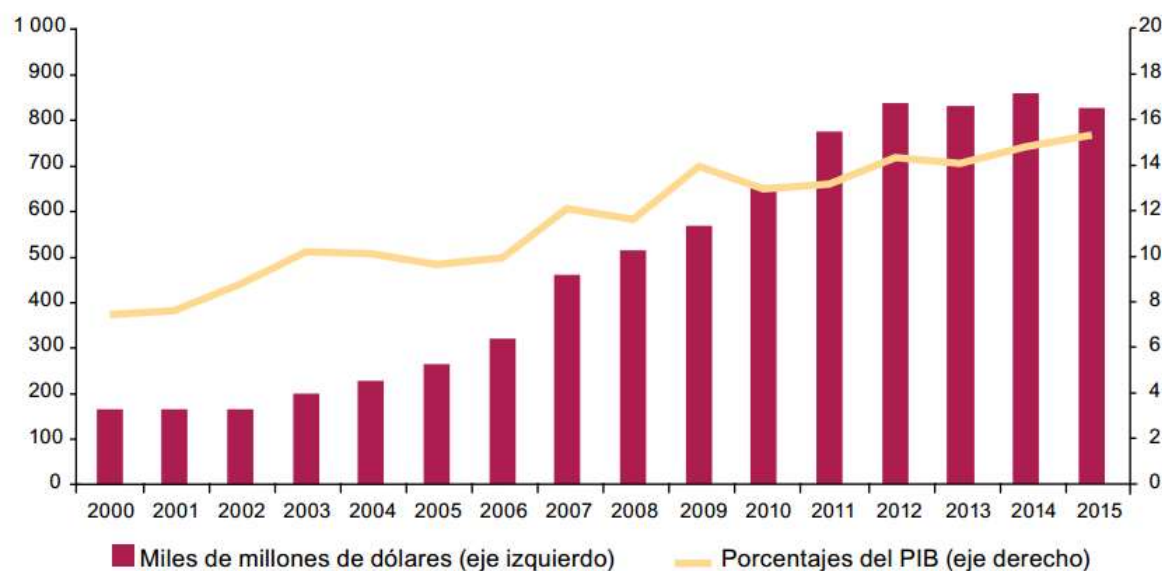
En los primeros diez meses de 2015, las reservas internacionales de América Latina y el Caribe registraron una contracción del 3.8%, la mayor desde el inicio del superciclo de los bienes primarios en 2003. Las reservas se redujeron en 22 economías de la región, y en 13 de estos casos las reducciones fueron superiores al 5%. Las economías que registraron las mayores pérdidas de reservas fueron Argentina (14.2%), Ecuador (16.2%), Haití (25.1%), Suriname (36.3%) y Venezuela (República Bolivariana de) (31.8%). Cabe destacar que los niveles de reservas internacionales alcanzados en octubre de 2015 son los más bajos desde julio de 2006 en Argentina, desde enero de 2010 en Haití, desde noviembre de 2007 en Suriname y desde febrero de 2003 en el caso venezolano.

Al mismo tiempo, las reservas se incrementaron en diez economías de la región, siendo los aumentos más significativos los observados en Costa Rica (9.7%), Jamaica (17.1%)

y Santa Lucía (31.3%). Las cinco economías que mantienen los niveles de reservas más elevados de la región registraron pérdidas, destacándose los descensos de Chile (4.6%) y México (7.0%).

Pese a esta reducción, las reservas crecieron en términos del PIB, al pasar del 14.8% en 2014 al 15.3% en 2015 (véase la gráfica siguiente). Esta dinámica a nivel regional fue inducida por la evolución de las economías de América del Sur (que tuvieron un crecimiento del 7.1%), en especial, en los casos de Brasil y Colombia, donde la relación entre las reservas internacionales y el PIB creció más de un 10%, compensando la caída registrada en el Caribe de habla inglesa (6.3%) y en Centroamérica y México (4.1%).

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS, 2000-2015**  
-En miles de millones de dólares y porcentajes del PIB-



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

### **Las economías de la región adoptaron medidas macroprudenciales para reducir sus vulnerabilidades sistémicas**

Los países de la región introdujeron reformas en sus sistemas financieros, de modo de complementar las políticas monetarias y cambiarias con medidas macroprudenciales a

fin de mitigar posibles riesgos sistémicos, adecuando el manejo de las reservas internacionales en un contexto internacional de creciente incertidumbre y mayores costos del financiamiento externo.

Las medidas incluyeron la modificación del marco regulador en Barbados y Jamaica; la reforma de las normativas relacionadas con los mercados de bonos corporativos y derivados en Brasil, México y Perú; cambios en el manejo del encaje legal sobre los depósitos bancarios en Barbados, Brasil, Guatemala, Perú, República Dominicana y Venezuela (República Bolivariana de); modificaciones de la regulación que rige el proceso de asignación de divisas en Argentina y Venezuela (República Bolivariana de); la profundización del proceso de desdolarización en Bolivia (Estado Plurinacional de) y Perú; propuestas de introducción de nuevos medios de pago en Ecuador, y el establecimiento de topes a las tasas de interés cobradas por las tarjetas de crédito en Guatemala.

Además, se introdujeron nuevos instrumentos como los acuerdos de canje de monedas entre China y diversos países de la región, entre ellos, Argentina, Chile y Suriname. La obtención de recursos mediante organismos multilaterales ha permitido reforzar la posición de las reservas internacionales en varias economías de la región como Honduras y Jamaica. Por su parte, la República Bolivariana de Venezuela ha efectuado retiros de fondos mantenidos en el Fondo Monetario Internacional (FMI) y ventas de reservas en oro.

## **Capítulo VII Riesgos y perspectivas para 2016**

En 2016 se presentarán diversos escenarios y riesgos en la economía mundial que sin duda condicionarán el desenvolvimiento de la actividad económica de la región. Como ya se mencionó, las proyecciones para los próximos años indican bajas tasas de crecimiento a nivel mundial, apuntaladas por la lenta, pero sostenida, recuperación de las economías desarrolladas. Sin embargo, aún persisten serios riesgos que podrían

modificar esta trayectoria. Más allá de las dificultades observadas en la zona del euro, cabe destacar las crecientes incertidumbres sobre el desempeño futuro de China y, en general, de las economías emergentes. En el caso de China, los escenarios más probables apuntan a que continúe la desaceleración de la economía hasta una tasa cercana al 6.4% en 2016. La dinámica de las economías emergentes nubla el panorama futuro de la demanda agregada externa que enfrentarán los países de América Latina y el Caribe.

A las incertidumbres sobre el crecimiento de la economía mundial, se debe sumar el bajo crecimiento del comercio, que en 2015 fue del 1.5%, la tasa más baja después de la crisis ocurrida entre 2007 y 2009. Se espera que en 2016 el volumen del comercio mundial crezca a tasas cercanas al 2.5%, aún por debajo del crecimiento de la economía.

Las repercusiones del lento crecimiento de la demanda agregada mundial y los factores condicionantes desde el lado de la oferta indican que no cabe esperar una recuperación de los precios de las materias primas, sino que éstos se mantendrán en torno a los valores mostrados a finales de 2015. En este contexto, se prevé que en 2016 la variación de los términos de intercambio será nuevamente negativa para América Latina y el Caribe en su conjunto, aunque el deterioro sería de menor magnitud que en 2015.

En el ámbito de los mercados financieros, se espera que durante 2016 empeoren las condiciones observadas en 2015, cuando los países emergentes se vieron afectados por una menor disponibilidad de flujos financieros, dada la incertidumbre y volatilidad que prevaleció en mayor o menor medida durante todo el año, junto con una menor liquidez global y un gradual aumento del costo de los recursos financieros en los mercados internacionales. En este contexto, no cabe esperar un repunte de los flujos de financiamiento disponible para los mercados emergentes, que en 2015 cayeron respecto de 2014. Las turbulencias de los mercados financieros internacionales se relacionan con

los efectos de la eventual normalización de la política monetaria de los Estados Unidos de Norteamérica y la tendencia al fortalecimiento del dólar.

Como se ha observado en años anteriores, la evolución de la economía mundial ha tenido efectos muy diferenciados en los distintos países y subregiones de América Latina y el Caribe, y contribuirá a acentuar las diferencias subregionales en función de la orientación productiva y comercial de las economías. Aquellas que dependen de las exportaciones de bienes primarios y que tienen a China como uno de sus principales destinos se verán más afectadas que aquellas orientadas a la producción de manufactura y a proveer servicios a las economías más desarrolladas, en particular los Estados Unidos de Norteamérica.

En el caso de las economías que dependen de las exportaciones de materias primas, la merma de los ingresos por este concepto condicionará el desempeño de variables como el ingreso nacional disponible —y, por ende, el consumo privado—, los ingresos fiscales —y, en consecuencia, el espacio para la adopción de políticas contracíclicas—, el resultado de la cuenta corriente y las variaciones del tipo de cambio. Además, ante el aumento de las presiones inflacionarias debido al efecto de transferencia de las variaciones del tipo de cambio, se ha ido reduciendo la aplicación de una política monetaria contracíclica.

La conjunción de mercados financieros externos con menor liquidez y choques adversos que afectan los términos de intercambio significará para muchos países de la región una disminución de los flujos financieros internacionales, debido a mermas de las entradas de capital e incrementos de las salidas. Esta situación provocará a su vez la persistencia de la volatilidad cambiaria y la necesidad de un mayor uso de las reservas internacionales para financiar los saldos en cuenta corriente, y aumentará la probabilidad de que la región enfrente ahora no solo un entorno comercial adverso, sino además un entorno financiero mucho menos favorable.



Al igual que en 2014, durante 2015 la demanda interna muestra una importante desaceleración, en especial del consumo privado y la inversión, situación que probablemente se mantenga durante 2016 y que acarrea importantes riesgos respecto de la capacidad de crecer en el futuro. Durante 2015, la formación bruta de capital fijo de América Latina se redujo un 4.2%, reflejando una fuerte caída de las economías de América del Sur (7.2%). Por su parte, en Centroamérica la formación bruta de capital fijo tuvo un aumento del 7.0% con respecto a 2014, mientras que para la subregión centroamericana y México el incremento fue del 4.3 por ciento.

Dinamizar el crecimiento económico de la región plantea amplios desafíos para los países. Junto con revertir el ciclo contractivo de la inversión que se viene observando desde 2014, deben ser capaces de aumentar su productividad, la que también se ha visto fuertemente rezagada en comparación con otras regiones y con los países desarrollados. La capacidad de mejora de la productividad se redujo no solo por la caída de la inversión, sino también por el debilitamiento de los sectores industriales y manufactureros regionales durante los últimos años. Este debilitamiento ha estado acompañado de un creciente deterioro de los mercados laborales, donde se observa un creciente aumento de la ocupación en sectores informales y de baja productividad. En un contexto de bajo crecimiento, la región debe además defender los avances sociales logrados en los últimos años.

Ante el descenso de los ingresos fiscales, que ha originado un proceso de consolidación de las cuentas públicas, se torna aún más indispensable avanzar en la instauración de reglas fiscales que prioricen los gastos de capital. Como ya lo ha planteado la CEPAL, el diseño de esquemas anticíclicos eficientes de protección de la inversión es sumamente importante para enfrentar la volatilidad macroeconómica de la región. Para minimizar los costos de ajuste y potenciar las expectativas de crecimiento potencial y de estabilidad futura, los esquemas que complementan las políticas anticíclicas con la



protección (y el estímulo) de las inversiones en la parte baja del ciclo pueden ser mucho más efectivos que las reglas fiscales basadas solamente en metas de gasto o déficit.

En un contexto externo complejo y sujeto a diversos riesgos, a diferencia de 2015 — cuando la economía regional mostró una contracción del 0.4%—, para 2016 se espera un leve crecimiento positivo del 0.2% (véase el cuadro siguiente). Al igual que en 2015, el crecimiento en promedio ponderado esconde dinámicas diferenciadas entre países y subregiones. Se estima que Centroamérica, incluidos el Caribe de habla española y Haití, crecerá en 2016 en torno al 4.3%. Si se incluye México, cuyo crecimiento esperado es del 2.6%, el promedio llega al 3.0%. América del Sur tendrá un crecimiento negativo del 0.8% fundamentalmente a causa de las contracciones de Brasil (2.0%) y Venezuela (República Bolivariana de) (7.0%); por último, el Caribe de habla inglesa crecerá a una tasa del 1.6 por ciento.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: TASAS ANUALES DE VARIACIÓN DEL  
PRODUCTO INTERNO BRUTO, (PIB), 2010-2016**  
**-En porcentajes, sobre la base de dólares constantes de 2010-**

País	2010	2011	2012	2013	2014	2015 <sup>a/</sup>	2016 <sup>b/</sup>
Argentina	9.5	8.4	0.8	2.9	0.5	2.0	0.8
Bolivia (Estado Plurinacional de)	4.1	5.2	5.1	6.8	5.5	4.5	4.5
Brasil	7.6	3.9	1.8	2.7	0.1	-3.5	-2.0
Chile	5.8	5.8	5.5	4.2	1.9	2.0	2.1
Colombia	4.0	6.6	4.0	4.9	4.6	3.1	3.0
Costa Rica	5.0	4.5	5.2	3.4	3.5	2.7	3.3
Cuba	2.4	2.8	3.0	2.7	1.3	4.0	4.2
Ecuador	3.5	7.9	5.6	4.6	3.7	0.4	0.3
El Salvador	1.4	2.2	1.9	1.8	2.0	2.4	2.4
Guatemala	2.9	4.2	3.0	3.7	4.2	3.9	4.0
Haití	-5.5	5.5	2.9	4.3	2.7	2.0	2.5
Honduras	3.7	3.8	4.1	2.8	3.1	3.4	3.3
México	5.2	3.9	4.0	1.4	2.2	2.5	2.6
Nicaragua	3.2	6.2	5.1	4.5	4.7	4.0	4.3
Panamá	5.8	11.8	9.2	6.6	6.1	5.9	6.2
Paraguay	13.1	4.3	-1.2	14.0	4.7	2.9	3.0
Perú	8.3	6.3	6.1	5.9	2.4	2.8	3.4
República Dominicana	8.3	2.8	2.6	4.8	7.3	6.6	5.2
Uruguay	7.8	5.2	3.3	5.1	3.5	1.5	1.5
Venezuela (República Bolivariana de)	-1.5	4.2	5.6	1.3	-4.0	-7.1	-7.0
<b>Subtotal de América Latina<sup>d/</sup></b>	<b>6.3</b>	<b>4.7</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	<b>1.2</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.2</b>
Antigua y Barbuda	-7.1	-1.8	4.0	-0.3	4.8	3.2	3.8
Bahamas	1.5	0.6	2.2	0.0	1.0	1.5	2.4
Barbados	0.3	0.8	0.3	-0.1	0.2	0.5	1.0
Belice	3.3	2.1	3.8	1.5	3.4	1.7	2.7
Dominica	0.7	-0.1	-1.3	0.6	4.0	-2.7	5.2
Granada	-0.5	0.8	-1.2	2.4	5.7	3.4	2.4
Guyana	4.4	5.4	4.8	5.2	3.8	2.0	3.4
Jamaica	-1.5	1.7	-0.6	0.5	0.7	1.0	1.5
San Cristóbal y Nieves	-3.2	1.7	-1.2	5.8	6.9	5.2	4.7
San Vicente y las Granadinas	-3.4	-0.4	1.4	1.7	0.7	1.0	2.1
Santa Lucía	-1.7	0.7	-1.1	0.1	0.5	1.3	1.0
Suriname	5.2	5.3	3.1	2.9	3.4	2.2	2.4
Trinidad y Tobago	3.3	-0.3	1.3	2.3	-1.0	0.2	0.6
<b>Subtotal del Caribe</b>	<b>1.4</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>	<b>0.7</b>	<b>1.0</b>	<b>1.6</b>
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>6.2</b>	<b>4.7</b>	<b>2.9</b>	<b>2.8</b>	<b>1.2</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.2</b>
<b>Centroamérica (9 países)<sup>e/</sup></b>	<b>4.1</b>	<b>4.4</b>	<b>4.0</b>	<b>3.8</b>	<b>4.0</b>	<b>4.4</b>	<b>4.3</b>
<b>América del Sur (10 países)<sup>d/</sup></b>	<b>6.7</b>	<b>5.0</b>	<b>2.6</b>	<b>3.2</b>	<b>0.6</b>	<b>-1.6</b>	<b>-0.8</b>

a/ Estimaciones.

b/ Proyecciones.

c/ Incluye los siguientes países: Costa Rica, Cuba, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.

d/ Incluye los siguientes países: Argentina, Bolivia, (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

La leve mejora del crecimiento económico regional proyectada para 2016 no tendrá fuerza suficiente para dinamizar de manera marcada la demanda laboral y la generación de empleos de calidad. Si bien el comportamiento levemente contracíclico de la oferta laboral en América Latina en su conjunto frenaría el aumento de la tasa de participación, la debilidad de la generación de empleo y la correspondiente nueva caída de la tasa de ocupación causarían un nuevo incremento de la tasa de desempleo. Al mismo tiempo, en muchos países aumentará el empleo de baja productividad, ya que muchos hogares tendrán que generar fuentes adicionales de ingresos laborales.

En varios países los salarios reales, y con ellos los ingresos de los hogares, se verán afectados por menores incrementos de los salarios nominales, en un contexto de creciente desempleo, o por una inflación relativamente elevada, por ejemplo, como consecuencia rezagada de una depreciación cambiaria. Sin embargo, esta no será una pauta generalizada por lo que, en países con baja inflación y una moderada expansión del PIB, las condiciones para que se incrementen los salarios reales continúan siendo más favorables.

**Fuente de información:**

[http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/39558/S1501291\\_es.pdf?sequence=56](http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/39558/S1501291_es.pdf?sequence=56)