

II. El año en retrospectiva

Durante el año pasado, el crecimiento en las principales economías avanzadas desfalleció. Las preocupaciones por el riesgo soberano, la solidez bancaria y las perspectivas empresariales resurgieron y arrastraron a la zona del euro hacia la recesión. La inversión fue débil en Japón y el Reino Unido, al tiempo que la incertidumbre sobre la política fiscal a corto plazo en Estados Unidos hizo mella en la actividad económica. El crecimiento del producto en las economías de mercado emergentes (EME) disminuyó ante el deterioro de la coyuntura exterior, si bien en algunos países la fuerte demanda interna permitió compensar el descenso de las exportaciones.

A nivel mundial, los bancos centrales respondieron reduciendo las tasas de interés oficiales cuando tuvieron margen para ello y, cuando no, introdujeron nuevas medidas innovadoras de relajación de la política monetaria: cambios en los objetivos y estrategias de comunicación, aumento y modificación de las estructuras de compras de activos, y medidas dirigidas a canales específicos del mecanismo de transmisión de la política monetaria. La consiguiente reducción de la percepción de riesgos a la baja y las expectativas de un prolongado periodo de tasas oficiales reducidas estimularon los mercados financieros y alentaron flujos de inversión hacia las EME con activos más rentables, presionando al alza sus monedas.

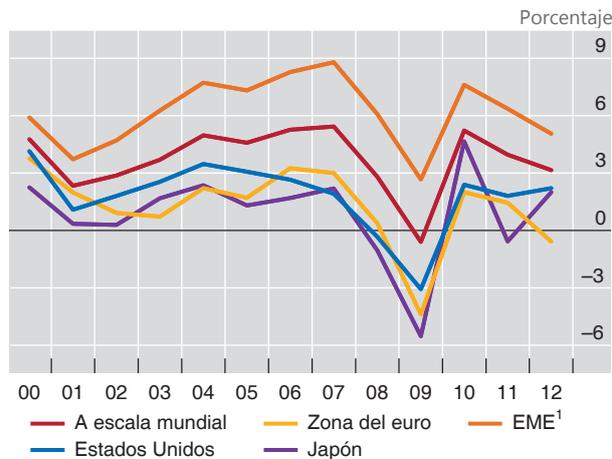
En el momento de elaboración de este Informe, las señales apuntan a una recuperación desigual. El crédito ha crecido con fuerza en las EME y las condiciones crediticias se han relajado en Estados Unidos, Japón y el Reino Unido. No obstante, los criterios de concesión de préstamo continúan siendo restrictivos en la zona del euro y se ha desplomado la demanda de crédito del sector privado para financiar inversión y consumo. Los indicadores de alta frecuencia de la actividad empresarial corroboran este escenario de recuperación desigual. Por ahora, los datos correspondientes a 2013 indican que la recuperación probablemente será lenta y accidentada, y que los mercados financieros atravesarán periodos de calma y volatilidad, al reflejar en los precios informaciones a veces contradictorias.

Como resultado tanto del auge financiero anterior a la crisis como de las políticas monetarias acomodaticias adoptadas para hacerle frente, el endeudamiento del sector privado no financiero sigue siendo elevado a escala mundial. Aunque los niveles de deuda se han reducido un tanto, especialmente en aquellas economías avanzadas que más deuda acumularon durante la fase de auge, el saneamiento de sus balances sigue inconcluso y está frenando el crecimiento. Al mismo tiempo, el aumento del apalancamiento en otras economías avanzadas y en las EME apunta a una posible acumulación de vulnerabilidades en algunas regiones.

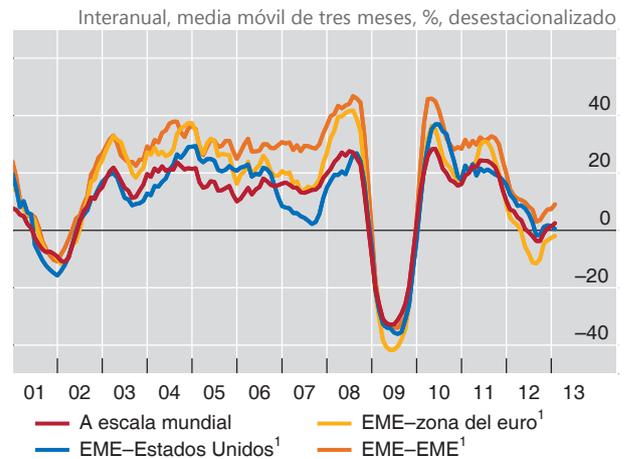
Persistente atonía del crecimiento mundial en 2012–13

Durante el pasado año, la recuperación económica perdió ímpetu. La tasa de crecimiento mundial se redujo hasta el 3,2%, más de 2 puntos porcentuales por debajo del máximo alcanzado en 2010. Como muestra el panel superior izquierdo del Gráfico II.1, esta moderación global del crecimiento refleja tres tendencias generales: un crecimiento del PIB que en conjunto es menor, pero que en el caso de las EME aún es sólido; una expansión continuada de la economía estadounidense

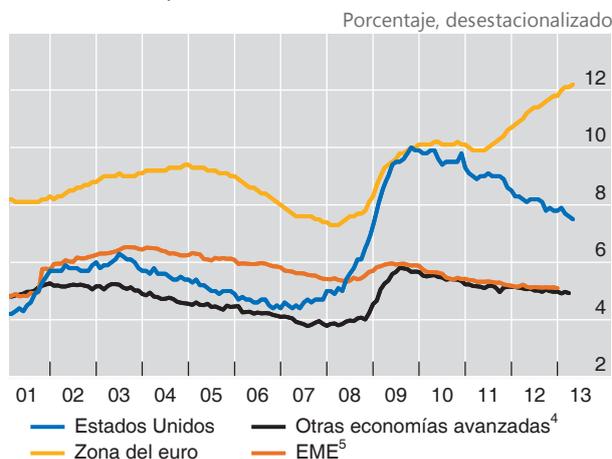
Crecimiento del PIB real



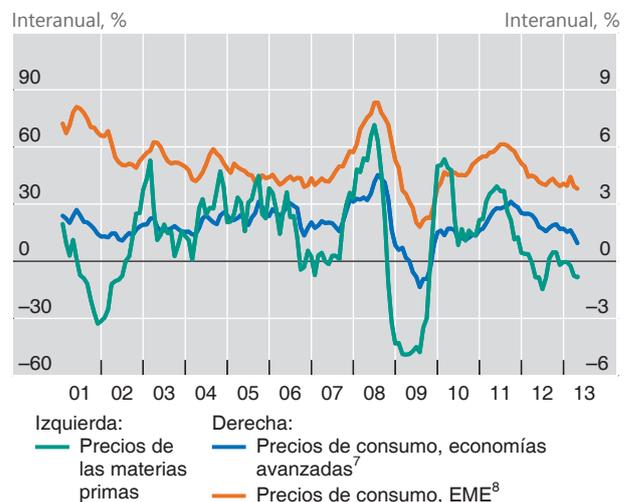
Crecimiento del comercio mundial²



Tasa de desempleo³



Inflación⁶



¹ Sobre la base del agregado del FMI. ² En términos de exportaciones totales. ³ Su definición puede diferir según el país. ⁴ Media ponderada basada en la población activa de Australia, Canadá, Dinamarca, Japón, Noruega, Nueva Zelandia, Reino Unido y Suecia. ⁵ Media ponderada basada en la población activa de Brasil (desde octubre de 2001), Chile, China, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, Indonesia, Malasia, México, Perú (desde marzo de 2001), Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, Taipei Chino y Turquía. ⁶ Media ponderada de las economías enumeradas, calculada utilizando el PIB y los tipos de cambio PPA de 2005. Precios de consumo medidos por el IPC, excepto en el caso de la India (precios al por mayor); para los precios de las materias primas, se recurre al índice S&P GSCI Commodity Spot. ⁷ Estados Unidos, Japón, Reino Unido y zona del euro. ⁸ Las economías enumeradas en la nota 5 anterior, más la India.

Fuentes: FMI, *Direction of Trade Statistics*, *Estadísticas Financieras Internacionales* y *Perspectivas de la Economía Mundial*; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

y recesión en la zona del euro. En Japón, el crecimiento ha sido volátil, como consecuencia del impulso temporal que supuso la reconstrucción tras el terremoto de 2011 y cambios más recientes en su política económica.

La economía mundial tuvo que afrontar serias dificultades a raíz de la crisis de la zona del euro y, en general, por la mayor incertidumbre sobre la política fiscal de las economías avanzadas. La crisis de la zona del euro se intensificó de nuevo en el primer semestre de 2012, al volver a temerse por la interrelación entre el riesgo soberano y el riesgo del sector bancario. Estos temores se reflejaron en el fuerte aumento de los rendimientos de la deuda pública española e italiana. En España, el

rendimiento de la deuda pública a 10 años alcanzó el 7,6% en julio de 2012, después de que el Gobierno solicitara financiación para recapitalizar su sistema bancario; en Italia, por su parte, el rendimiento de la deuda pública creció hasta el 6,6%. La intensificación de la crisis de la zona del euro en 2012 también contribuyó a la subida de las primas de riesgo en los mercados financieros mundiales. Al mismo tiempo, los rendimientos de los bonos refugio disminuyeron: en torno a 50 puntos básicos en el caso de los bonos alemanes y estadounidenses a 10 años.

En 2012, el empeoramiento de la crisis en la zona del euro afectó también a la actividad mundial a través de los vínculos comerciales. El panel superior derecho del Gráfico II.1 muestra que las exportaciones de las EME a la zona del euro se redujeron mucho más que sus exportaciones a Estados Unidos. En cambio, la relativa solidez de estas economías emergentes elevó en un 10% las exportaciones entre ellas. El efecto neto de esta divergencia de patrones fue el estancamiento del comercio internacional.

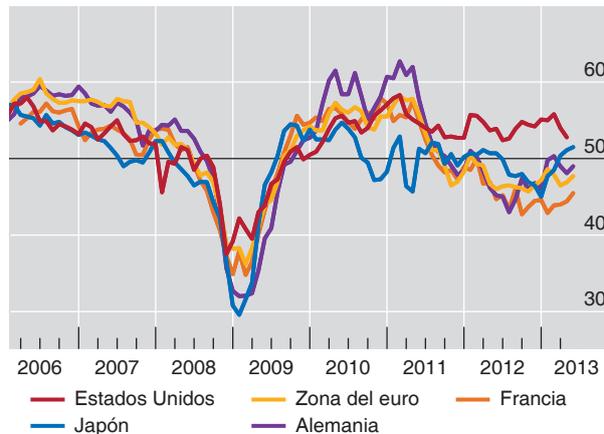
La demanda interna mantuvo su atonía en las economías avanzadas, al pesar en la confianza la incertidumbre sobre la política fiscal. En Europa, la recesión complicó el cumplimiento de los objetivos de déficit presupuestario. En Estados Unidos se evitó que la expiración de rebajas impositivas confluyera con recortes generalizados del gasto público («precipicio fiscal»), pero en el momento de redactar este Informe persiste la incertidumbre sobre el impacto de otros recortes presupuestarios automáticos. Aunque el consumo y la inversión crecieron con cierto vigor, no lograron reducir de forma sustancial la tasa de desempleo, que apenas disminuyó gradualmente hasta aproximadamente el 7,5%. El desempleo continuó al alza en la zona del euro y alcanzó un nuevo máximo en el 12%, mientras que en otras economías se mantuvo prácticamente estable (Gráfico II.1, panel inferior izquierdo).

Ante la debilidad de la actividad económica mundial, los precios de las materias primas han ido en descenso desde el pasado mes de noviembre, contribuyendo a reducir las presiones inflacionistas mundiales (Gráfico II.1, panel inferior derecho). La inflación media en las economías avanzadas y emergentes cayó por debajo del 2% y del 4%, respectivamente. La reducción de las presiones inflacionistas concedió cierto margen a los bancos centrales para aumentar el grado de estímulo monetario.

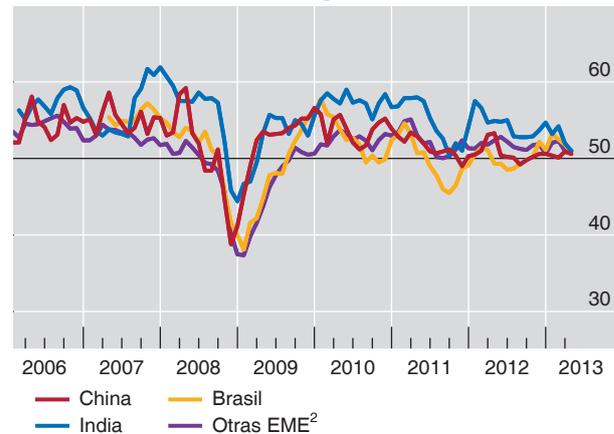
En las economías emergentes, la tasa de crecimiento del PIB se redujo hasta situarse en el 5% en 2012 (Gráfico II.1, panel superior izquierdo), si bien registró diferencias en función del país. En países como Filipinas, Indonesia y Perú, el crecimiento del PIB mantuvo su vigor gracias a la fortaleza de la inversión en capital fijo y el consumo, mientras que en otros la demanda interna se vio frenada por los efectos rezagados del endurecimiento de la política monetaria en 2011 que buscaba aliviar presiones inflacionistas y enfriar el mercado inmobiliario interno. En China, el crecimiento del PIB disminuyó desde el 9,3% en 2011 hasta el 7,8% al reducirse la inversión en capital fijo en el sector manufacturero. En Brasil, el PIB creció menos del 1% y la formación bruta de capital fijo fue particularmente débil en 2012; en la India el crecimiento se vio lastrado por el significativo descenso del consumo y de la inversión en capital fijo.

Los indicadores de alta frecuencia de la actividad empresarial señalan una recuperación desigual en el primer semestre de 2013. El índice de directores de compras (PMI) de Estados Unidos mejoró entre mediados de 2012 y febrero de 2013 (Gráfico II.2, panel izquierdo), y el de Japón lo hizo a comienzos de 2013. Asimismo, se aprecian ciertos síntomas de mejora de la actividad empresarial en las EME (Gráfico II.2, panel derecho). En China, el PMI ha mejorado ligeramente desde mediados de 2012, mientras que en la zona del euro las políticas adoptadas parecen haber mitigado el desplome de la actividad empresarial y se perciben

Economías avanzadas



Economías de mercado emergentes



¹ Índices de directores de compras (PMI) del sector manufacturero; para Estados Unidos y zona del euro, PMI compuestos. ² Media ponderada basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2005 de Hungría, México, Rusia, Singapur, Sudáfrica y (desde agosto de 2006) Turquía.

Fuente: Bloomberg.

señales esperanzadoras, especialmente en Alemania (Gráfico II.2, panel izquierdo). No obstante, el índice para el conjunto de la zona del euro no ha vuelto a alcanzar valores superiores a 50, que indicarían una mejora de las condiciones empresariales.

Las tensiones en el sector bancario de la zona del euro reaparecieron en marzo de 2013 en Chipre, provocando la reestructuración del mayor banco del país y la resolución del segundo (con pérdidas cuantiosas para los depositantes no asegurados), la imposición de controles de capital temporales y la provisión de 10 000 millones de euros en ayuda financiera oficial. El efecto de contagio por el rescate de la banca chipriota fue, no obstante, limitado y las condiciones de liquidez permanecieron estables en los distintos mercados. Varios factores pueden haber contribuido a esta reacción un tanto tímida de los mercados. El primero es la posible percepción en los mercados de que la crisis chipriota y el carácter de su rescate eran únicos y de pequeña escala. Al mismo tiempo, los riesgos extremos quedaron contenidos por la continua acomodación monetaria y las medidas de respaldo del BCE¹.

Las medidas de los bancos centrales espolearon los mercados financieros

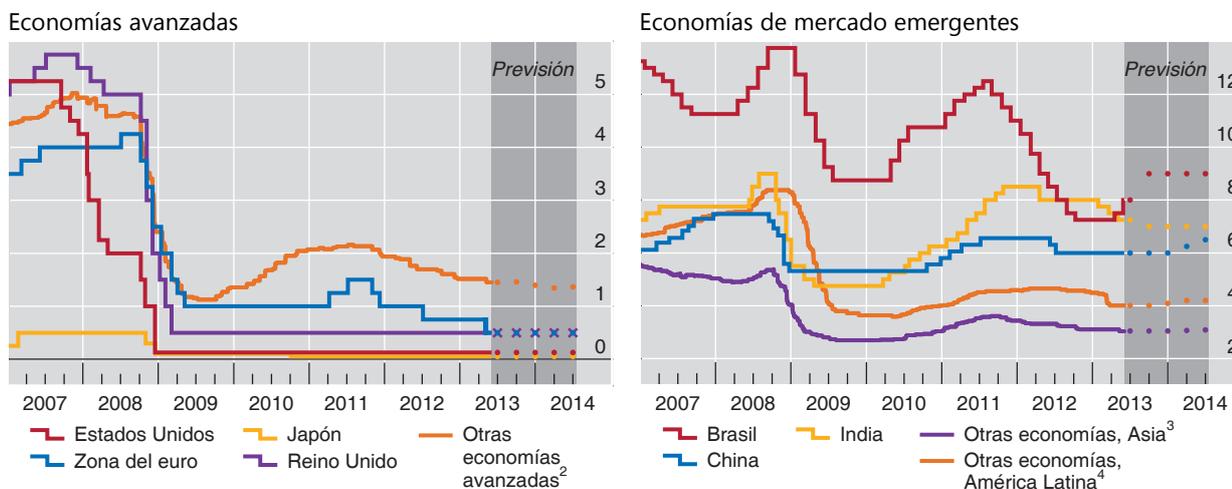
En vista del menor crecimiento y la remisión de las presiones inflacionistas en 2012, los bancos centrales de economías avanzadas y emergentes siguieron adoptando medidas para estimular la economía, optando algunos de ellos por reducir sus tasas de interés oficiales para contrarrestar los efectos de la caída de la demanda agregada (Gráfico II.3). El BCE bajó la tasa de interés de las operaciones principales de financiación al 0,50% y la tasa de la facilidad de depósito a cero (Gráfico II.3, panel izquierdo). Otras economías avanzadas (como Australia y Suecia) también redujeron sus tasas de interés oficiales.

¹ Consúltense más detalles en el análisis «Reacciones de los mercados a la crisis bancaria en Chipre», *Informe Trimestral del BPI*, junio de 2013.

Tasas de interés oficiales¹

En porcentaje

Gráfico II.3



¹ Tasas de interés oficiales o alternativa más cercana; para intervalos de objetivos, el punto medio del intervalo. Los puntos y las cruces indican las previsiones de JPMorgan Chase a 31 de mayo de 2013 para las tasas de interés oficiales en junio, septiembre y diciembre de 2013 y marzo y junio de 2014. Mediana prevista por Bloomberg a 31 de mayo de 2013 para Noruega, Suecia y Suiza. Los agregados corresponden a medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2005. ² Australia, Canadá, Noruega, Nueva Zelandia, Suecia y Suiza. ³ Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Tailandia y Taipei Chino. ⁴ Chile, Colombia, México y Perú.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase; datos nacionales.

En las economías emergentes se puso fin al endurecimiento de la política monetaria iniciada con la recuperación mundial en 2010. El Banco de la Reserva de la India relajó la orientación de su política monetaria, recortando desde comienzos de 2012 tanto la tasa *repo* como el coeficiente de encaje bancario en 125 y 200 puntos básicos, respectivamente. El Banco Popular de China redujo en 50 puntos básicos las tasas de interés de referencia para depósitos y préstamos, a la vez que adoptó políticas de crédito diferenciadas para el sector inmobiliario. El Banco Central de Brasil redujo sus tasas en 500 puntos básicos desde agosto de 2011, aunque las presiones inflacionistas internas han provocado recientemente una reversión parcial. También redujeron sus tasas oficiales Hungría, México, Polonia y la República Checa.

Otros bancos centrales, cuyas tasas de interés oficiales ya se encontraban en su límite mínimo cero, recurrieron a un abanico cada vez más amplio de medidas innovadoras para seguir relajando su política monetaria. En Estados Unidos, la Reserva Federal cambió en diciembre de 2012 su política de comunicación basada en orientaciones prospectivas (*forward guidance*) y se comprometió a mantener la tasa de los fondos federales por debajo del 0,25% al menos mientras el desempleo superara el 6,5% y siempre que las expectativas de inflación se mantuvieran bien ancladas. En enero de 2013, el Banco de Japón introdujo un objetivo de inflación del 2%.

A lo largo del año también se produjeron cambios en las políticas de compra masiva de deuda pública. A diferencia de rondas anteriores de adquisición de activos, la Reserva Federal otorgó a sus programas carácter indefinido, adquiriendo inicialmente títulos del Tesoro de Estados Unidos por importe mensual de 45 000 millones de dólares y manifestando su intención de prolongar la medida hasta que mejoraran sustancialmente las perspectivas del mercado de trabajo. El Programa de

Relajación Monetaria Cualitativa y Cuantitativa del Banco de Japón busca doblar la base monetaria incrementando sus tenencias de deuda pública japonesa a razón de 50 billones de yenes anuales, así como ampliar a unos siete años el vencimiento medio de la deuda pública adquirida.

El BCE introdujo facilidades para la realización de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC), un contrafuerte que permite comprar de forma ilimitada bonos soberanos cuando un país miembro queda sujeto a un programa de ajuste macroeconómico. Las OMC han sido diseñadas para abordar graves distorsiones en la fijación de precios de la deuda soberana en algunos países de la zona del euro. A fecha de este Informe, las OMC no habían sido utilizadas.

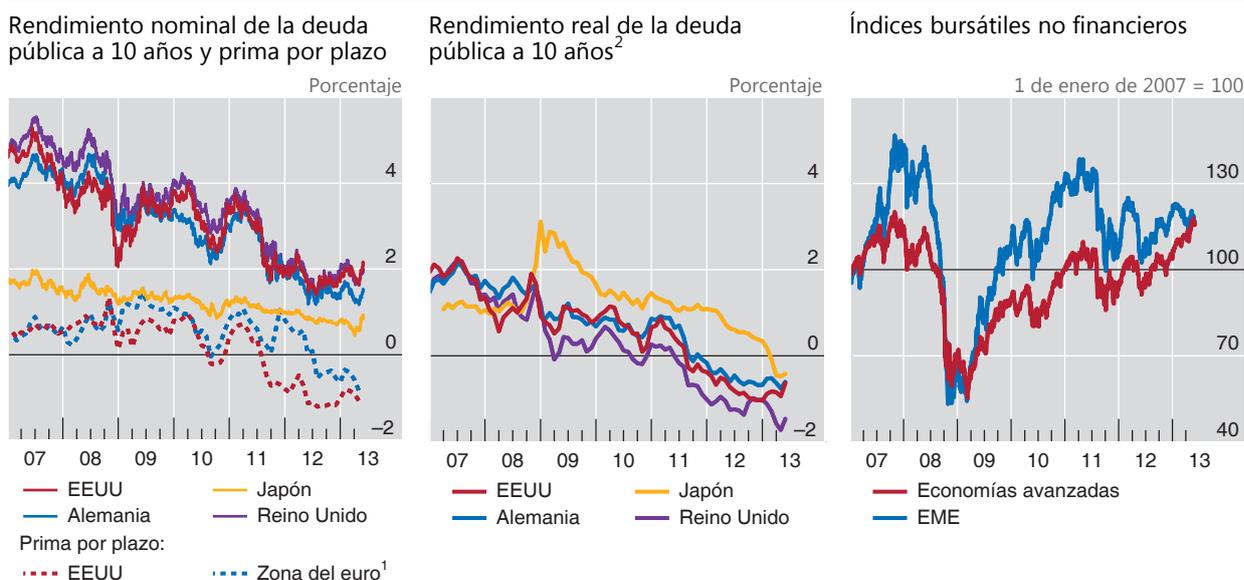
La Reserva Federal, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra recurrieron también a instrumentos oficiales dirigidos a distintos componentes del mecanismo de transmisión de la política monetaria. La Reserva Federal reanudó la compra de bonos de titulización hipotecaria, mientras el Banco de Japón anunció planes para comprar fondos cotizados en bolsa y fondos japoneses de inversión inmobiliaria. El Banco de Inglaterra y el Banco de Japón introdujeron respectivamente el Programa de Financiación para Préstamos y el Programa de Apoyo al Préstamo, que incentivan el incremento de la oferta de préstamo al vincular una financiación bancaria más barata a la actividad crediticia.

Las políticas respaldaron los mercados financieros

Las expectativas de tasas de interés oficiales bajas en el futuro próximo (Gráfico II.3, panel izquierdo) y los efectos de las nuevas rondas de compra de activos a gran escala mantuvieron en un principio los rendimientos nominales de la deuda pública a 10 años por debajo del 2% en Alemania, Estados Unidos y el Reino Unido (Gráfico II.4, panel izquierdo). Sin embargo, recientemente han comenzado a subir. En el caso de Estados Unidos, este hecho podría guardar relación con la mejora de

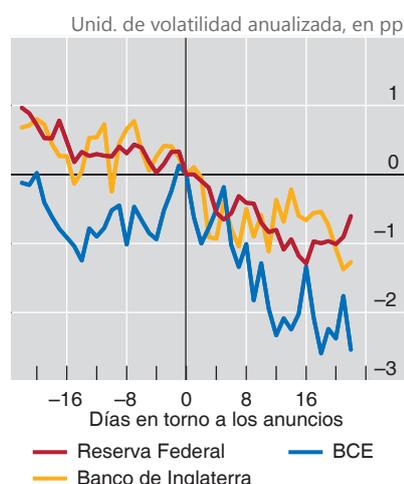
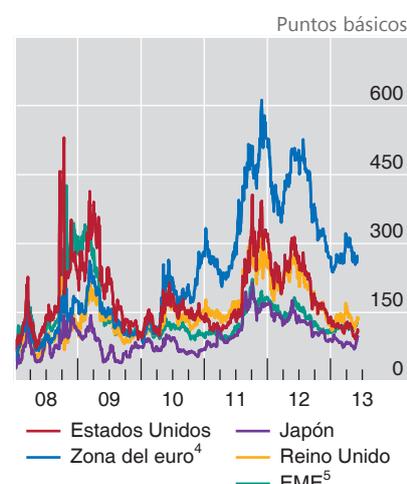
Rendimientos de la deuda pública y cotizaciones bursátiles

Gráfico II.4



¹ Se calcula a partir de una cesta de títulos de deuda pública alemanes y franceses. ² Rendimientos de la deuda pública menos *swaps* de inflación (para Alemania, *swaps* de inflación del euro).

Fuentes: Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

Diferenciales de bonos corporativos: BBB-AAA¹Reacción media de los *risk reversals* sobre acciones a los anuncios de los bancos centrales²Primas de CDS bancarios³

¹ Diferencia entre los rendimientos de los bonos corporativos de entidades con calificación crediticia BBB y AAA. ² *Risk reversal* delta 25, normalizado a 0, en las fechas de los anuncios teniendo en cuenta la variación registrada entre los días anteriores y posteriores, y la jornada del anuncio en cuestión. Para la Reserva Federal, *risk reversal* del S&P 500; para el Banco de Inglaterra, *risk reversal* del FTSE 100; para el BCE, *risk reversal* del DJ EURO STOXX 50. Fechas de anuncios y discursos conexos para la Reserva Federal: 25 de noviembre de 2008, 1 de diciembre de 2008, 16 de diciembre de 2008, 28 de enero de 2009, 18 de marzo de 2009, 10 de agosto de 2010, 27 de agosto de 2010, 21 de septiembre de 2010, 15 de octubre de 2010, 3 de noviembre de 2010, 9 de agosto de 2011, 21 de septiembre de 2011, 25 de enero de 2012, 20 de junio de 2012, 1 de agosto de 2012, 31 de agosto de 2012, 13 de septiembre de 2012 y 12 de diciembre de 2012; para el Banco de Inglaterra: 19 de enero de 2009, 11 de febrero de 2009, 5 de marzo de 2009, 7 de mayo de 2009, 6 de agosto de 2009, 5 de noviembre de 2009, 4 de febrero de 2010, 6 de octubre de 2011, 9 de febrero de 2012 y 5 de julio de 2012; para el BCE: 8 de diciembre de 2011, 21 de diciembre de 2011, 29 de febrero de 2012, 26 de julio de 2012 y 6 de septiembre de 2012. ³ Diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) a cinco años más recientes, en dólares estadounidenses; media simple de una muestra de bancos. ⁴ Alemania, Bélgica, España, Francia, Italia, Países Bajos y Portugal. ⁵ Brasil, China y Singapur.

Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Markit; cálculos del BPI.

las condiciones del mercado de trabajo y la incertidumbre por la trayectoria futura de las compras de activos. En Japón, el rendimiento nominal de la deuda pública cayó inicialmente por debajo del 1%, si bien luego exhibió mayor volatilidad. En términos reales, los rendimientos a largo plazo se mantuvieron en territorio negativo en Alemania, Estados Unidos y el Reino Unido (Gráfico II.4, panel central). En Japón, tras anunciar el objetivo de inflación, los rendimientos reales a largo plazo se tornaron negativos a comienzos de 2013. Uno de los principales factores que explica esta caída de los rendimientos de los bonos fue la fuerte reducción de las primas por plazo, que compensan a los inversores por los riesgos de inflación y de variación de las tasas reales. Por ejemplo, la prima por plazo de los títulos del Tesoro estadounidense pasó a ser negativa en 2011 y siguió disminuyendo en 2012, alcanzando el nivel más bajo de los últimos 25 años (Gráfico II.4, panel izquierdo); en la zona del euro, la prima tomó valores negativos a mediados de 2012.

Las amplias políticas de respaldo del segundo semestre de 2012 redujeron los riesgos a la baja e infundieron un renovado optimismo en los mercados financieros. La diferencia entre el interés que pagan las empresas con calificación BBB y AAA sobre sus bonos (indicativa del diferencial entre los prestatarios de riesgo y los de menos riesgo) se redujo en aproximadamente 100 y 200 puntos básicos en Estados Unidos y la zona del euro, respectivamente, con respecto a su máximo alcanzado a mediados de 2012; más recientemente, se situaba en niveles cercanos a los registrados antes de la quiebra de Lehman Brothers (Gráfico II.5, panel izquierdo).

Los *risk reversals* sobre acciones, una medida del riesgo bajista de su cotización basada en opciones, cayeron sustancialmente en respuesta a los anuncios de los bancos centrales de Estados Unidos, la zona del euro y el Reino Unido. El panel central del Gráfico II.5 compara su nivel a lo largo de un periodo que abarca varias jornadas anteriores y posteriores a la fecha de anuncios clave (normalizado a cero)². Aunque los anuncios de operaciones de financiación OFPML a tres años y OMC por parte del BCE provocaron una reacción más lenta, consiguieron reducir en gran medida la percepción del riesgo de una fuerte caída del mercado bursátil. Durante el segundo semestre de 2012, la introducción de las facilidades OMC también propició una importante disminución de las primas de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) bancarios no solo en la zona del euro, sino también con carácter más general (Gráfico II.5, panel derecho). Como en el caso de los anuncios del BCE, también fue significativa la reacción de los *risk reversals* ante el nuevo objetivo de estabilidad de precios del Banco de Japón y su Programa de Relajación Monetaria Cuantitativa y Cualitativa. Gracias a la mayor relajación monetaria y a los menores riesgos percibidos, los mercados bursátiles de las economías avanzadas y emergentes ganaron un 25% y 10%, respectivamente, desde sus mínimos de 2012 (Gráfico II.4, panel derecho). No obstante, la reciente volatilidad bursátil subraya la fragilidad de la confianza del mercado mientras persistan dudas sobre la recuperación de la actividad económica.

Persistencia de condiciones crediticias diferenciadas entre países

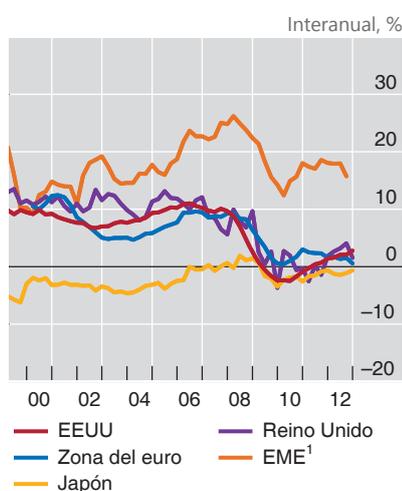
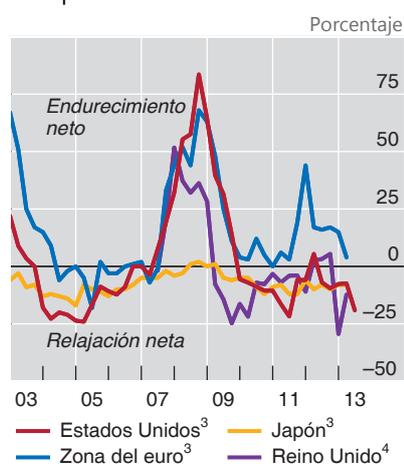
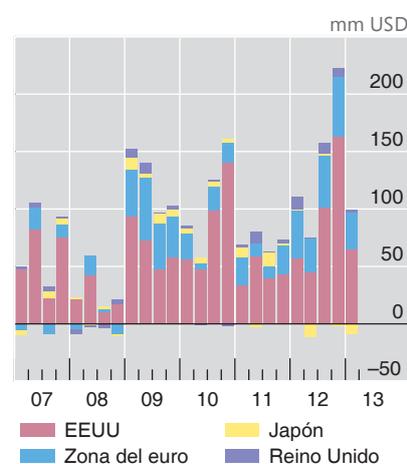
Las condiciones crediticias variaron considerablemente entre países. El Gráfico II.6 (panel izquierdo) muestra que, en un contexto de tasas de interés más bajas y mayor demanda interna, el crédito total (préstamos bancarios y bonos) al sector privado no financiero de las EME creció en 2012 a una tasa superior al 15%. En cuanto a las principales economías avanzadas, el crecimiento del crédito fue moderado en Estados Unidos y el Reino Unido, mientras que siguió contrayéndose en la zona del euro y disminuyó ligeramente en Japón.

En Estados Unidos, la Encuesta de Opinión a Altos Directivos sobre Prácticas en la Concesión de Crédito Bancario reveló una relajación neta de los criterios de concesión de crédito al comercio y la industria (Gráfico II.6, panel central), así como una reducción del diferencial entre las tasas de interés de los préstamos y los costes de financiación bancaria. En el Reino Unido, tras un periodo de endurecimiento, los bancos comenzaron a relajar sus condiciones de concesión de crédito a empresas tras la introducción del Programa de Financiación para Préstamos en el segundo semestre de 2012. Sin embargo, la mayor disponibilidad de crédito para el sector empresarial británico procedió fundamentalmente de la financiación no bancaria. La emisión neta de deuda por sociedades no financieras prácticamente se duplicó en 2012 respecto al promedio de los cinco años anteriores (Gráfico II.6, panel derecho).

El menor crecimiento del crédito en la zona del euro respondió no solo a la debilidad de la demanda, sino también a condiciones relativamente restrictivas en la oferta bancaria. Las respuestas a la encuesta sobre crédito bancario en la zona del euro pusieron de manifiesto un endurecimiento de los criterios de concesión de crédito a las empresas (Gráfico II.6, panel central). En el segundo semestre de 2012, ese endurecimiento se atribuyó principalmente al pesimismo sobre las perspectivas económicas, que afectó en especial a los bancos de la periferia de la zona del euro. Como contrapunto al continuo endurecimiento de las condiciones crediticias, la relajación de las tensiones en los mercados de deuda soberana y la percepción de

² Consúltense más detalles en «Percepciones de riesgos extremos en torno a anuncios de política monetaria no convencionales», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2013.

Crédito total al sector privado no financiero

Encuestas sobre préstamos: crédito a empresas²Emisión neta de bonos corporativos no financieros⁵

¹ Media ponderada basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2005 de Arabia Saudita, Argentina, Brasil, China, Corea, Hong Kong, RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. ² Para Estados Unidos, préstamos a medianas y grandes empresas; para el Reino Unido, préstamos a todas las empresas; para Japón y la zona del euro, préstamos a grandes empresas. ³ Bancos que manifestaron haber endurecido sus criterios de concesión de crédito (endurecimiento «considerable» o «en cierta medida»), menos aquellos que manifestaron haberlos relajado (relajación «considerable» o «en cierta medida»). Un saldo neto positivo indica un endurecimiento neto de los criterios de concesión de crédito. ⁴ Porcentaje ponderado de bancos que manifestaron haber endurecido sus criterios de concesión de crédito, menos porcentaje ponderado de aquellos que afirmaron haberlos relajado (las ponderaciones se basan en la cuota de mercado correspondiente). Un saldo ponderado neto positivo indica un endurecimiento neto de los criterios de concesión de crédito. ⁵ Emisión neta, definida como emisiones realizadas menos amortizaciones.

Fuentes: BCE; Reserva Federal; Datastream; Dealogic; cálculos del BPI.

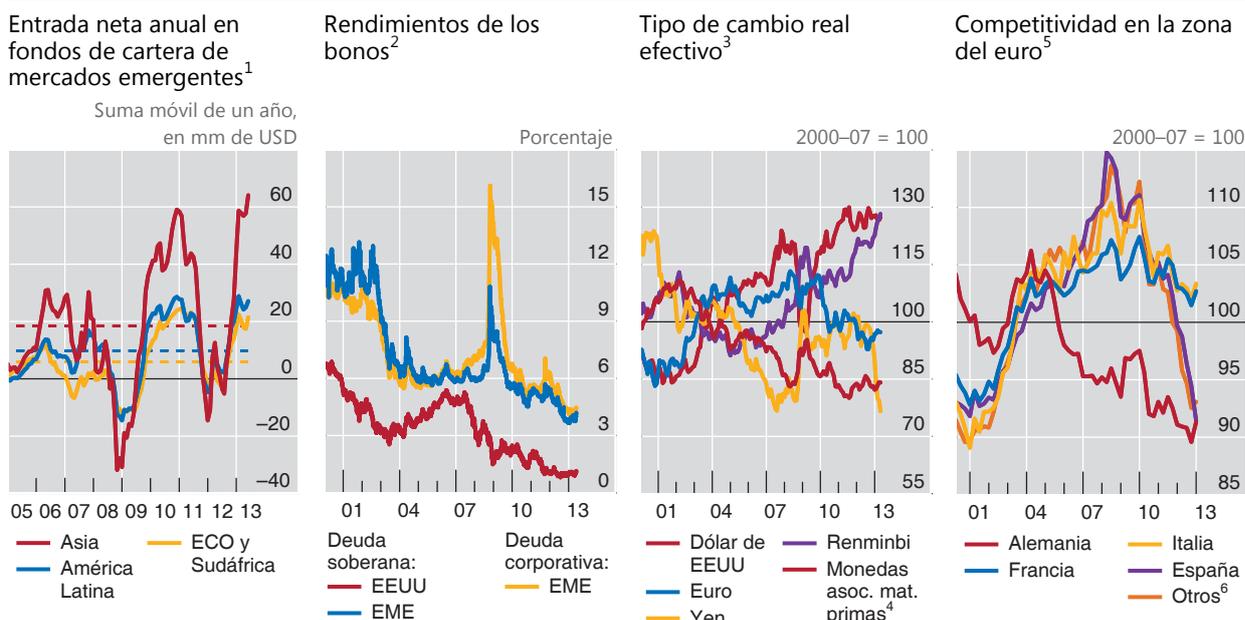
menores riesgos afectaron positivamente a la emisión neta de bonos corporativos (Gráfico II.6, panel derecho).

En Japón, aunque la oferta de crédito mantuvo condiciones acomodaticias, el crédito total al sector privado no financiero disminuyó ligeramente en 2012 y se estancó en términos reales. Sin embargo, las cifras correspondientes al primer trimestre de 2013 evidencian un incremento del crédito bancario, principalmente al haber aumentado las empresas su demanda de capital circulante y de financiación para operaciones de fusión y adquisición.

Repercusiones financieras a escala mundial

Si bien la laxitud de la política monetaria ha contribuido a sostener la actividad económica en las economías avanzadas, puede haber tenido también importantes efectos financieros sobre otros países³. Es probable que la pronunciada caída del rendimiento de la deuda pública en muchas economías avanzadas haya propiciado flujos de capital hacia EME con altas tasas de crecimiento y economías avanzadas más pequeñas y haya presionado al alza sus monedas. Desde el comienzo de 2013, dichas entradas netas de capital han aumentado con fuerza, en especial en las economías emergentes de Asia (Gráfico II.7, primer panel), alcanzando de nuevo sus máximos de finales de 2010. Debido al incremento de la demanda de bonos de

³ Véase J. Caruana, «International monetary policy interactions: challenges and prospects», discurso pronunciado en la conferencia del CEMLA-SEACEN sobre «El Papel de los Bancos Centrales en la estabilidad macroeconómica y financiera: Los retos en un mundo incierto y volátil», celebrada en Punta del Este, Uruguay, el 16 de noviembre de 2012.



¹ Suma de los mercados de renta fija y variable de las economías más importantes de cada región. Los datos abarcan flujos de cartera netos (ajustados por variaciones del tipo de cambio) hacia fondos especializados en EME individuales y fondos de EME para los cuales se dispone de un desglose por país o, al menos, por región. Las líneas discontinuas representan el promedio durante el periodo mostrado. ECO = Europa central y oriental. ² Índices de Bank of America Merrill Lynch: para deuda pública de EME, Emerging Markets External Debt Sovereign Index; para deuda pública estadounidense, US Treasury Master Index; para bonos corporativos de EME, Emerging Markets Corporate Plus Index. ³ En términos de precios de consumo relativos; un aumento indica una apreciación frente a una amplia cesta de monedas. ⁴ Media simple del dólar australiano y del dólar canadiense. ⁵ Indicador armonizado del BCE de la competitividad real, a partir de los tipos de cambio efectivos frente a los principales socios comerciales y demás miembros de la zona del euro (deflactado por costes laborales unitarios). Un incremento indica una disminución de la competitividad en costes. ⁶ Media simple de Grecia, Irlanda y Portugal.

Fuentes: BCE; Bank of America Merrill Lynch; EPFR; BPI.

mercados emergentes, su diferencial frente a los del Tesoro estadounidense se redujo en más de 1 punto porcentual el pasado año (Gráfico II.7, segundo panel).

En los últimos meses, la política monetaria extremadamente acomodaticia de las economías avanzadas, la debilidad de la demanda externa y la reaparición de considerables flujos de capital han reavivado la preocupación por la oscilación de los tipos de cambio. Entre septiembre de 2012 y mayo de 2013, el tipo de cambio real efectivo del yen se depreció más del 20%, volviendo a sus niveles de 2007. Con respecto a la última década, esta depreciación del yen es similar a la registrada por el dólar (Gráfico II.7, tercer panel). Sin embargo, los tipos de cambio reales efectivos de China y otros países productores de productos básicos, como Australia y Canadá, se apreciaron alrededor de un 25% con respecto al promedio anterior a la crisis (2000-07). Ante estas grandes oscilaciones, los ministros de Finanzas y Gobernadores de los bancos centrales del G-20 reafirmaron su compromiso de no utilizar los tipos de cambio con fines competitivos⁴.

El tipo de cambio real efectivo del euro está situado en torno a su promedio anterior a la crisis. Dentro de la unión monetaria, los tipos de cambio reales basados en los costes laborales unitarios indican que Alemania sigue presentando una importante mejora de su competitividad, en comparación con el promedio anterior a la crisis, aunque desde 2008 España, Grecia, Irlanda y Portugal han acortado considerablemente distancias con Alemania (Gráfico II.7, último panel). En cambio,

⁴ Véase el comunicado del 16 de febrero de 2013: <http://www.g20.org/load/781209773>.

Variación anual de las reservas de divisas

En miles de millones de dólares estadounidenses

Cuadro II.1

	A tipos de cambio corrientes						<i>Pro memoria: cantidades en circulación (dic 2012)</i>
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
Mundo	1 451	642	819	1 100	940	746	10 950
Economías avanzadas ¹	99	61	83	194	269	195	2 232
Estados Unidos	5	4	1	2	-0	-2	50
Zona del euro	19	-1	-8	13	1	12	220
Japón	73	55	-7	39	185	-28	1 194
Suiza	7	0	47	126	54	197	468
Asia	695	410	715	651	424	239	5 351
China	462	418	453	448	334	130	3 312
Corea	23	-61	65	22	11	19	317
Filipinas	10	3	4	16	12	6	72
Hong Kong RAE	19	30	73	13	17	32	317
India	96	-20	12	9	-5	-1	262
Indonesia	14	-5	11	29	14	2	106
Malasia	19	-10	2	9	27	6	135
Singapur	27	11	12	38	12	21	257
Tailandia	20	23	25	32	-0	6	171
Taipei Chino	4	21	56	34	4	18	403
América Latina ²	127	42	25	81	97	51	694
Argentina	14	0	-1	4	-7	-3	37
Brasil	94	13	39	49	63	19	362
Chile	-3	6	1	2	14	-0	40
México	11	8	0	21	23	16	153
Venezuela	-5	9	-15	-8	-3	-0	6
ECO ³	42	6	13	14	3	15	275
Oriente Medio ⁴	108	150	-29	50	88	151	817
Rusia	171	-56	-5	27	8	32	473
<i>Pro memoria: Exportadores netos de petróleo⁵</i>	331	144	-62	107	141	222	1 785

¹ Países mostrados más Australia, Canadá, Dinamarca, Islandia, Nueva Zelandia, Reino Unido y Suecia. ² Países mostrados más Colombia y Perú. ³ Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa y Rumania. ⁴ Arabia Saudita, Kuwait, Libia y Qatar. ⁵ Angola, Argelia, Kazajstán, México, Nigeria, Noruega, Oriente Medio, Rusia y Venezuela.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; Datastream; datos nacionales.

Francia e Italia no han mejorado su competitividad frente a Alemania desde el estallido de la crisis financiera.

En algunos países, la intervención oficial en los mercados de divisas puede ser un instrumento esencial para contrarrestar las presiones tendentes a la revaluación de sus monedas y compensar el impacto de los flujos de capital. En 2012, las tenencias mundiales de divisas superaron los 10 billones de dólares, un récord histórico (Cuadro II.1). Asimismo, las economías con un régimen de tipo de cambio

fijo (por ejemplo, Hong Kong RAE y las economías exportadoras de petróleo de Oriente Medio) siguieron acumulando reservas a buen ritmo. Otros países, como Corea, México y en particular Suiza, también ampliaron las suyas ostensiblemente.

Además de la intervención directa, distintos países han recurrido a medidas indirectas para contrarrestar los efectos en ellos de las bajas tasas de interés en las economías avanzadas⁵. En particular, algunas EME han adoptado en los últimos años medidas que pueden considerarse macroprudenciales —es decir, dirigidas a paliar el riesgo sistémico del sector financiero— y, a la par, de gestión de flujos de capital —es decir, que inciden sobre los flujos de entrada de capital y, por tanto, sobre el tipo de cambio—.

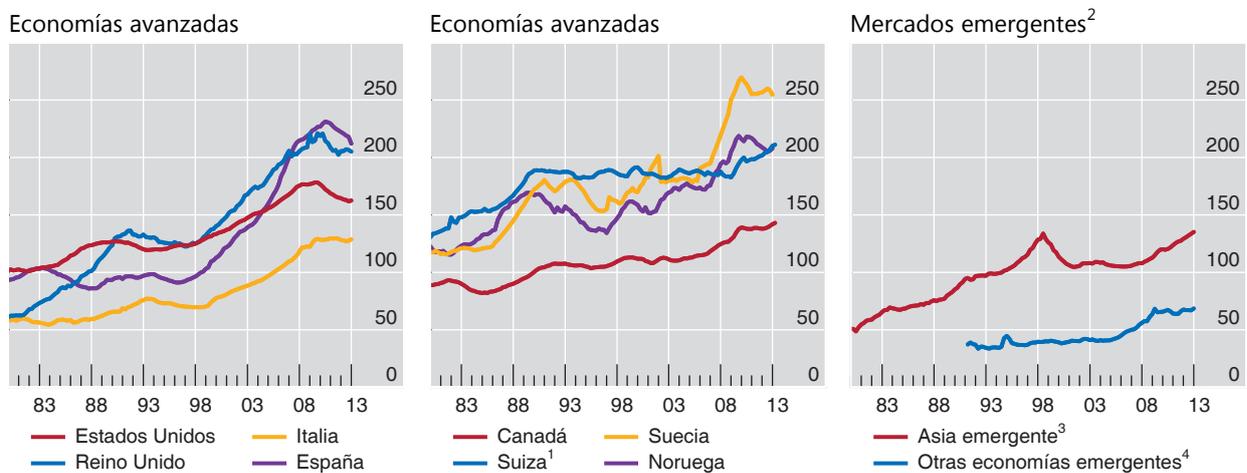
Persistencia del elevado endeudamiento del sector privado no financiero

A raíz del auge financiero anterior a la crisis y de las bajas tasas de interés que imperan desde entonces, el endeudamiento del sector privado no financiero (hogares y sociedades no financieras) se mantiene elevado a escala mundial⁶. Durante el periodo de auge algunas economías avanzadas acumularon volúmenes considerables de deuda y asignaron recursos de manera ineficiente. En estos países, los coeficientes entre deuda del sector privado no financiero y PIB siguen rozando niveles máximos históricos (Gráfico II.8, panel izquierdo), ya que la debilidad del

Endeudamiento del sector privado no financiero

En porcentaje del PIB

Gráfico II.8



¹ A partir de T1 2011, el endeudamiento total del sector privado no financiero es aproximado (se recurre al crédito bancario concedido al sector privado no financiero). ² Medias simples. ³ China (desde T4 1987), Corea, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia (desde T4 1991), Singapur (desde T1 1991) y Tailandia. ⁴ Argentina, Brasil (desde T4 1994), Hungría, México, Polonia (desde T1 1992), República Checa (desde T3 1994), Rusia (desde T2 1995), Sudáfrica y Turquía.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; OCDE; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

⁵ Véase «The influence of external factors on monetary policy frameworks and operations», *BIS Papers*, n° 57, octubre de 2011.

⁶ Para un análisis de la deuda pública y la sostenibilidad fiscal, consúltese el Capítulo IV.

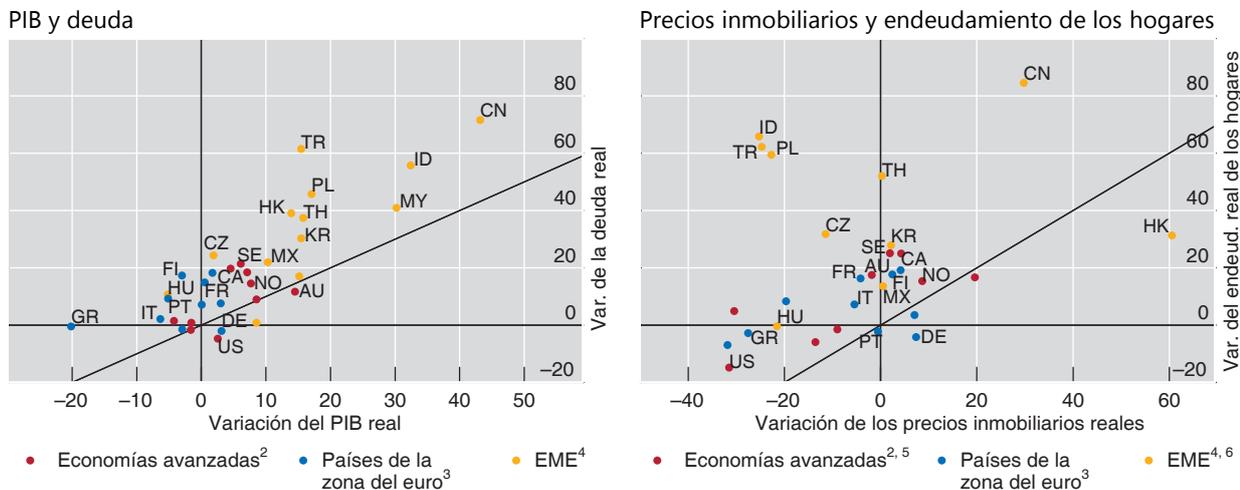
crecimiento ha dificultado el saneamiento de los balances del sector privado⁷. En otras economías avanzadas menos afectadas por la crisis, la caída generalizada de las tasas de interés ha contribuido a una elevación significativa de los coeficientes entre deuda privada y PIB (Gráfico II.8, panel central). En las economías emergentes de Asia, este coeficiente continúa siendo en promedio inferior al de las economías avanzadas, pero está tendiendo hacia el máximo previo a la crisis financiera asiática de finales de la década de los 90 (Gráfico II.8, panel derecho).

Las diferencias entre países también pueden observarse en el panel superior izquierdo del Gráfico II.9, que traza el crecimiento del PIB en función del crecimiento de la deuda, expresados ambos en términos reales, para 33 economías avanzadas y de mercado emergentes en el periodo 2007–12. La línea que representa 45 grados divide los países en dos grupos: la gran mayoría (27) se sitúa por encima de la línea y ha registrado un incremento del coeficiente de deuda privada sobre PIB desde la crisis financiera mundial. Dentro de este grupo, un número significativo de países —en su mayoría pertenecientes a la zona del euro— se concentran en el lado izquierdo del eje de ordenadas y se caracterizan por un incremento de este coeficiente, debido en parte a una caída de la actividad económica. En el otro extremo se sitúan los países —en su mayoría economías de mercado emergentes, aunque también algunas economías avanzadas más pequeñas— que no se vieron tan seriamente afectados por la crisis y que se han endeudado a un ritmo superior al del aumento de su PIB.

Endeudamiento del sector privado no financiero, PIB y precios inmobiliarios¹

Variaciones porcentuales, 2007–12

Gráfico II.9



AU = Australia; CA = Canadá; CN = China; CZ = República Checa; DE = Alemania; FI = Finlandia; FR = Francia; GR = Grecia; HK = Hong Kong RAE; HU = Hungría; ID = Indonesia; IT = Italia; KR = Corea; MX = México; MY = Malasia; NO = Noruega; PL = Polonia; PT = Portugal; SE = Suecia; TH = Tailandia; TR = Turquía; US = Estados Unidos.

¹ La línea continua representa 45°. Datos deflactados por el deflactor del PIB. A partir de T1 2011, el endeudamiento total del sector privado no financiero y los hogares de Suiza es aproximado (se recurre al crédito bancario concedido al sector privado no financiero). ² Australia, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, Reino Unido, Suecia y Suiza. ³ Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Italia, Países Bajos y Portugal. ⁴ China, Corea, Hong Kong RAE, Hungría, Indonesia, Malasia, México, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. ⁵ Se excluye Nueva Zelanda. ⁶ Se excluye Malasia, Rusia y Sudáfrica.

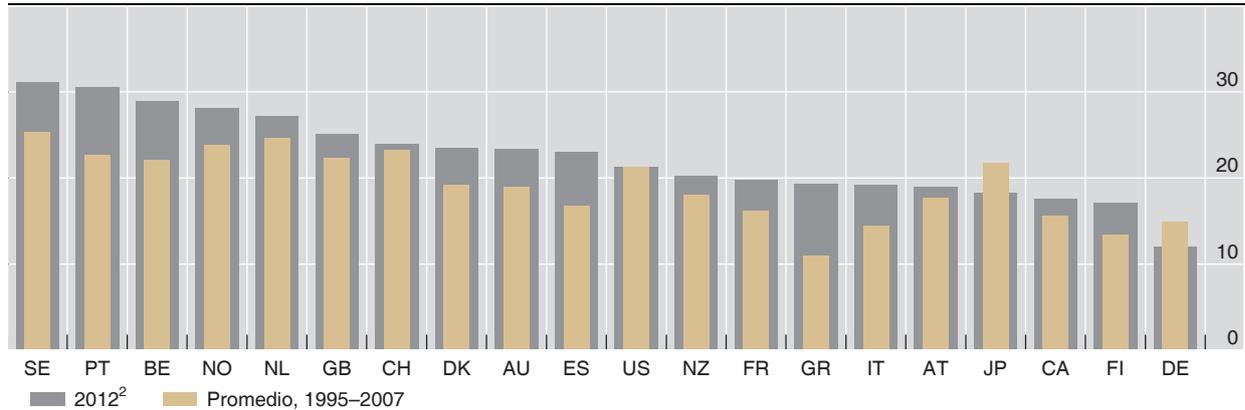
Fuentes: BCE; FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; OCDE; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

⁷ Véase J. Caruana, «Central banking in a balance sheet recession», participación en el panel de expertos del Consejo de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal durante la conferencia «Central banking: before, during and after the crisis», Washington, 23–24 de marzo de 2012.

Coeficientes de servicio de la deuda del sector privado no financiero¹

En porcentaje del PIB

Gráfico II.10



AT = Austria; AU = Australia; BE = Bélgica; CA = Canadá; CH = Suiza; DE = Alemania; DK = Dinamarca; ES = España; FI = Finlandia; FR = Francia; GB = Reino Unido; GR = Grecia; IT = Italia; JP = Japón; NL = Países Bajos; NO = Noruega; NZ = Nueva Zelanda; PT = Portugal; SE = Suecia; US = Estados Unidos.

¹ Definidos como pagos de intereses y amortizaciones divididos entre el PIB. ² Al final del año o datos disponibles más recientes.

Fuentes: Banco de la Reserva de Australia; BCE; Reserva Federal; FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; OCDE; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

Hay estudios que muestran que la desviación del coeficiente entre deuda y PIB respecto a su valor de tendencia puede crear vulnerabilidades, sobre todo si se combina con un fuerte incremento de los precios de los activos⁸. El panel derecho del Gráfico II.9 traza la variación de los precios de la vivienda en función de la evolución de la deuda de los hogares, ambas en términos reales, para distintos países en el periodo 2007-12. La mayoría de los países se sitúan por encima de la línea que representa 45 grados, puesto que la deuda de los hogares se ha incrementado más rápido que los precios de la vivienda. En países como Indonesia, Polonia y Turquía, los precios de la vivienda han bajado mientras crecía con fuerza el endeudamiento de los hogares.

Si bien una variación considerable del coeficiente entre deuda y PIB puede ser indicativa de un endeudamiento excesivo o de una acumulación de riesgos financieros, esta evaluación de la sostenibilidad de la deuda no tiene en cuenta las condiciones monetarias. Por tanto, es útil analizar la ratio de servicio de la deuda, definida como el coeficiente entre pagos de intereses más amortizaciones y el PIB. Se ha observado que la desviación de esta ratio respecto a su promedio histórico es un indicador fiable de la gravedad de las recesiones y una señal de alerta temprana de crisis bancarias⁹.

Las barras grises del Gráfico II.10 representan la ratio de servicio de la deuda privada a finales de 2012. En la mayoría de las economías analizadas (17 de 20), esta ratio supera los promedios de los años 1995-2007 (barras marrones). Entre las economías avanzadas, Suecia es el país con la ratio más elevada de servicio de la

⁸ Véase por ejemplo C. Borio y P. Lowe, «Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus», *BIS Working Papers*, n° 114, julio de 2002.

⁹ Véase M. Drehmann y M. Juselius, «¿Afectan los costes del servicio de la deuda a la estabilidad macroeconómica y financiera?», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2012. Las EME se excluyen del análisis porque presentan distintos estadios de desarrollo financiero.

deuda, 6 puntos porcentuales sobre su promedio de largo plazo. Los países de la periferia de la zona del euro también han experimentado un aumento importante en esta ratio. Por ejemplo, se estima que, a las tasas de interés *actuales*, las ratios de servicio de la deuda de Grecia y Portugal se sitúan alrededor de 8 puntos porcentuales por encima de sus promedios históricos. En el otro extremo, para Japón dicha ratio se sitúa aproximadamente 3 puntos porcentuales por debajo de su promedio de largo plazo. En Estados Unidos, gracias a la significativa reducción en el endeudamiento de los hogares (ver Gráfico II.9, panel derecho), la ratio se acerca al promedio histórico.

Las desviaciones de las ratios de servicio de la deuda en 2012 respecto a los promedios de 1995–2007, representadas por la diferencia entre las barras grises y marrones, se basan en las tasas de interés *actuales*. Ahora bien, puesto que estas tasas se sitúan actualmente en muchos países muy por debajo de sus niveles históricos, podrían estar enmascarando una necesidad adicional de avanzar en la reducción del endeudamiento. Esto indicaría que numerosos países tienen por delante un largo camino hasta completar el desapalancamiento de su sector privado.

Resumen

Pese a la mayor laxitud de la política monetaria en el último año y la mejora de las condiciones en los mercados financieros, en el momento de redactar este Informe las señales de recuperación siguen siendo dispares. En un contexto de atonía del crecimiento e insuficiencia de las reformas estructurales, se teme por un deterioro repentino de las expectativas del mercado. Con carácter más general, la necesidad de sanear los balances sigue frenando el crecimiento y hace vulnerables a muchas economías avanzadas. Dadas las tasas de interés persistentemente bajas en las economías avanzadas, existe el riesgo de que se acumulen desequilibrios financieros a medio plazo en las economías emergentes. En un entorno así, la política monetaria puede resultar insuficiente para seguir estimulando la demanda. El Capítulo III analiza el papel que desempeñan las reformas estructurales en la reactivación del crecimiento económico.

