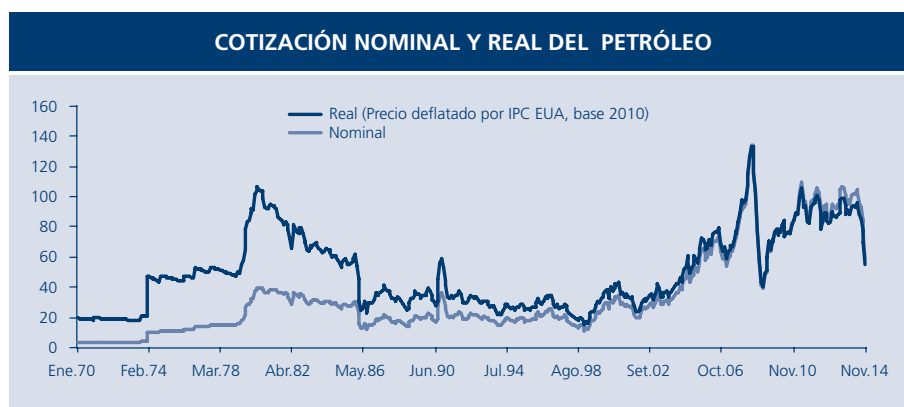


Recuadro 1

LA CAÍDA EN EL PRECIO DEL PETRÓLEO: LOS CANALES DE TRANSMISIÓN

En los reportes de inflación previos se señaló que el mercado de petróleo se encontraba relativamente holgado debido, entre otros factores, al crecimiento de la oferta en Estados Unidos y, en menor medida a una desaceleración de la demanda, particularmente de China. Ello se había reflejado en un incremento en los inventarios de petróleo de 69 millones de barriles en el cuarto trimestre de 2014, respecto a similar periodo del año previo. Sin embargo, los problemas geopolíticos –en particular los relacionados a los disturbios y huelgas en Libia, al conflicto interno en Nigeria, al Estado Islámico y al conflicto entre Rusia y Ucrania– limitaban las expectativas a la baja en el precio de este producto.

Por ello, la magnitud y la velocidad del ajuste en los precios observado desde julio han excedido cualquier pronóstico. Ello se apoya en el cambio en las perspectivas del mercado: entre octubre y diciembre, tanto la Agencia Internacional de Energía (IEA) como el Departamento de Energía de los Estados Unidos (EIA) revisaron significativamente a la baja la demanda por petróleo y, simultáneamente, aumentaron la proyección de oferta. Los precios del petróleo han registrado una caída de 43,8 por ciento entre julio y diciembre. Si exceptuamos el ajuste ocurrido en la crisis financiera internacional y la reducción del precio de petróleo de Arabia Saudita a fines de 1985, se trata del mayor ajuste observado en un período de cinco meses.



La forma en que este ajuste brusco viene afectando a la economía global se da a través de varios canales.

- a. **Una transferencia de recursos hacia países que consumen más:** Una caída en el precio del petróleo supone una transferencia de recursos desde los países exportadores hacia los países importadores. Considerando una producción de 90 millones de barriles por día, la caída de US\$ 40 en el precio del petróleo implicaría una transferencia de recursos de aproximadamente US\$ 1,6 billones anuales. Dado que los países beneficiados tienen una propensión marginal a consumir mayor, el consumo global se incrementaría a raíz de esta transferencia de recursos. De acuerdo con estimaciones del FMI, una caída permanente del precio del petróleo impactaría en 0,9 puntos porcentuales al crecimiento global; siendo China y varias economías desarrolladas las más beneficiadas.
- b. **Menores recursos de los fondos soberanos:** Cuatro de los cinco principales fondos soberanos corresponden a países exportadores de petróleo (Emiratos Árabes Unidos, Noruega, Arabia Saudita y Kuwait). Estos fondos





soberanos inyectan recursos a la economía global a través de sus inversiones lo cual mejora las condiciones de financiamiento global y reduce las tasas de interés internacionales. Por ejemplo, los países exportadores de petróleo constituyen el cuarto mayor tenedor extranjero de bonos del Tesoro americano. Por lo tanto, los menores excedentes de los países petroleros implicarían que sus fondos soberanos tengan menos recursos para inyectar en los mercados internacionales, e incluso podrían retirar fondos liquidando algunas posiciones.

- c. **Deterioro de los fundamentos de las economías exportadoras:** En muchas de las economías exportadoras –como Rusia, Venezuela y Nigeria y varios países árabes– la posición fiscal y externa depende significativamente de la exportación de petróleo. En el caso de Rusia, por ejemplo, el rublo ha perdido alrededor de 80 por ciento de su valor con respecto al dólar en 2014. Esta depreciación afecta la demanda interna debido al alto nivel de endeudamiento externo de su sector corporativo.

En el caso de los países árabes, diversas estimaciones señalan que el precio del petróleo que permite financiar su gasto público se ubica significativamente por encima de los precios actuales. Ello supone que tendría que reducir significativamente su gasto o, en su defecto, recurrir al endeudamiento para mantenerlo en los niveles actuales.

- d. **Riesgo de contagios sobre otras economías emergentes:** Las dudas sobre la sostenibilidad de estas economías podría llevar a un incremento en la aversión al riesgo, lo que supondría una menor demanda por activos de las economías emergentes, que suelen ser considerados de mayor riesgo relativo. Ello supone que, incluso algunas economías emergentes que se podrían beneficiar de los menores precios de petróleo, se puedan ver afectadas por el deterioro en sus condiciones de financiamiento. Este es el caso de Turquía, país que es importador neto de petróleo pero que tiene un elevado déficit en cuenta corriente.
- e. **Incremento de los riesgos de deflación en algunas economías desarrolladas:** En la actualidad varias economías desarrolladas –Japón, Suecia y varios países de la Eurozona– enfrentan presiones deflacionarias que pueden afectar el proceso incipiente de recuperación económica. La caída en el precio del petróleo acentuaría estas presiones aunque se espera que dichas economías mantengan o incrementen sus políticas monetarias expansivas con el fin de revertir estas presiones adicionales.

Estos canales se concretarían en mayor medida en tanto este choque sea de carácter permanente. Si bien existe un mercado holgado que justifica una corrección a la baja en los precios, existen dudas sobre si el ajuste reciente está en línea con los fundamentos. Por ejemplo, a los precios actuales muchos proyectos no serían rentables, lo que supone una restricción no prevista en la oferta (en particular en el mediano plazo). Asimismo, los conflictos recientes en el Medio Oriente podrían afectar la producción en el corto plazo y afectar también la inversión, con el impacto sobre la oferta en un horizonte más largo. A estos factores se contraponen los riesgos de una desaceleración de la economía mundial por encima de lo previsto.
