

III. Cuando lo financiero deviene real

El desplome de los precios del petróleo y la revalorización del dólar estadounidense conformaron el entorno macroeconómico global en el año examinado. Estos cambios radicales en las condiciones de mercados clave hallaron a las economías en diferentes fases de sus ciclos económicos y financieros.

El abaratamiento de los costes energéticos alentó la fase expansiva del ciclo económico en las economías avanzadas. El reajuste de los tipos de cambio aminoró el crecimiento en Estados Unidos, mientras que facilitó su recuperación en la zona del euro. Si bien las condiciones financieras siguieron mejorando en los países más perjudicados por la crisis, no consiguieron desvanecer las repercusiones del auge financiero que precedió a la crisis. La ineficiente asignación de recursos derivada de la rápida expansión del crédito anterior continuó erosionando el crecimiento de la productividad. El lastre de una elevada deuda pública limitó la discrecionalidad presupuestaria de los gobiernos, al tiempo que el envejecimiento de la población complica aún más las reformas necesarias de cara a alcanzar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

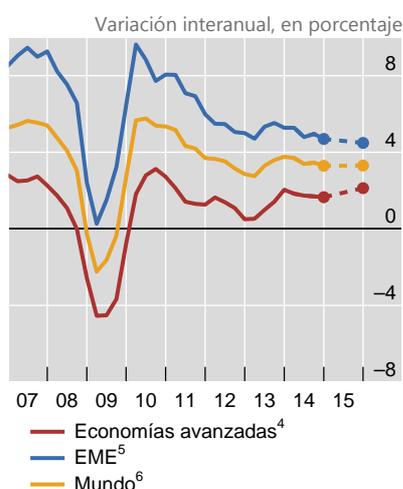
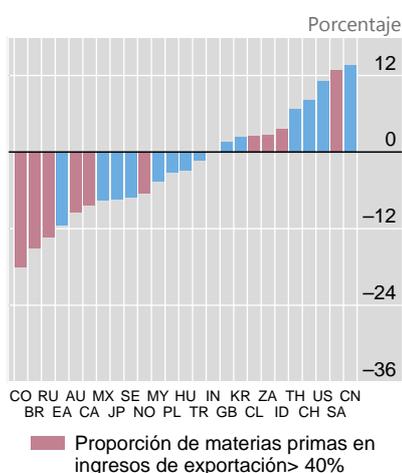
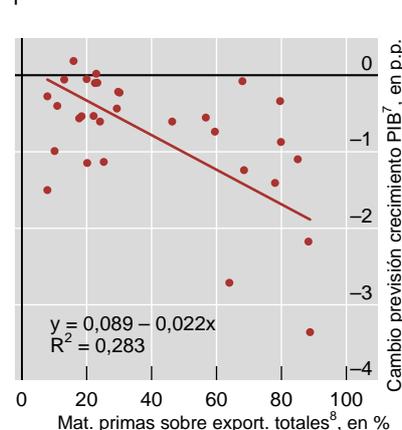
En varios aspectos, las condiciones fueron sensiblemente diferentes en numerosas economías de mercado emergentes (EME) que habían resultado menos afectadas por la crisis. La caída de los ingresos por exportación de materias primas y el creciente coste del servicio de la deuda en dólares coincidió con la desaceleración del crecimiento y con picos en los ciclos financieros nacionales. En el pasado, la conjunción de menor crecimiento con el cenit de un auge del crédito en las EME a menudo se saldó con tensiones financieras graves, sobre todo cuando las condiciones financieras globales eran restrictivas. Una mejor gestión macroeconómica y estructuras financieras más sólidas, con vencimientos más largos para la deuda y una menor exposición al riesgo de cambio, han aumentado su resiliencia. Sin embargo, el mayor endeudamiento general del sector privado, ya sea a través de préstamos bancarios nacionales o del mercado internacional de capitales, podría neutralizar las ganancias derivadas de estructuras de deuda más equilibradas.

Este capítulo comienza examinando el cambio en los patrones de crecimiento a lo largo del año pasado. A continuación evalúa el efecto a largo plazo de anteriores expansiones financieras sobre el crecimiento de las economías avanzadas, para concluir analizando las vulnerabilidades financieras de las EME a la luz de auges financieros recientes y la ralentización del crecimiento.

Cambio en los patrones de crecimiento

El crecimiento de la economía mundial el pasado año rondó su tasa media de largo plazo, con el PIB mundial creciendo el 3,4% (Anexo Estadístico, Cuadro A1), cerca de su promedio desde 1980. Ahora bien, esta cifra encubre cambios importantes en el ritmo de crecimiento en los distintos países.

La progresión continuó en las economías avanzadas (Gráfico III.1, panel izquierdo). La mayor expansión en Estados Unidos y el Reino Unido contrastó con el retorno a un crecimiento moderado en la zona del euro y la gradual recuperación

Crecimiento del producto mundial¹Variación del tipo de cambio real efectivo²Materias primas y revisiones de las previsiones de crecimiento del PIB³

AU = Australia; BR = Brasil; CA = Canadá; CH = Suiza; CL = Chile; CN = China; CO = Colombia; EA = Zona del euro; GB = Reino Unido; HU = Hungría; ID = Indonesia; IN = India; JP = Japón; KR = Corea; MX = México; MY = Malasia; NO = Noruega; PL = Polonia; RU = Rusia; SA = Arabia Saudita; SE = Suecia; TH = Tailandia; TR = Turquía; US = Estados Unidos; ZA = Sudáfrica.

¹ Medias ponderadas por los respectivos PIB en términos de PPA; los puntos representan previsiones. ² Entre julio de 2014 y abril de 2015; un valor positivo indica una apreciación. ³ Países que figuran en las notas 4 y 5, menos Hungría, India, Italia y Rusia.

⁴ Australia, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, Reino Unido, Suecia, Suiza y la zona del euro. ⁵ Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. ⁶ Países que figuran en las notas 4 y 5. ⁷ Variación en puntos porcentuales de las previsiones de crecimiento del PIB para 2015 entre julio de 2014 y mayo de 2015. ⁸ Proporción media que representan las materias primas en los ingresos por exportación entre 2004 y 2013.

Fuentes: Base de datos Comtrade de Naciones Unidas; Consensus Economics; datos nacionales; cálculos del BPI.

de la economía japonesa. Estados Unidos creció un 2,4% en 2014, gracias al rápido descenso del desempleo, si bien se contrajo en el primer trimestre de 2015 en parte por el debilitamiento de las exportaciones. El PIB de la zona del euro se expandió un 0,9% en 2014, previéndose que la recuperación se acelerará en 2015. El crecimiento retornó a España y Portugal, y se prevé para este año la recuperación de la economía italiana. En Japón, el consumo cayó de forma acentuada tras la subida del impuesto sobre las ventas en abril de 2014. El crecimiento promedio en otras economías avanzadas fue del 2,4%, si bien con crecientes diferencias entre países.

La actividad económica en las EME siguió desacelerándose. El crecimiento cedió alrededor de 0,3 puntos porcentuales, situándose en el 4,9% en 2014 y continuando la tendencia en 2015. De nuevo, esto encubre diferencias significativas entre países. En China, la demanda privada acentuó su desaceleración, en parte debido a la atonía del sector inmobiliario. Esto contrastó con la aceleración de la actividad en Corea y la India. El crecimiento en la mayoría de las otras EME de Asia se desaceleró en 2014, aunque se espera que repunte en 2015. La economía brasileña se contrajo en el segundo semestre de 2014, mientras que mejoraba la actividad en el resto de economías latinoamericanas. El crecimiento en Europa central y oriental se aceleró 2 puntos porcentuales, hasta el 3,1%.

El desplome de los precios del petróleo y la revalorización del dólar estadounidense afectaron al crecimiento en todo el mundo a partir de mediados de 2014. A finales de mayo de 2015, el precio del crudo expresado en dólares había caído un 40% interanual (Capítulo II). Entre julio de 2014 y abril de 2015, el dólar

estadounidense, a su tipo de cambio efectivo real ponderado por el comercio, se apreció en torno al 10%, mientras que el euro se depreció en un porcentaje similar y el yen lo hizo un 7,5% (Gráfico III.1, panel central).

El impacto macroeconómico de estos fuertes cambios de precios relativos aún tiene que dejarse sentir plenamente. El abaratamiento del precio del petróleo por el aumento de la oferta debería espolear la actividad económica, al reducir el coste de los insumos e incrementar la renta en términos reales. De hecho, la caída del precio del crudo impulsó la confianza de los consumidores en las principales economías avanzadas y contribuyó al reciente despunte del consumo en la zona del euro. Por su parte, las variaciones de los tipos de cambio redistribuyen el crecimiento. El avance de las exportaciones de EEUU, en un entorno de fortalecimiento del dólar, se redujo del 4% interanual en el segundo trimestre de 2014 al 3% en el primero de 2015.

Numerosas economías de mercado emergentes ya han sentido los efectos más contundentes. La actividad en las economías productoras de materias primas y productos básicos se ha debilitado. Entre julio de 2014 y mayo de 2015, las revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento de 2015 fueron mayores para los países más dependientes de las exportaciones de estos productos (Gráfico III.1, panel derecho). Los menores precios de las materias primas han conllevado recortes en la inversión, sobre todo en el sector de los hidrocarburos. A ello se suma que los exportadores de productos básicos han perdido ingresos tributarios.

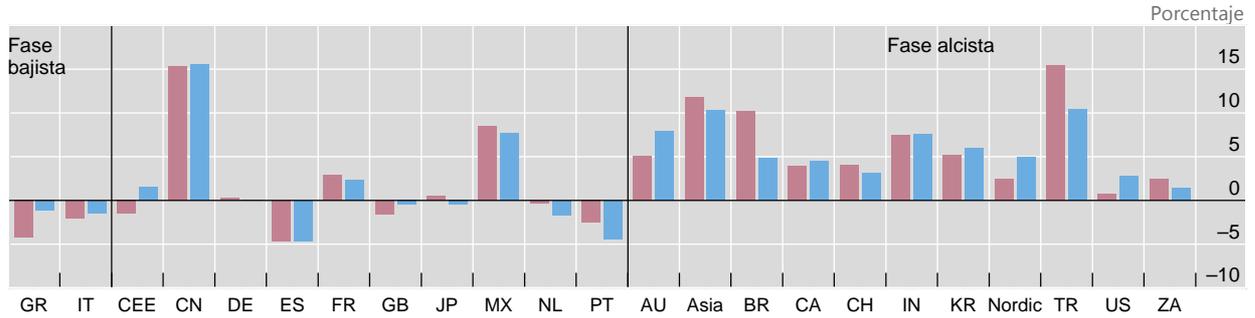
Además, los países exportadores de materias primas y productos básicos experimentaron algunas de las mayores depreciaciones del tipo de cambio real. Esto facilita las exportaciones y, en último término, podría impulsar la inversión en industrias orientadas a los mercados exteriores y ayudar a reequilibrar la actividad. Las monedas de la mayoría de los países importadores de materias primas también se depreciaron frente al dólar estadounidense, aunque no necesariamente en términos ponderados por el comercio. De hecho, algunas economías, en particular entre las emergentes de Asia, registraron apreciaciones de su tipo de cambio real que deprimieron sus exportaciones netas.

La amplia apreciación del dólar estadounidense también ha aumentado el coste del servicio de la deuda en dólares. El crédito concedido en dólares fuera de Estados Unidos se ha incrementado notablemente en los últimos años, hasta alcanzar los 9,5 billones a finales de 2014 (Capítulo V). Más de la mitad de esta deuda la contrajeron prestatarios residentes en economías avanzadas, mientras que los residentes en EME pidieron prestados más de 3 billones. La importancia de los descalces de monedas en las EME se discute con más detalle en la última sección de este capítulo.

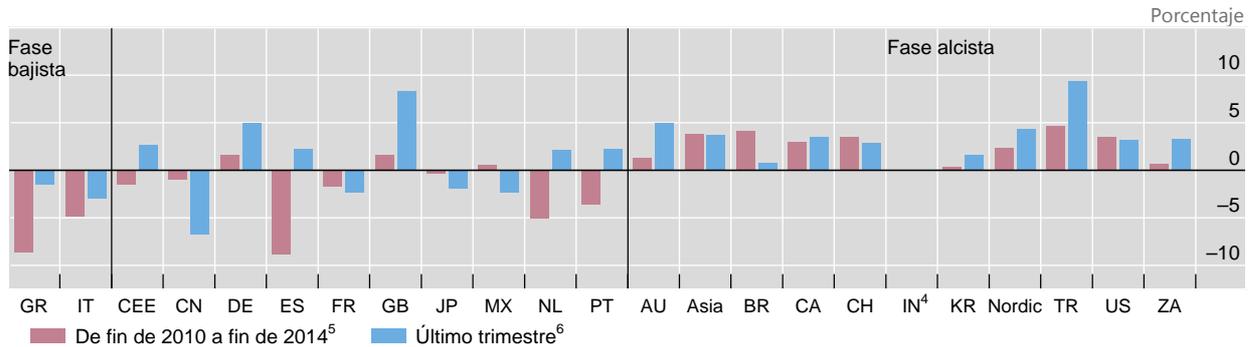
El cambio en los patrones de crecimiento halló a las economías en diferentes fases del ciclo financiero¹. En muchas de las que experimentaron una contracción inducida por factores internos, los ciclos financieros tienden de nuevo al alza. En

¹ Si bien no existe una definición consensuada de ciclo financiero, estos ciclos suelen identificarse por la correlación de un amplio conjunto de variables financieras. La representación más sucinta se hace en términos de crédito y precios inmobiliarios, pero otras medidas de asunción de riesgo pueden aportar información adicional. Las interacciones entre estas variables pueden tener importantes consecuencias macroeconómicas. Por ejemplo, los picos del ciclo financiero a menudo van seguidos de crisis bancarias o periodos de considerable tensión financiera, como confirmó en muchos países la Gran Crisis Financiera. Véase BPI, *84º Informe Anual*, Capítulo IV, para una elaboración de lo expuesto.

Crecimiento real del crédito²



Crecimiento real de los precios de los bienes raíces residenciales³



AU = Australia; BR = Brasil; CA = Canadá; CH = Suiza; CN = China; DE = Alemania; ES = España; FR = Francia; GB = Reino Unido; GR = Grecia; IN = India; IT = Italia; JP = Japón; KR = Corea; MX = México; NL = Países Bajos; PT = Portugal; TR = Turquía; US = Estados Unidos; ZA = Sudáfrica. Asia = media simple de Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia; CEE (Europa central y oriental) = media simple de Bulgaria, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumania y Rusia; Nordic = media simple de Finlandia, Noruega y Suecia.

¹ Se identifica una fase alcista (bajista) cuando ambos indicadores (crecimiento real del crédito y crecimiento real del precio de los bienes raíces residenciales) proporcionan datos claramente positivos (negativos) para un país a lo largo de ambos horizontes. ² Crédito total al sector privado no financiero deflactado por el deflactor del PIB (para Suecia, deflactado utilizando precios de consumo). ³ Deflactados por índices de precios de consumo. ⁴ No se dispone de datos. ⁵ Tasas de crecimiento medio anualizadas. ⁶ Variación porcentual interanual.

Fuentes: OCDE; Datastream; datos nacionales; BPI; cálculos del BPI.

Estados Unidos se recuperaron tanto el crédito como los precios inmobiliarios (Gráfico III.2); en el Reino Unido, el crédito al sector privado continuó cayendo, mientras los precios inmobiliarios crecieron vigorosamente; en España, Grecia e Italia, el crédito también siguió cayendo, aunque la caída de los precios inmobiliarios fue más lenta y, en el caso de España, se invirtió.

Las condiciones monetarias y financieras inusualmente laxas en todo el mundo han fomentado auges financieros en muchas de las economías de mercado emergentes y avanzadas más pequeñas que salieron relativamente indemnes de la Gran Crisis Financiera (Capítulo V). Algunos de estos auges dan ahora muestras de tocar fin. El crecimiento del crédito en términos reales se redujo en muchas EME, incluidas numerosas asiáticas, al igual que en Brasil y Turquía. Además, los precios inmobiliarios están señalando la inversión de los ciclos financieros en varias economías. Esto es particularmente evidente en China, donde los precios de los inmuebles residenciales descendieron casi un 7% en términos reales el último año (Gráfico III.2, panel inferior). Los precios de la vivienda también bajaron en México y su tasa de crecimiento se ha debilitado sustancialmente en Brasil, indicando todo ello un agotamiento de los auges financieros. En cambio, el abaratamiento de las

materias primas todavía no ha hecho mella en los auges financieros de Australia, Canadá y Noruega, que han experimentado un fuerte crecimiento del crédito y de los precios inmobiliarios en los últimos cuatro trimestres.

La configuración actual de los ciclos económicos y financieros plantea diferentes desafíos a las economías avanzadas y a numerosas EME. Para las primeras, sobre todo aquellas más afectadas por la crisis, la cuestión es cómo conseguir un crecimiento económico equilibrado a largo plazo sin generar un nuevo ciclo de auge y caída del crédito. Para las segundas, la clave es cómo garantizar la estabilidad financiera y económica en un contexto de menor crecimiento y de auges financieros en pleno apogeo.

Crecimiento y ciclo financiero en las economías avanzadas

La interacción entre el ciclo financiero, por una parte, y la demanda y la producción agregadas, por otra, explica en cierta medida la deslucida recuperación de muchas economías avanzadas en los últimos años (véase también el *84º Informe Anual*).

Los ciclos financieros afectan directamente al gasto a través de la carga del servicio de la deuda y del impacto del apalancamiento (Recuadro III.A). Durante los auges financieros, el aumento de los precios de los activos incrementa el valor de las garantías, facilitando el endeudamiento. Al mismo tiempo, más deuda implica mayor carga por intereses, especialmente si las tasas de interés suben, limitando con ello el gasto. Mientras los activos sigan revalorizándose, el gasto financiado con apalancamiento puede compensar este efecto; pero, una vez que el auge financiero cede, la devaluación de los activos eleva el apalancamiento y, con ello, se hace más difícil para los hogares y las empresas conseguir financiación, lo que agrava el lastre de las mayores cargas por servicio de la deuda. Después de un desplome financiero, la estabilización del gasto lleva un tiempo. Incluso si las tasas de interés se reducen rápidamente, como en 2008–09, la elevada deuda mantiene el servicio en niveles altos. La caída de los precios de los activos genera restricciones de crédito que solo se relajan gradualmente. De hecho, la interacción entre apalancamiento y cargas por servicio de la deuda explica bastante bien la evolución del gasto en Estados Unidos después de la Gran Crisis Financiera.

En general, en la fase actual del ciclo financiero, las restricciones a la financiación parecen revestir menor importancia para la inversión empresarial. En su lugar, un informe de investigación reciente del BPI sugiere que el patrón de su comportamiento entre países refleja principalmente una elevada incertidumbre sobre la evolución futura de la economía². Una intensa actividad de fusiones y adquisiciones de empresas financiada con deuda y, en Estados Unidos, altos niveles de recompra de acciones para autocartera apuntan también a condiciones financieras favorables para el sector empresarial³. Dicho esto, las empresas de algunos países, sobre todo pequeñas empresas en la zona del euro, aún se topan

² Véase R. Banerjee, J. Kearns y M. Lombardi, «¿(Por qué) es débil la inversión?», *Informe Trimestral del BPI*, marzo 2015.

³ Véase A. van Rixtel y A. Villegas, «Emisión y recompra de acciones», *Informe Trimestral del BPI*, marzo 2015.

con más restricciones en el acceso al crédito bancario que antes de la crisis, si bien esta limitación se suavizó durante el periodo examinado⁴.

Las ineficientes asignaciones de recursos inducidas por el auge del crédito aletargan la productividad

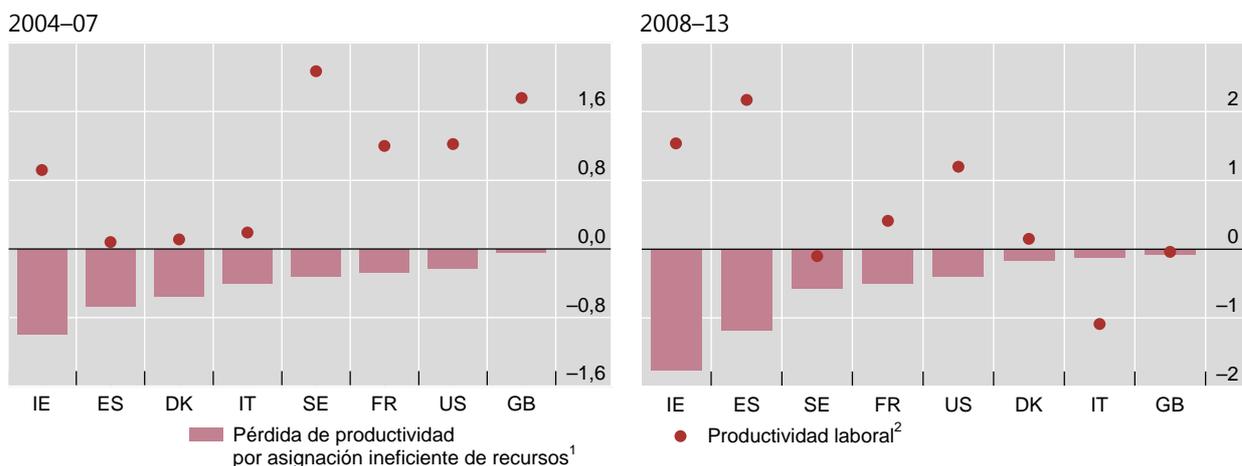
Aún más importante, los auges financieros anteriores pueden seguir lastrando las perspectivas de crecimiento a largo plazo al perjudicar el crecimiento de la productividad. Los auges financieros suelen ir acompañados de ineficiencias significativas en la asignación de recursos (Recuadro III.B). En particular, el factor trabajo se desvía hacia sectores en auge en los que el crecimiento futuro de la productividad es relativamente bajo. Estimaciones preliminares sugieren que la mala asignación de recursos durante el auge del crédito de 2004–2007 redujo el crecimiento anual de la productividad laboral en unos 0,2 puntos porcentuales en Estados Unidos, 0,4 puntos porcentuales en Italia, 0,7 puntos porcentuales en España y 1 punto porcentual en Irlanda, en comparación con un escenario en el que la relación entre crédito y PIB hubiese crecido a la tasa promedio de cada uno de esos países en el periodo comprendido entre 1994 y 2004 (Gráfico III.3, panel izquierdo).

El efecto de estas asignaciones ineficientes se amplió en años posteriores, una vez que el auge se convirtió en contracción. Estimaciones similares sugieren que el crecimiento de la productividad en 2008–13 habría sido aproximadamente

La asignación ineficiente de recursos derivada de auges de crédito aletarga el crecimiento de la productividad

Tasas de crecimiento medio anualizadas

Gráfico III.3



DK = Dinamarca; ES = España; FR = Francia; GB = Reino Unido; IE = Irlanda; IT = Italia; SE = Suecia; US = Estados Unidos.

¹ Pérdida de crecimiento anual de la productividad laboral en comparación con un escenario en el que el crédito hubiera crecido en el periodo 2004–07 al promedio al que lo hizo en 1994–2004 en cada uno de esos países; en puntos porcentuales. ² En porcentaje.

Fuentes: EU KLEMS; OCDE, STAN; base de datos sectorial GGDC –10; cálculos del BPI.

⁴ Véase BCE, «Survey on the access to finance of enterprises in the euro area, October 2014 to March 2015», junio 2015.

1,8 puntos porcentuales mayor en Irlanda, 1,2 puntos porcentuales mayor en España, 0,5 puntos porcentuales mayor en Francia y 0,4 puntos porcentuales mayor en Estados Unidos si la relación entre crédito y PIB anterior a la crisis hubiese aumentado a la misma tasa que lo hizo durante el periodo 1994–2004 (Gráfico III.3, panel derecho). Por lo tanto, el desmoronamiento de los auges de crédito bien puede haber exacerbado la tendencia a la baja del crecimiento de la productividad en las economías avanzadas (véase el *84º Informe Anual*). Por la misma regla, el menor crecimiento de la productividad en los últimos años no tiene por qué ser permanente⁵.

La elevada deuda pública reduce el crecimiento y el envejecimiento agravará la situación

Otro lastre para el crecimiento a largo plazo de la mayoría de economías avanzadas es el nivel de su deuda pública⁶. Siendo por lo general ya alto antes de la crisis, este nivel se disparó a partir de 2007. La media de la ratio de deuda pública bruta sobre PIB previsiblemente alcanzará el 120% en las economías avanzadas a finales de 2015, muy superior al 75% anterior a la crisis (Anexo, Cuadro A3). Algunos países presentan ratios de deuda considerablemente superiores, entre otros Japón (234%), Grecia (180%) e Italia (149%). Aunque la mayoría de países han tomado medidas para consolidar su posición fiscal, previéndose una mejora de los saldos fiscales en torno al 1,6% del PIB en 2015 en comparación con 2012–14, esto aún no los ha situado en una trayectoria de deuda sostenible a largo plazo.

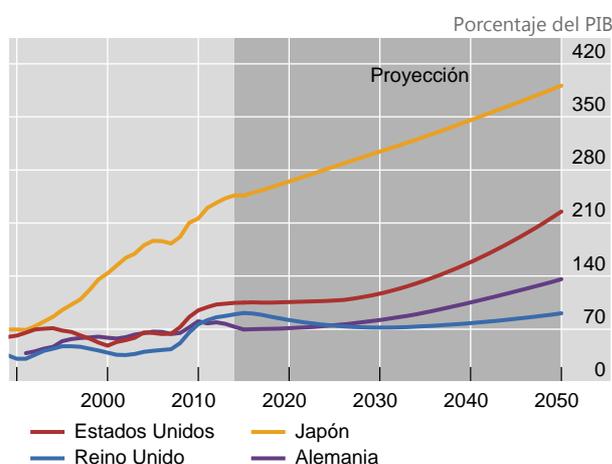
Con un endeudamiento público de por sí muy superior agravado por presiones demográficas, los gobiernos tienen ahora escaso margen de maniobra fiscal. Para ilustrarlo, el Gráfico III.4 (panel izquierdo) presenta simulaciones de la razón entre deuda y PIB que extrapolan el gasto relacionado con el envejecimiento de la población aplicando las prestaciones actuales a las proyecciones demográficas⁷. El gasto relacionado con el envejecimiento poblacional acabará situando la deuda en una trayectoria ascendente. Las simulaciones muestran que, con arreglo a los planes actuales, la deuda se reducirá inicialmente en Alemania y el Reino Unido y se estabilizará en Estados Unidos, pero el gasto relacionado con el envejecimiento de la población acabará revirtiendo la tendencia, incluso en presencia de tasas de interés efectivas tan extraordinariamente bajas como las actuales. En Japón, este cociente seguirá elevándose, pese al moderado aumento esperado del gasto relacionado con el envejecimiento. La carga esperada del servicio de la deuda puede operar como un gravamen a la inversión privada y el trabajo. El resultado es una menor inversión, un menor crecimiento y, para un tipo impositivo dado, menores ingresos tributarios.

⁵ Para un examen de las posibles explicaciones del bajo crecimiento en las economías avanzadas en los últimos años, véase C. Teulings y R. Baldwin (eds.), *Secular stagnation: facts, causes, and cures*, a VoxEU.org eBook, CEPR Press, 2014, así como las referencias contenidas en el mismo.

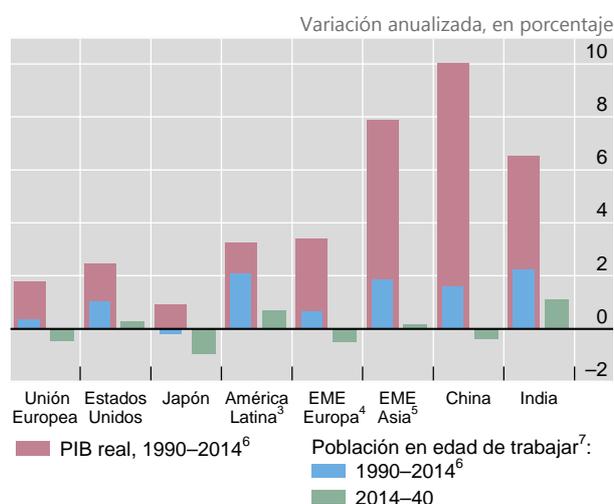
⁶ Véase S. Cecchetti, M. Mohanty y F. Zampolli, «The real effects of debt», en Federal Reserve Board of Kansas City, *Economic Symposium 2011: achieving maximum long-run growth*, 2011, pp. 145–96.

⁷ Basándose en las previsiones actuales para la deuda de 2015 y suponiendo que el saldo primario evoluciona en línea con las proyecciones más recientes de las autoridades nacionales hasta el último año natural para el que se dispone de estas. Para años posteriores, la hipótesis es que el saldo primario, excluido el gasto relacionado con el envejecimiento, permanece constante expresado como porcentaje del PIB.

Previsiones de endeudamiento del Gobierno central¹



Contribución de la población en edad de trabajar al crecimiento del PIB²



¹ Valores nominales de la deuda; incorpora los aumentos previstos del gasto relacionado con el envejecimiento. Se supone que las tasas de interés efectivas sobre el coste medio del endeudamiento permanecen entre 2016 y 2050 en su nivel previsto para 2015. ² Medias ponderadas por el PIB en términos de PPA de 2014. ³ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. ⁴ Europa emergente: Bosnia-Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Macedonia (ARYM), Polonia, República Checa, Rumania, Rusia, Serbia, Turquía y Ucrania. ⁵ Asia emergente: Bangladesh, China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Myanmar, Pakistán, Singapur, Tailandia y Vietnam. ⁶ Para Europa emergente, 1995-2014 (para Serbia, 1997-2014). ⁷ Edad comprendida entre 20 y 64 años.

Fuentes: Comisión Europea; FMI; Ministerio de Finanzas japonés; OCDE; Oficina de Responsabilidad Presupuestaria del Reino Unido; Naciones Unidas; Oficina Presupuestaria del Congreso de EEUU; cálculos del BPI.

Ahora bien, el envejecimiento no solo es un problema para las economías avanzadas. En un número creciente de EME, el envejecimiento demográfico pesará sobre el crecimiento y las finanzas públicas. Entre 1990 y 2014, la rápida expansión de la población activa representó alrededor de un tercio del crecimiento del PIB en Estados Unidos y la Unión Europea, y significativamente más en América Latina (Gráfico III.4, panel derecho). En cambio, entre 2014 y 2040 su reducción prevista minorará el crecimiento del PIB cada año, en alrededor de 1 punto porcentual en Japón y 1/2 punto en la Unión Europea, en las economías emergentes de Europa y en China.

Sostener el crecimiento económico en un contexto de envejecimiento de la población plantea retos importantes a los responsables de las políticas. Existe una amplia gama de medidas para mitigar la contracción de la población activa causada por el envejecimiento de la población. La tasa de actividad, sobre todo en las categorías de más edad y entre las mujeres, aún puede aumentar. Dado que la exigencia física de los trabajos suele ser ahora menor, hay margen para carreras laborales más largas. Además, las reformas estructurales que abordan directamente el descenso del crecimiento tendencial de la productividad, desde una regulación más liviana a una mejor educación, podrían mejorar la calidad, y por ende la productividad, del factor trabajo (véase el 83º Informe Anual, Capítulo III).

El grado de fortaleza de las economías de mercado emergentes

A primera vista, la configuración actual de auges del crédito, revisiones a la baja del crecimiento y endurecimiento de las condiciones de financiación en dólares se asemeja a la que precedió a episodios previos de graves tensiones financieras en las EME. Sin embargo, una correcta evaluación de posibles vulnerabilidades también debería tener en cuenta los importantes cambios acontecidos en las EME en los últimos años y que reforzaron su resiliencia.

Pese a su diversidad, las pasadas crisis financieras en las EME compartieron algunos elementos comunes⁸. En primer lugar, siguieron a periodos de un intenso optimismo de los inversores, que se tornó en pesimismo cuando un cambio en la coyuntura externa reveló debilidades en los modelos de crecimiento subyacentes. En segundo lugar, la combinación de condiciones financieras laxas en las economías avanzadas con una insuficiente flexibilidad cambiaria había fomentado tanto unas condiciones monetarias y financieras nacionales excesivamente acomodaticias como apreciaciones del tipo de cambio real. Esto, a su vez, impulsó auges de los precios de los activos y un aumento del crédito, principalmente a corto plazo y en moneda extranjera. En tercer lugar, la interacción de un crecimiento decepcionante con estructuras de deuda frágiles convirtió en crisis financiera lo que podría haber sido una simple desaceleración cíclica, con graves costes económicos y sociales. Los tipos de cambio experimentaron presiones muy intensas. Al devaluarse sus monedas, se agravó la carga soportada por los prestatarios a raíz de la elevada deuda que habían contraído en moneda extranjera. Al mismo tiempo, los vencimientos de la deuda a corto plazo forzaron a los países a acometer ajustes onerosos e inmediatos para satisfacer sus compromisos de servicio de la deuda. La puesta en duda de la capacidad de los sectores público y privado para satisfacer sus deudas paralizó los mercados de capitales y también la actividad económica. Por último, las crisis desencadenaron un contagio severo a otras EME.

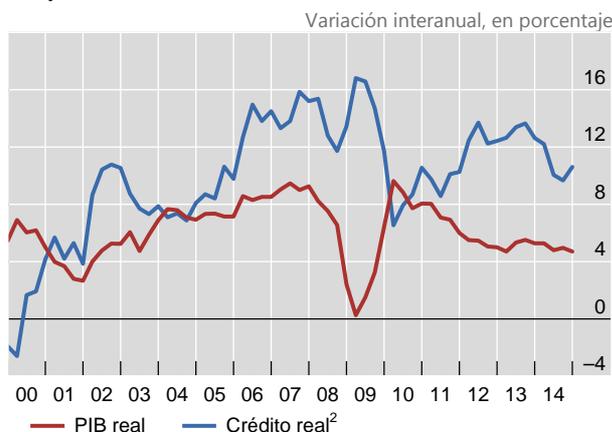
¿En qué medida es comparable la situación actual con la que prevalecía antes de episodios de tensión financiera anteriores? Seguidamente se considerarán la evolución de la actividad económica real y, a continuación, y de forma más específica, las vulnerabilidades financieras.

Riesgo de decepción

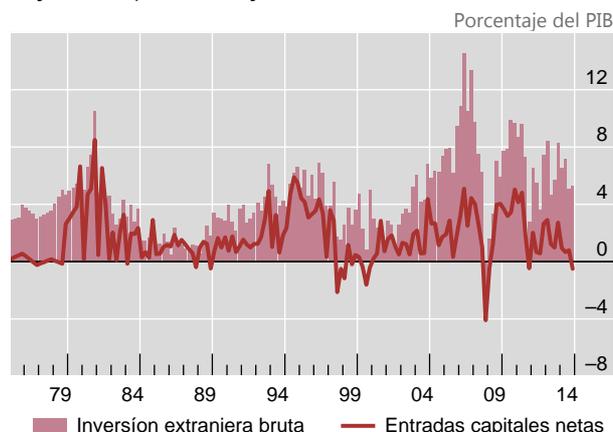
Las EME han experimentado uno de los periodos de intenso crecimiento más largos de la historia. Desde 2002, el crecimiento de la producción ha superado en promedio el 6% anual (Gráfico III.5, panel izquierdo): cerca del 10% en China, alrededor del 6% en economías emergentes de Asia (excluyendo China) y del 3,5% en América Latina y Europa central y oriental. La Gran Recesión interrumpió la racha de crecimiento solo brevemente, con la notable excepción de algunos países de Europa central y oriental. El crecimiento se redujo al 3% en 2009, pero repuntó hasta el 9% en 2010, para disminuir gradualmente desde entonces, si bien con significativas diferencias entre países.

⁸ Véanse C. Borio y P. Lowe, «Evaluando el riesgo de crisis bancarias», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre 2002, pp. 43–54; y P-O Gourinchas y M. Obstfeld, «Stories of the twentieth century for the twenty-first», *American Economic Journal: Macroeconomics*, enero 2012, pp. 226–65.

PIB y crecimiento total del crédito



Flujos de capital extranjero



¹ Los agregados corresponden a medias ponderadas por el PIB en términos de PPA de Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. ² Crédito total al sector privado no financiero deflactado por el deflactor del PIB.

Fuentes: FMI, *Estadísticas de Balanzas de Pagos, Estadísticas Financieras Internacionales y Perspectivas de la Economía Mundial*; Datastream; Instituto de Finanzas Internacionales; datos nacionales; cálculos del BPI.

Cierta moderación desde tasas de crecimiento tan altas es probablemente inevitable. Pero una desaceleración podría cuestionar la fortaleza económica real de las EME, por al menos tres razones. Primero, los elevados precios de las materias primas o las fuertes entradas de capitales pueden haber favorecido estimaciones excesivamente optimistas del producto potencial. Segundo, las asignaciones ineficientes de recursos que pueden producirse durante los auges financieros podrían haber debilitado la productividad. Y tercero, las gravosas cargas por servicio de la deuda derivadas de los auges de crédito pueden ser un lastre para el crecimiento a medio plazo.

El crecimiento inferior al previsto fue clave tanto en la crisis de la deuda en América Latina de 1982 como en la crisis financiera en Asia de 1997–98. Ambas crisis siguieron a un fuerte periodo de crecimiento que se quebró antes de lo que muchos esperaban. En México y Chile, así como en la mayoría de los demás países de América Latina, el crecimiento se apoyó en gran medida en la producción de productos básicos y materias primas y se colapsó al hundirse la relación real de intercambio («términos de intercambio») y dispararse las tasas de interés a comienzos de los años 80. En el caso de Asia, el crecimiento había estado muy orientado al sector inmobiliario y a la exportación de productos manufacturados. Hasta cierto punto, el auge cedió cuando el deterioro de los términos de intercambio puso de manifiesto la baja rentabilidad de buena parte de las inversiones.

Entonces, como ahora, el rápido crecimiento coincidió con auges financieros, impulsados por abultadas entradas de capitales y una política monetaria acomodaticia tanto a nivel nacional como en el extranjero (véase también el Capítulo V). En los últimos 10 años se han producido las mayores inversiones extranjeras en porcentaje del PIB de la economía receptora en más de un siglo, superiores a las previas a la crisis de deuda de 1982 y a la crisis financiera de Asia (Gráfico III.5, panel derecho). Estas entradas fomentaron una expansión del crédito y de los precios de los activos nacionales (Gráfico III.5, panel izquierdo). En promedio,

desde 2004 el crecimiento real del crédito ha rondado el 12% anual y los precios inmobiliarios se han incrementado un 40%.

El alza en los precios de materias primas y los auges financieros nacionales han aumentado sin duda el PIB, pero no sería prudente considerar estos efectos como si fueran permanentes. Un aumento de las tasas de interés en las economías avanzadas, en particular en Estados Unidos, podría desembocar rápidamente en subidas de las tasas de interés nacionales en las EME y en unas condiciones financieras internas más restrictivas, reduciendo, por ejemplo, los incentivos de los inversores para buscar rentabilidades sujetas a mayor riesgo (véase el Capítulo V para un análisis de consecuencias internacionales de las políticas). Y el colapso en el precio del petróleo ha puesto de manifiesto la rapidez con que pueden cambiar las condiciones en los mercados de materias primas.

Las estimaciones de la diferencia entre la producción real y potencial («brechas del producto»), que corrigen el efecto cíclico de los mayores precios de materias primas y flujos de capital, ilustran este punto. Esas estimaciones indican que las medidas tradicionales podrían haber sobreestimado la producción potencial en torno al 2% de media en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú desde 2010 (Gráfico III.6, panel izquierdo). En consecuencia, la reversión de estos factores podría traducirse en cifras de crecimiento decepcionantes.

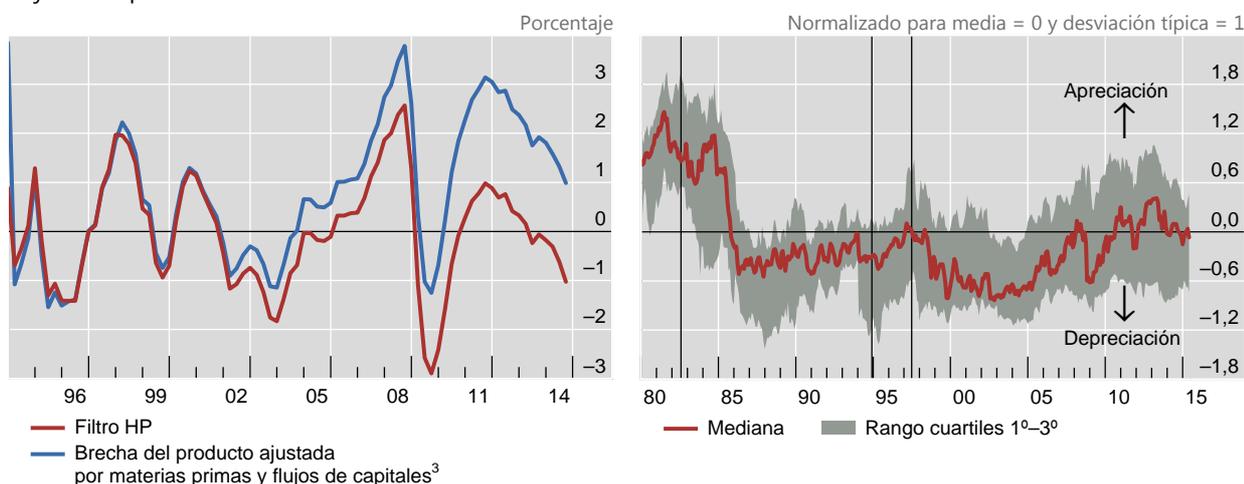
Los auges financieros de los últimos 10–15 años también podrían pesar sobre el crecimiento en el medio plazo. Históricamente, los auges del crédito y la

Los precios de las materias primas y las entradas de capitales sobrestiman el producto potencial y presionan al alza los tipos de cambio reales

Gráfico III.6

Brecha del producto ajustada por materias primas y flujos de capital¹

Tipo de cambio real efectivo²



Las líneas verticales negras en el panel derecho indican el inicio de una crisis: agosto de 1982 (moratoria de la deuda mexicana), diciembre de 1994 (devaluación del peso mexicano) y julio de 1997 (flotación del baht tailandés).

¹ Los agregados corresponden a medias ponderadas por el PIB en términos de PPA de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Para Perú, datos hasta finales de T4 2013. ² Países incluidos en la muestra: Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. ³ Calculada conforme a la metodología de C. Borio, P. Disyatat y M. Juselius, «A parsimonious approach to incorporating economic information in measures of potential output», *BIS Working Papers*, n° 442, febrero 2014. La ecuación dinámica de la brecha del producto (*output gap*) se completa con las entradas netas y los precios de materias primas de cada país.

Fuentes: FMI, *Estadísticas de Balanzas de Pagos*, *Estadísticas Financieras Internacionales* y *Perspectivas de la Economía Mundial*; base de datos Comtrade de Naciones Unidas; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

apreciación del tipo de cambio real en las EME han coincidido con transferencias de recursos desde los sectores de bienes comerciables hacia los no transables de la economía. Por ejemplo, durante el auge de finales de la década de los 70 el sector comerciable, excluidas materias primas, creció en Chile y México a tasas que fueron solo la mitad del crecimiento de sus respectivos PIB. Cuando el auge de las materias primas terminó, este sector era pequeño y, por ende, incapaz de absorber los recursos liberados por los sectores en contracción. Tales asignaciones ineficientes de recursos pueden menoscabar considerablemente el avance de la productividad y requerir ajustes dolorosos.

Los tipos de cambio reales ponderados por el comercio también se apreciaron visiblemente durante el reciente auge, aunque con diferencias significativas entre países (Gráfico III.6, panel derecho). Entre principios de 2009 y mediados de 2013, la mediana del tipo de cambio efectivo real alcanzó, comparada con sus promedios históricos en las EME, su nivel más alto en tres décadas. Sin embargo, desde entonces ha caído hasta un nivel próximo a su media de largo plazo. Está por ver si esto indica que ya se ha producido una corrección o bien augura más cambios en los tipos de cambio.

Vulnerabilidades financieras

Sin no se hubieran amplificado a través de los canales financieros, las debilidades subyacentes en las EME de América Latina a comienzos de la década de los 80 o de Asia en la década de los 90 no se habrían traducido en crisis graves. Los altos niveles de deuda y la fragilidad de las estructuras financieras las hizo vulnerables frente a perturbaciones externas e internas. Cuando el crecimiento se desaceleró y las condiciones financieras internacionales se tornaron más restrictivas, refinanciar esa deuda se hizo cada vez más difícil, revelándose a menudo fragilidades en los sectores bancarios nacionales.

Los vencimientos a corto plazo y la moneda de denominación de la deuda exacerbaron estos problemas. Cuando los países finalmente optaron por devaluar, la abultada y creciente carga de la deuda expresada en moneda nacional hizo que se cuestionara la capacidad de los sectores público y privado para cumplir sus obligaciones de pago. La necesidad de pagar a los prestamistas externos en moneda extranjera provocó múltiples crisis de balanza de pagos. Además, el endurecimiento de las condiciones de financiación externa y el desmoronamiento del tipo de cambio generaron una contracción del crédito interno, que también afectó a sectores en los que no existía descalce de monedas.

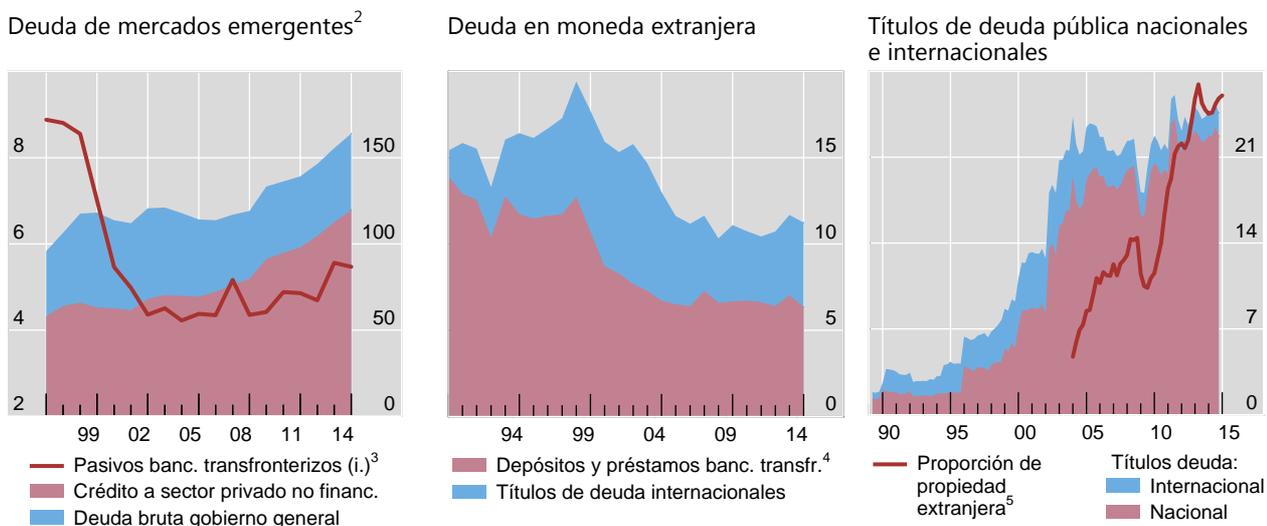
En la actualidad, el elevado endeudamiento ha aumentado la vulnerabilidad de las EME. La deuda conjunta de los sectores público y privado no financiero como porcentaje del PIB es aproximadamente un 50% mayor que en el momento de la crisis financiera asiática de 1997 (Gráfico III.7, panel izquierdo). La deuda pública ha rondado el 45% del PIB desde mediados de la década de los 90, mientras que el crédito al sector privado no financiero aumentó desde alrededor del 60% del PIB en 1997 a alrededor del 120% en 2014. El papel de la financiación transfronteriza de los bancos de EME en este auge ha sido limitado, habiendo disminuido desde alrededor del 9% del PIB antes de la crisis financiera asiática hasta alrededor del 5% en 2014.

Los indicadores de alerta temprana de tensión en el sector bancario apuntan a que el fuerte crecimiento del crédito entraña riesgos (Anexo Estadístico, Cuadro A4). La brecha de crédito —la desviación del crédito al sector privado de su tendencia

Deuda de mercados emergentes¹

Importes en circulación por país de residencia, en porcentaje del PIB

Gráfico III.7



¹ Los agregados corresponden a medias ponderadas por el PIB en términos de PPA de Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. ² Países que figuran en la nota 1 menos Arabia Saudita, Hungría y Turquía. ³ Préstamos y depósitos bancarios transfronterizos, más títulos de deuda internacionales emitidos por bancos. ⁴ Préstamos y depósitos bancarios transfronterizos a los sectores bancario y no bancario denominados en euros, yenes, francos suizos, libras esterlinas y dólares estadounidenses. Con anterioridad al T4 1995, activos transfronterizos denominados en las monedas enumeradas. ⁵ Medias simples de la participación de inversores extranjeros en el mercado de deuda pública nacional para los países enumerados en la nota 1 menos Arabia Saudita, Argentina, Chile, China y Filipinas.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales y Perspectivas de la Economía Mundial*; www.carmenreinhardt.com/data; Datastream; Instituto de Finanzas Internacionales; datos nacionales; estadísticas bancarias territoriales del BPI y de títulos de deuda, ambas por país de residencia; estimaciones del BPI.

de largo plazo— supera con creces el 10% en países tan diversos como Brasil, China, Indonesia, Singapur y Tailandia. En el pasado, la superación de este umbral fue seguida, en dos de cada tres casos, por tensiones bancarias graves en los tres años siguientes⁹. Es cierto que, a pesar del rápido crecimiento del crédito, las bajas tasas de interés han mantenido los coeficientes de servicio de la deuda en torno a su nivel de largo plazo en la mayoría de los países, aunque con excepciones notables. Los hogares y las empresas de Brasil, China y Turquía gastan significativamente más en pagar intereses por su deuda que en el pasado. Pero, en general, un aumento de las tasas de interés podría presionar al alza los coeficientes de servicio de la deuda también en otros países, sobre todo en Asia.

En cambio, los riesgos derivados de la deuda en moneda extranjera parecen ser algo menores. En promedio, el cociente de deuda bancaria transfronteriza en moneda extranjera y títulos de deuda internacional sobre el PIB ha disminuido respecto a 1997 (Gráfico III.7, panel central). El factor principal ha sido el menor peso del préstamo bancario transfronterizo, que pasó de representar más del 10% del PIB entonces a rondar el 6% en 2014. Excluyendo China, la deuda en moneda extranjera ronda actualmente el 14% del PIB, en comparación con un porcentaje próximo al 20% en 1997.

⁹ Véase M. Drehmann, C. Borio y K. Tsatsaronis, «Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates», *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n° 4, diciembre 2011, pp. 189–240.

Del mismo modo, las estructuras de la deuda pública son ahora menos frágiles. Los gobiernos emiten cada vez más bonos en los mercados locales (Gráfico III.7, panel derecho). Como resultado, la proporción representada por los títulos de deuda internacionales sobre el total ha disminuido desde alrededor del 40% en 1997 a alrededor del 8% en 2014.

Dicho esto, lo anterior no aísla a las economías de influencias externas. Por un lado, las tasas de interés a largo plazo de las monedas de las EME tienden a moverse en estrecha relación con las de las principales monedas de reserva (Recuadro V.C del Capítulo V). De hecho, en las EME, el porcentaje de deuda pública nacional en manos de inversores extranjeros supera ahora en promedio el 25%, cuando en 2005 rondaba el 9%. En Indonesia, México, Perú y Polonia ese porcentaje supera el 35%. En consecuencia, grandes reajustes de cartera podrían conducir a fuertes oscilaciones en los precios de los activos.

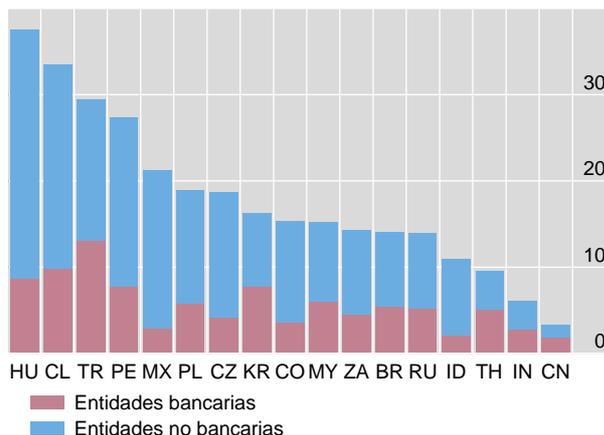
Por otra parte, en algunos países persisten riesgos por descalce de monedas, sobre todo en la deuda de empresas, pese a la disminución general del endeudamiento en moneda extranjera en las EME. Los pasivos en moneda extranjera en forma de títulos de deuda y préstamos bancarios transfronterizos rondan el 30% del PIB en Chile, Hungría y Turquía, con entre un tercio y una cuarta parte en bancos (Gráfico III.8, panel izquierdo), y son también relativamente altos en Corea, México, Perú, Polonia y la República Checa. No está claro en qué medida esto origina descalces de monedas, ya que los datos sobre coberturas financieras son incompletos. Gran parte de los títulos de deuda emitidos en moneda extranjera por sociedades no financieras de EME ha correspondido a empresas productoras de bienes comerciables (Gráfico III.8, panel derecho), las cuales pueden percibir

Deuda en moneda extranjera

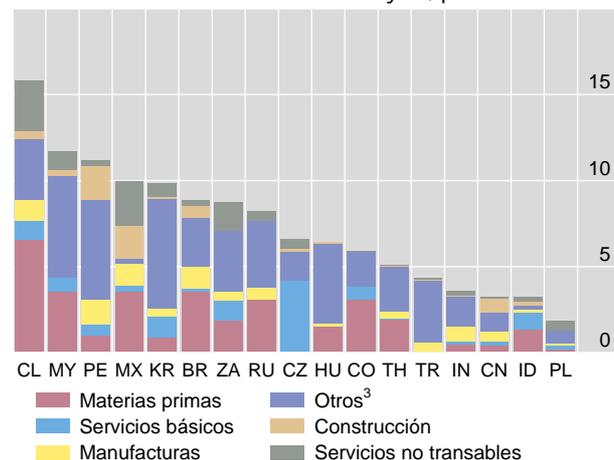
Importes en circulación, en porcentaje del PIB nominal

Gráfico III.8

Entidades bancarias frente a no bancarias¹



Títulos de deuda en moneda extranjera, por sector²



BR = Brasil; CL = Chile; CN = China; CO = Colombia; CZ = República Checa; HU = Hungría; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = México; MY = Malasia; PE = Perú; PL = Polonia; RU = Rusia; TH = Tailandia; TR = Turquía; ZA = Sudáfrica.

¹ Préstamos y depósitos bancarios transfronterizos (denominados en euros, yenes, francos suizos, libras esterlinas y dólares estadounidenses) por país de residencia a T4 2014, más títulos de deuda en moneda extranjera por país de residencia a 31 de marzo de 2015. ² Por nacionalidad del emisor, a 31 de marzo de 2015. ³ Sociedades financieras, aseguradoras, editoriales y de cartera.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; Dealogic; estadísticas bancarias territoriales del BPI por nacionalidad y país de residencia; cálculos del BPI.

ingresos en moneda extranjera que proporcionen una cobertura directa a sus obligaciones denominadas en moneda extranjera.

Pero las coberturas directas pueden no ser tan eficaces si caen los ingresos por exportaciones al apreciarse la moneda en que éstas estén denominadas, como suele ser el caso de los ingresos por materias primas. Y las coberturas financieras también pueden ser vulnerables en caso de intensas fluctuaciones de los tipos de cambio. Por ejemplo, numerosas empresas de EME sufrieron fuertes pérdidas por cambio de divisas a raíz de la quiebra de Lehman en 2008, en parte por la popularidad de contratos que las dejaron expuestas a fluctuaciones intensas de los tipos de cambio¹⁰.

Por último, el desplazamiento en el endeudamiento privado desde las instituciones bancarias a los mercados de capitales tiene consecuencias inciertas. Los bancos siguen representando el grueso del préstamo en el ámbito nacional, pero su participación en el préstamo transfronterizo ha caído significativamente desde la Gran Crisis Financiera (Gráfico III.9, panel izquierdo). En cambio, los importes en circulación de títulos de deuda del sector privado de EME aumentaron a más del 3% a principios de 2015 (Gráfico III.9, panel central), aunque con considerable variación entre países. Además, las sociedades no financieras

Deuda del sector privado en EME¹

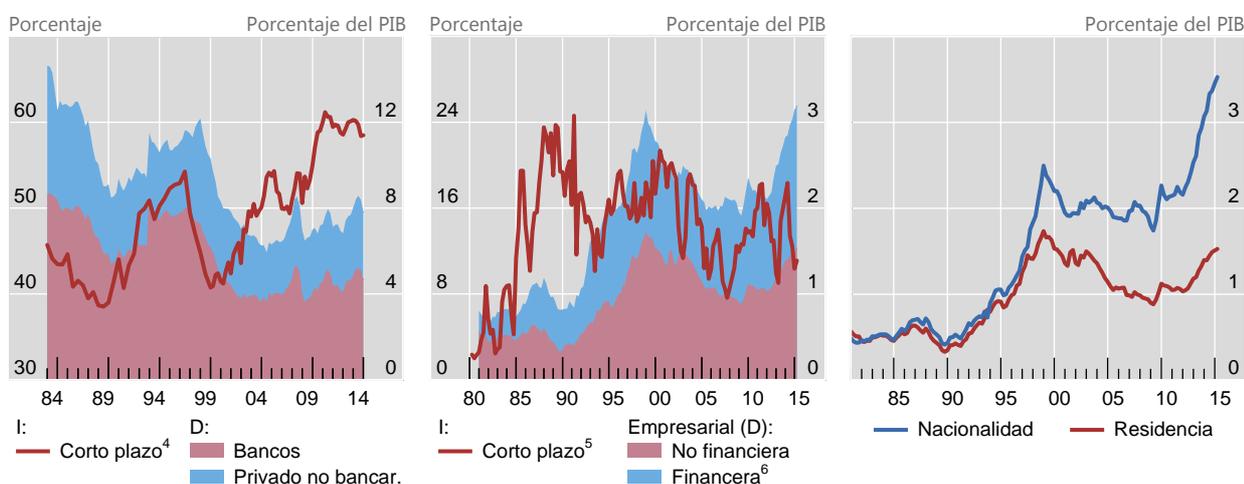
Importes en circulación

Gráfico III.9

Préstamo bancario transfronterizo²

Títulos de deuda internacionales³

Emisión de títulos de deuda internacionales por sociedades no financieras de EME



¹ Los agregados corresponden a medias ponderadas por el PIB en términos del PPA de Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. ² Préstamos y depósitos bancarios transfronterizos por país de residencia; con anterioridad al T4 1995, activos bancarios transfronterizos. ³ Por país de residencia. ⁴ Préstamo a corto plazo (con vencimiento residual igual o inferior al año) como porcentaje del total de activos internacionales. ⁵ Títulos con un vencimiento residual de hasta 1 año en porcentaje de la suma de títulos de deuda de sociedades financieras (excluidos bancos centrales) y no financieras. ⁶ Excluidos bancos centrales.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; estadísticas bancarias consolidadas, estadísticas bancarias territoriales por país de residencia y estadísticas de títulos de deuda internacionales, todas ellas del BPI; cálculos del BPI.

¹⁰ Véase M. Chui, I. Fender y V. Sushko, «Riesgos relacionados con los balances de empresas de EME: el papel del apalancamiento y del descalce de monedas», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre 2014.

emitieron títulos de deuda por valor del 2% del PIB a través de sus asociadas en otras jurisdicciones (Gráfico III.9, panel derecho). Por un lado, este cambio ha reducido el riesgo de refinanciación. Los títulos de deuda con vencimiento residual inferior al año rondan ahora el 10%, frente al 60% que supone la deuda bancaria transfronteriza. El porcentaje representado por la deuda bancaria a corto plazo es particularmente alto en China. Por otro lado, el comportamiento de inversores sin compromiso de permanencia puede amplificar la dinámica de precios en situaciones de tensión (véase más adelante).

Líneas de defensa

Desde finales de la década de los 90, las EME se han esforzado por reforzar diversas líneas de defensa para contener el riesgo de tensiones financieras y, en su caso, gestionarlas con más eficacia.

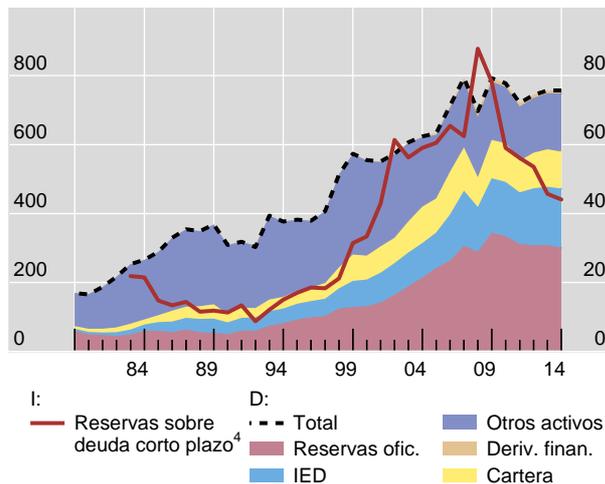
Una posible primera línea de defensa frente a crisis externas consiste en aumentar la tenencia de activos en el extranjero por parte del sector privado. Los activos extranjeros en manos del sector privado en las EME aumentó desde alrededor del 30% del PIB a mediados de la década de los 90 hasta alrededor del 45% en 2014 (Gráfico III.10, panel izquierdo). Sin embargo, liquidar los activos externos del sector privado en épocas de tensión puede resultar difícil en la práctica. Primero, porque los activos y pasivos suelen estar en manos de personas diferentes. Segundo, porque los activos pueden carecer de liquidez. Y, por último,

Líneas de defensa¹

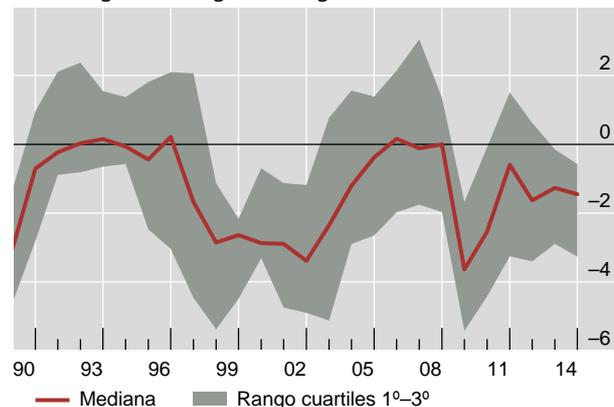
En porcentaje del PIB

Gráfico III.10

Activos internacionales brutos²



Balance global del gobierno general³



¹ Países incluidos en la muestra: Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. ² Los agregados corresponden a medias ponderadas por el PIB en términos del PPA de los países enumerados en la nota 1, menos Argentina, Malasia y Sudáfrica para 2014. ³ Préstamos/endeudamiento neto del Gobierno general, en porcentaje del PIB. ⁴ Reservas oficiales en proporción de la deuda con vencimiento residual de hasta 1 año. La deuda se define como la suma de los títulos de deuda internacionales por país de residencia (todos los sectores) y los activos internacionales consolidados por el criterio de contraparte inmediata (todos los sectores).

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales y Perspectivas de la Economía Mundial*; versión actualizada y ampliada del conjunto de datos a cargo de P. Lane y G. M. Milesi-Ferretti en «The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004», *Journal of International Economics* 73, noviembre 2007, pp. 223–50; estadísticas bancarias consolidadas y estadísticas de títulos de deuda internacionales, ambas del BPI; cálculos del BPI.

porque la tenencia de activos extranjeros puede verse afectada negativamente por las mismas condiciones de mercado que provocan la situación de tensión.

Tal vez la línea de defensa más visible la constituyan las reservas oficiales de divisas, que han crecido enormemente. Las reservas oficiales de divisas en las EME se incrementaron desde un valor cercano al 10% del PIB a mediados de la década de los 90 hasta alrededor del 30% en 2014, si bien han disminuido un tanto últimamente. Ciertamente, las tenencias de reservas varían sustancialmente entre países. Por ejemplo, las reservas oficiales de Arabia Saudita representan aproximadamente el 100% del PIB; las de China, Hungría, Malasia, Perú y Tailandia, entre el 30% y el 45% de su respectivo PIB; las de Chile, India, México, Turquía y Sudáfrica, entre el 10% y el 20%, y, las de Argentina, en torno al 5%. Aun así, las reservas suelen exceder del valor de los pasivos a corto plazo. Además, los bancos centrales las han complementado ad hoc con líneas de *swaps* de divisas y otras facilidades, como la Línea de Crédito Flexible del FMI.

El mayor volumen de esos fondos extraordinarios sin duda brinda una protección considerablemente mayor que en el pasado, pero subsisten dudas sobre la eficacia con que cabe recurrir a ellos. En concreto, la correcta inyección de reservas oficiales de divisas para cubrir brechas de liquidez en el sector privado puede suponer un reto considerable. Por otra parte, las autoridades pueden ser reacias a intervenir por diversas razones, como por ejemplo el deseo de evitar que pudieran crearse incentivos equivocados o que se pusiera en evidencia un agotamiento prematuro de las reservas.

Lo que es más importante, una mayor flexibilidad macroeconómica gracias a las mejoras en los marcos de política debería haber aumentado la resiliencia de las EME. En el ámbito monetario, la transición desde marcos de política centrados en tipos de cambio fijos hacia otros orientados a metas de inflación debería permitir ampliar la perspectiva y gestionar mejor los auges de crédito y las vulnerabilidades asociadas. Un régimen de tipos de cambio más flexible también confiere a un país mayor capacidad de ajuste ante cambios en el entorno económico. En el transcurso del año pasado algunas EME, especialmente en América Latina, experimentaron fuertes depreciaciones monetarias sin que ello desencadenase una crisis.

Aun así, estos cambios no han aislado por completo a los países de las circunstancias externas. Según se examina en el Capítulo V, la flexibilidad del tipo de cambio solo ha blindado parcialmente a las EME de las repercusiones de la política monetaria aplicada en las economías avanzadas. Y las experiencias recientes de Brasil y Turquía, países ambos que elevaron sus tasas de interés oficiales en momentos de desaceleración de su actividad económica, ilustran las limitaciones de la política monetaria interna ante fuertes salidas de capital relacionadas con el endurecimiento de la política monetaria en economías avanzadas.

La capacidad de la política fiscal para absorber perturbaciones parece limitada. Los déficits fiscales son mayores que en 2007 (Gráfico III.10, panel derecho). Por otra parte, el déficit fiscal medio del gobierno general del 1,5% del PIB en 2014 encubre diferencias significativas: los déficits presupuestarios de Brasil y la India superan el 6% del PIB. Y es probable que los auges financieros hayan realizado las cuentas públicas. Según se analizó con mayor detalle en el Informe Anual del ejercicio pasado, esto refleja una sobrestimación del crecimiento y del producto potencial, el carácter excepcional de los ingresos generados por los auges financieros y una acumulación de pasivos contingentes a los que podría ser necesario hacer frente en la fase de contracción. Esto queda bien ejemplificado por

casos como los de España e Irlanda, cuyas posiciones fiscales parecían engañosamente sólidas antes de la Gran Crisis Financiera.

Contagio financiero y real

La integración de las EME en la economía mundial y en el sistema financiero es en la actualidad mucho mayor que en el pasado. Por lo tanto, en caso de que llegaran a materializarse cualesquiera tensiones financieras graves, sus repercusiones a nivel mundial también serían mucho mayores que antes.

Las crisis financieras anteriores en las EME provocaron un contagio generalizado. En primer lugar, los inversores internacionales se retiraron de países que compartían características con los países más afectados. Por ejemplo, en 1997 el espectro de la crisis se extendió de Tailandia a Indonesia, y a continuación a Malasia, Filipinas y Corea. En segundo lugar, los prestamistas que estos países tenían en común transmitieron las tensiones. Por ejemplo, en la crisis de deuda latinoamericana el contagio se extendió por el sistema bancario estadounidense, cuya exposición a la región era alta.

Aún no está claro hasta qué punto los cambios en la estructura financiera han alterado las posibilidades de contagio. La creciente penetración de la banca regional en Asia en la actualidad podría haber aumentado la probabilidad de un contagio directo en la región. Entre 2007 y 2014, la participación de los bancos de la región de Asia y el Pacífico como acreedores internacionales frente a economías emergentes de Asia aumentó desde aproximadamente un 33% a casi un 60%, mientras que la participación de los bancos de la zona del euro se redujo al 15%, es decir, a menos de la mitad del total de 2007. En cambio, hay muestras, a partir del episodio de *taper tantrum*¹¹, de que los inversores internacionales discriminan en mayor medida en su elección de cartera al tomar posiciones en mercados emergentes (véase el *84º Informe Anual*, pp. 32–33). Esto debería reducir el contagio ante situaciones que se asumen similares, aunque más en apariencia que en realidad. No obstante, tal ejercicio de diferenciación podría ser menor en caso de una retracción generalizada de los inversores.

Un cambio clave es la mayor importancia de las decisiones de las gestoras de activos y los inversores en fondos de renta fija de EME. La transición desde una financiación basada en el préstamo bancario a otra basada en los mercados de capitales, con vencimientos consecuentemente más largos, unida a la mayor proporción de deuda en moneda nacional, supone que parte del riesgo se ha transferido de deudores a acreedores. Hay indicios de que tanto las gestoras de activos como los titulares últimos de los activos tienden a exhibir correlación en su comportamiento, comprando cuando las cotizaciones suben y vendiendo cuando caen, lo que limita las ventajas de una base inversora más diversificada (Capítulo VI)¹². Las dificultades para coordinar las actuaciones de los diversos inversores también pueden hacer más difícil que las autoridades contengan grandes retiradas que si se tratase de retiradas por bancos internacionales.

¹¹ Inquietud suscitada por el anuncio de la Reserva Federal estadounidense sobre una eventual retirada gradual de su programa de expansión cuantitativa.

¹² Véase K. Miyajima e I. Shim, «Gestores de activos en economías de mercado emergentes», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre 2014.

Y, no menos importante, el contagio no tiene por qué limitarse a otras EME, como reveló la crisis de deuda latinoamericana de 1982, que causó problemas significativos en el sistema bancario de Estados Unidos. En la actualidad, los prestatarios de EME representan el 20% de los activos exteriores de los bancos declarantes al BPI (en base consolidada, con arreglo al criterio de riesgo último) y el 14% de todos los títulos de deuda en circulación. Las pérdidas que se registren en estas posiciones tendrían consecuencias importantes para al menos algunos de los principales acreedores. Asimismo, las EME representan el 20% de la capitalización bursátil del índice MSCI Global, un índice general de acciones bursátiles.

Adicionalmente, los efectos no estarían limitados a los canales financieros. Las EME han sido los principales motores del crecimiento mundial en los últimos años, en marcado contraste con periodos anteriores. Representan aproximadamente la mitad del PIB mundial en términos de PPA, en comparación con alrededor de un cuarto en el momento de la crisis de deuda latinoamericana, y un tercio antes de la crisis financiera asiática de 1997. Su contribución al crecimiento mundial se ha incrementado desde alrededor de 1 punto porcentual en la década de los 80 hasta más de 2 puntos porcentuales desde comienzos de la primera década de este siglo. El colapso del comercio mundial entre 2008 y 2009, superior al 20%, ilustra claramente la forma en que las crisis financieras pueden afectar a la actividad económica real.

En conjunto, hay razones para creer que las EME están mejor preparadas hoy que en las décadas de los 80 y los 90: los marcos macroeconómicos son más sólidos; la flexibilidad de los tipos de cambio es mayor; la infraestructura del sistema financiero es más robusta y la regulación prudencial más estricta. Las líneas de defensa son más sólidas, sobre todo por el incremento de las reservas de divisas. Y el desarrollo de los mercados de bonos en moneda local ha reducido la excesiva dependencia de la deuda en moneda extranjera por parte de los gobiernos.

Sin embargo, otros desarrollos invitan a la prudencia. El crédito ha crecido a tasas muy elevadas, a menudo superando niveles que en el pasado precedieron a graves tensiones bancarias. Y puede que una coyuntura macroeconómica firme no aisle a las EME de perturbaciones externas. Los niveles de deuda en moneda extranjera son menores en porcentaje del PIB, pero se concentran en el sector empresarial, donde los descalces de monedas son más difíciles de medir. Puede resultar complicado movilizar eficazmente reservas para contrarrestar episodios de escasez de liquidez en ciertos sectores o para respaldar monedas locales. Por último, la transición desde la financiación bancaria hacia gestores de activos extranjeros puede haber alterado la dinámica del mercado en formas que no se conocen bien.

Los ciclos financieros y la economía real

El ciclo financiero ha configurado la evolución de numerosas economías, tanto antes como después de la Gran Crisis Financiera. Estudios recientes profundizan en la dinámica subyacente, destacando dos variables: el apalancamiento agregado (el *stock* de crédito en relación al precio de los activos) y la carga del servicio de la deuda (pago de intereses más amortización en relación a los ingresos).¹ Mientras que el impacto del apalancamiento se ha analizado ampliamente, el papel que juega la carga del servicio de la deuda no ha recibido tanta atención, pese a sus considerables efectos negativos sobre el crecimiento del gasto del sector privado.

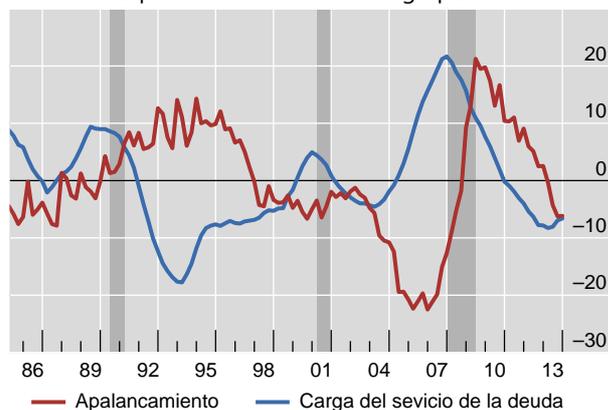
Se establece dos relaciones de largo plazo entre el crédito, el PIB, el precio de los activos y las tasas de interés, que unen el apalancamiento agregado con la carga agregada del servicio de la deuda. En primer lugar, existe una relación entre el cociente crédito sobre PIB y los precios de los activos reales que ancla el apalancamiento agregado. Esta relación se establece a través de las limitaciones de colateral: en el largo plazo, un aumento del precio de los activos reales eleva el cociente crédito/PIB. Una segunda relación a largo plazo se da entre el coeficiente crédito/PIB y las tasas de interés. Para un determinado volumen de ingresos, cuanto más bajas son las tasas de interés, más deuda puede soportarse. Esta relación define el nivel sostenible de la carga del servicio de la deuda.

Las desviaciones del apalancamiento y de la carga del servicio de la deuda con respecto a estos anclajes de largo plazo influyen significativamente en el producto. Tomemos el ejemplo de Estados Unidos en torno a la Gran Crisis Financiera. A comienzos de la década del 2000, los precios de los activos eran altos y las tasas de interés bajas con respecto a los niveles de deuda, lo que permitió a los hogares y las empresas endeudarse más. Los precios de los activos crecieron más rápido que el crédito, manteniendo así el apalancamiento agregado muy por debajo de sus valores de largo plazo (Gráfico III.A, panel izquierdo). Esta circunstancia propició un aumento del crédito, que a su vez también elevó el nivel de gasto. Pero este estímulo se vio contrarrestado gradualmente por el creciente freno

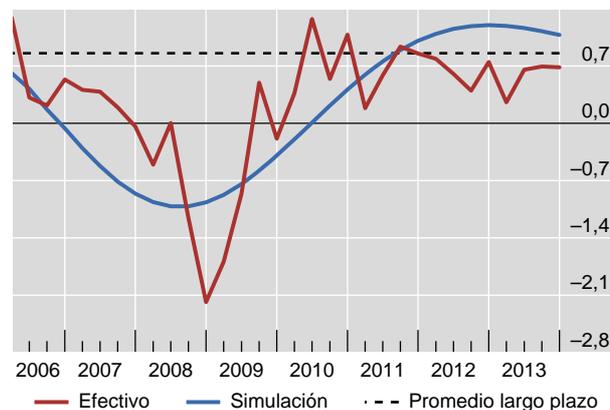
El apalancamiento y la carga del servicio de la deuda son importantes determinantes del gasto

Gráfico III.A

Desviación del apalancamiento y la carga del servicio de la deuda respecto de su media de largo plazo¹



Crecimiento del gasto efectivo y modelizado en EEUU²



Las áreas sombreadas indican periodos de recesión según la definición de NBER.

¹ Apalancamiento: cociente entre crédito agregado y precio de los activos respecto de sus valores a largo plazo, a partir de las desviaciones de la razón crédito/PIB con respecto a su relación a largo plazo con los precios reales de los activos. Carga del servicio de la deuda: pagos del servicio de la deuda sobre ingresos en relación a sus valores de largo plazo, a partir de las desviaciones de la razón crédito/PIB con respecto a su relación de largo plazo con las tasas de préstamo nominales. ² La simulación se basa en un modelo VaR cointegrado estimado con datos desde T1 1985 hasta T4 2004. Esta muestra también ofrece el punto de referencia para el promedio de largo plazo del crecimiento del gasto. La simulación parte de las condiciones de apalancamiento y de carga de la deuda en T4 2005 y asume que las demás variables parten de sus niveles promedio. A continuación traza la senda del ajuste de vuelta al punto de equilibrio sin ninguna otra perturbación.

Fuente: M. Juselius y M. Drehmann, «Leverage dynamics and the real burden of debt», *BIS Working Papers*, n° 501, mayo 2015.

sobre la renta disponible que imprimieron las crecientes cargas del servicio de la deuda. Esto explica por qué el producto creció a mediados de la década del 2000 en torno a su promedio, pese al rápido crecimiento del crédito. Cuando el auge financiero perdió fuerza y los precios de los activos volvieron a caer, el apalancamiento agregado creció con fuerza, limitando con ello la capacidad de endeudamiento del sector privado. Esto, a su vez, contrajo el gasto aún más, propiciando una severa recesión. La política monetaria reaccionó reduciendo las tasas de interés, aligerando con ello los costes del servicio de la deuda y, por ende, el freno sobre la demanda.

La dinámica del ajuste frente a las desviaciones del apalancamiento y la carga del servicio de la deuda con respecto a sus valores de largo plazo descrita en este sencillo modelo explica sorprendentemente bien la evolución de la actividad económica en Estados Unidos durante la Gran Recesión y el periodo posterior^②. Incluso aplicando el modelo solo hasta el cuarto trimestre de 2005, una previsión «fuera de muestra» proyecta el crecimiento del gasto hasta el -1% por trimestre a finales de 2009, una caída de magnitud similar a la registrada durante la Gran Recesión. El modelo también señala una recesión y posterior recuperación, con el regreso del crecimiento del gasto del sector privado a sus niveles históricos solo a comienzos de 2012, muy similar a sus niveles efectivos.

① M. Juselius y M Drehmann, «Leverage dynamics and the real burden of debt», *BIS Working Papers*, n° 501, mayo 2015. Las relaciones de largo plazo se estiman mediante un modelo cointegrado de vectores autorregresivos (VAR) con datos de Estados Unidos (1985–2013), que incluye el cociente crédito/PIB, la tasa media de préstamo sobre el *stock* de crédito, los precios reales de inmuebles residenciales y comerciales y los precios reales de las acciones. Los efectos del apalancamiento y la carga del servicio de la deuda sobre la economía real se estiman mediante un sistema VAR ampliado que incluye el crecimiento del crédito, el gasto del sector privado, otros gastos y precios de activos, todos ellos en términos reales, así como la tasa media de préstamo sobre el *stock* de crédito. ② Nótese que el modelo incorpora las decisiones de política monetaria a partir de los datos disponibles hasta esa fecha.

Auges financieros y asignación ineficiente de recursos

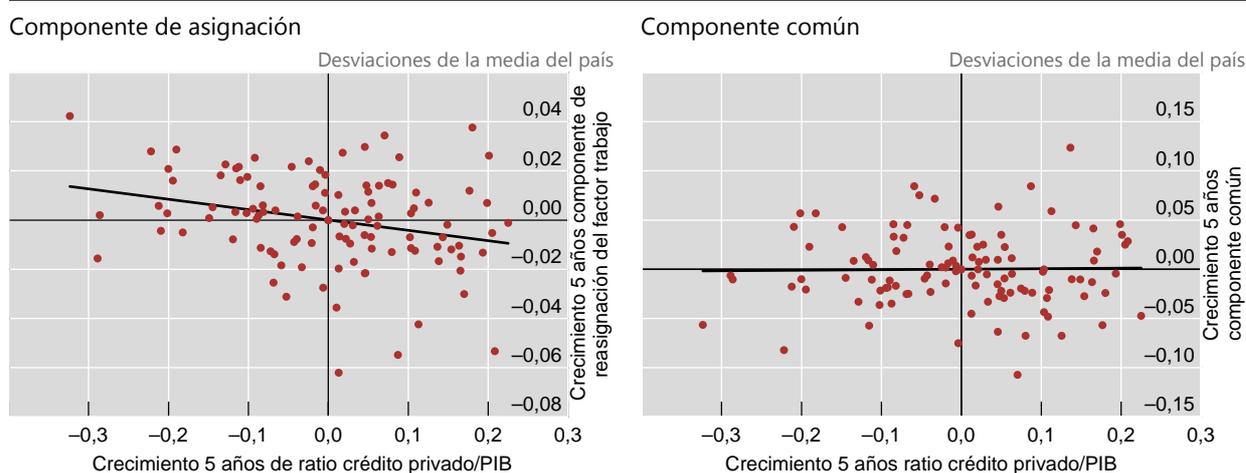
El crecimiento de la productividad agregada puede reflejar básicamente dos grandes factores: el primero y más obvio es el progreso técnico y el aumento y mejora del capital físico y humano en los diversos sectores; el segundo es la reasignación de capital y trabajo desde los sectores menos rentables hacia los más rentables. En el presente recuadro argumentamos que los auges del crédito suelen mermar la influencia de este segundo factor. Durante periodos con fuerte crecimiento del crédito, el factor trabajo fluye cada vez más hacia sectores con escasas ganancias de productividad en el futuro (típicamente, sectores especialmente intensos en crédito, aunque no necesariamente muy productivos en el largo plazo). Esto frena el crecimiento de la productividad, y por ende el producto potencial, incluso mucho después de detenerse el crecimiento del crédito.

El crecimiento de la productividad agregada puede descomponerse en un componente común y otro relacionado con la asignación de recursos. El primero mide el crecimiento de la productividad en toda la economía asumiendo una composición sectorial fija, es decir, sin transferencias del sector trabajo entre sectores. El segundo componente mide la contribución de la reasignación del factor trabajo entre sectores, es decir, su transferencia a sectores con mayor crecimiento de la productividad¹. En nuestro análisis, desglosamos ambos factores para una muestra de 22 economías desde 1979 durante periodos de cinco años no solapados. A continuación, analizamos como cada uno de estos componentes se relaciona con el crecimiento del cociente de crédito privado sobre PIB.

Las estimaciones empíricas sugieren que los auges financieros, reflejados en un rápido crecimiento del cociente crédito privado/PIB, coinciden con un bajo componente de asignación. Esto supone que el trabajo fluye hacia factores con menor crecimiento de la productividad (Gráfico III.B.1, panel izquierdo). En cambio, el componente común no parece guardar relación con la evolución del crédito privado (Gráfico III.B.1, panel derecho). La expansión del crédito sí puede alentar el crecimiento del producto a través de una mayor demanda e inversión, pero no el crecimiento de la productividad. Para comprender las repercusiones económicas de esta relación, considérese el caso de Estados Unidos. Entre 2004 y 2007, la productividad laboral creció el 1,2% anual, mientras que la reasignación del factor trabajo tuvo una contribución negativa de 0,3 puntos porcentuales. Durante ese mismo

Los auges de crédito provocan una asignación ineficiente de recursos

Gráfico III.B.1



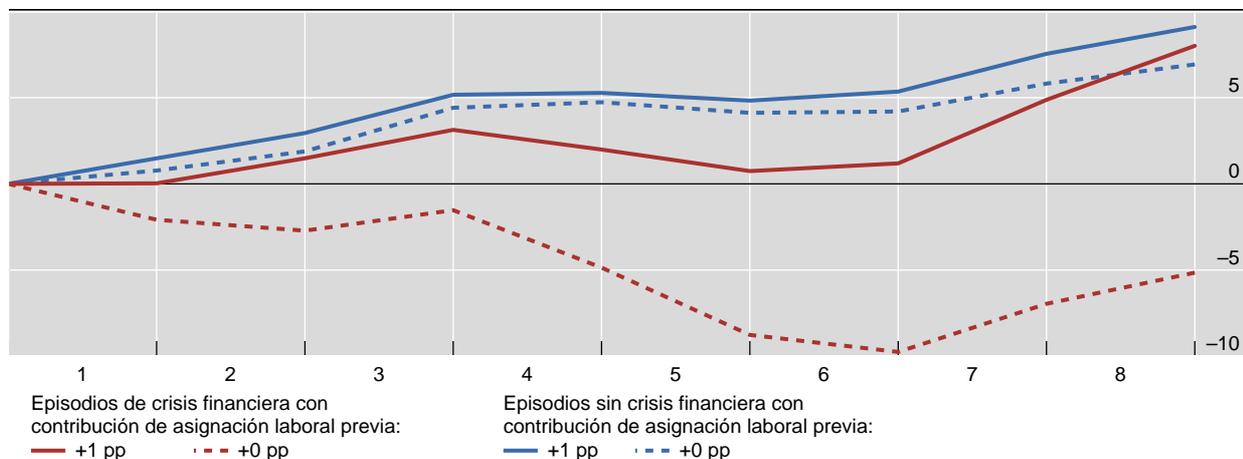
¹ El panel izquierdo relaciona la tasa de crecimiento del crédito privado sobre PIB con el componente de asignación del crecimiento de la productividad del trabajo; ambas variables se calculan como desviaciones con respecto a las medias del país y del periodo. El panel de la derecha relaciona la tasa de crecimiento del crédito privado sobre PIB con el componente común del crecimiento de la productividad laboral; ambas variables se calculan como desviaciones con respecto a las medias del país y del periodo. La muestra incluye 22 economías (Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Corea, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Japón, Luxemburgo, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza) y 6 lustros (1979–1984; 1984–89; 1989–94; 1994–99; 1999–2004; 2004–2009).

Fuente: cálculos del BPI.

El efecto de las crisis financieras y la reasignación del factor trabajo sobre la productividad¹

Desviación con respecto al pico, en porcentaje

Gráfico III.B.2



¹ Simulaciones basadas en regresiones de proyección locales de la desviación porcentual de la productividad con respecto a su pico del año. Las variables independientes incluyen la asignación y los componentes comunes del crecimiento de la productividad sobre el periodo de tres años anterior al pico. Se muestran por separado los efectos de los picos que están asociados con una crisis financiera (líneas rojas) y los que no lo están (líneas azules). Las líneas rojas muestran la proyección de la productividad laboral sujeta a una contribución positiva del componente de asignación de 1 punto porcentual al año en los tres años previos al pico. Las líneas discontinuas están sujetas a una contribución nula del componente de asignación previo al pico.

Fuente: cálculos del BPI.

periodo, el cociente de crédito privado sobre PIB creció el 4,5% anual. Tomando estas estimaciones a su valor facial, si el cociente crédito/PIB hubiese crecido solo el 1,5%, se habría contrarrestado el freno sobre el crecimiento de la productividad.

La reasignación del factor trabajo también puede afectar la subsiguiente evolución de la productividad agregada, especialmente después de una crisis financiera. A modo de ejemplo, analizamos los puntos de inflexión del cociente PIB sobre población activa, para comprobar si la productividad agregada después de dichos puntos depende de la reasignación previa del factor trabajo. Extraemos dos conclusiones generales. La primera es que la reasignación previa del factor trabajo hacia sectores con mayor ganancias de productividad contribuye positivamente a la productividad agregada a posteriori (líneas continuas frente a discontinuas del Gráfico III.B.2). La segunda es que la reasignación del trabajo tiene un impacto mayor después de una crisis financiera que afecta la economía (línea roja continua frente a discontinua del Gráfico III.B.2). En este caso, las asignaciones ineficientes previas lastran de manera significativa y duradera el crecimiento de la productividad agregada (en 10 puntos porcentuales acumulados después de cinco años). En el caso de Estados Unidos, por ejemplo, nuestras estimaciones sugieren que la reasignación del factor trabajo durante el periodo 2004–07, combinada con la subsiguiente crisis financiera, restó cada año 0,45 puntos porcentajes al crecimiento de la productividad en el país entre 2008 y 2013. De ahí puede inferirse que los auges financieros pueden dar lugar a un estancamiento de la productividad a raíz de la interacción entre una mala asignación de recursos y las crisis financieras que éstos generan.

© Véase más información en C. Borio, E. Kharroubi, C. Upper y F. Zampolli, «Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences», mimeografía, 2015.

