

III. Crecimiento e inflación: catalizadores y perspectivas

El crecimiento mundial se afianzó durante el pasado año. Las economías avanzadas (EA) aportaron el grueso de la mejora, favorecidas por unas condiciones financieras muy acomodaticias. Las economías de mercado emergentes (EME), gracias en parte al fortalecimiento de sus exportaciones a las economías avanzadas, estabilizaron su crecimiento económico en el segundo semestre de 2013.

Aun así, el crecimiento mundial continúa por debajo de los promedios previos a la crisis. No es ninguna sorpresa, ya que varias EA siguen recuperándose de una recesión de balance. Hogares, bancos y, en menor medida, empresas no financieras han estado saneando sus balances y reduciendo sus excesivos niveles de deuda. El desapalancamiento del sector privado está muy avanzado en Estados Unidos, pero aún dista mucho de haber finalizado en otros países, incluida gran parte de la zona del euro. Asimismo, es preciso que los recursos se asignen a usos nuevos y más productivos. Por su parte, muchas EME se encuentran en fases tardías de periodos de auge financiero, lo que podría lastrar su crecimiento en el futuro.

Restaurar un crecimiento mundial sostenible plantea retos significativos. En los países afectados por la crisis es poco realista esperar que el *nivel del PIB* recupere su tendencia previa a la crisis. Para ello, su *tasa de crecimiento* tendría que superar durante varios años el promedio anterior, algo que, como demuestra la evidencia histórica, rara vez ocurre tras una recesión de balance. De hecho, tampoco las perspectivas de retorno al crecimiento tendencial son confortadoras. El crecimiento de la productividad en las economías avanzadas seguía una tendencia descendente desde mucho antes del inicio de la crisis financiera, y en varios países la población en edad legal de trabajar ya está contrayéndose por efecto del envejecimiento demográfico. La deuda pública está también en máximos históricos y puede ser una rémora adicional para el crecimiento. En muchas EME, el reciente endurecimiento de las condiciones financieras y los riesgos inherentes a la fase final del ciclo financiero también ensombrecen las perspectivas de crecimiento.

La inversión sigue por debajo de los niveles anteriores a la crisis en un gran número de EA, pero es improbable que esto lastre significativamente el crecimiento tendencial. Buena parte de esta brecha de inversión corresponde al sector de la construcción en países que experimentaron grandes auges del sector inmobiliario y, por lo tanto, representa una corrección necesaria de la sobreinversión previa. No obstante, el gasto en equipo también es inferior al promedio anterior a la crisis debido a la atonía de la demanda y a la lentitud de la recuperación que caracterizan a las recesiones de balance, y no tanto a la falta de financiación. A escala mundial, la mejora de la tendencia de la inversión en las EME ha contrarrestado la prolongada tendencia descendente en las economías avanzadas.

La inflación ha permanecido baja, o incluso ha seguido cayendo, en muchas economías. Ahora bien, no parece que esto se deba fundamentalmente a una baja utilización de los recursos internos, ya que con la mayor integración del comercio, las finanzas y la producción, la inflación depende cada vez más de las condiciones existentes en mercados integrados a escala mundial. Factores internacionales han contribuido desde hace tiempo a reducir la inflación y también su sensibilidad a las condiciones nacionales, y es posible que estas fuerzas sigan actuando.

El resto del presente capítulo describe los principales cambios registrados en la situación macroeconómica en el transcurso del pasado año, haciendo balance de

los progresos que han logrado las economías afectadas por la crisis en su recuperación de la recesión de 2008–09. A continuación se repasa la evolución reciente de la inflación, con un especial énfasis en el creciente papel de los factores mundiales. Por último, se analizan las posibles causas de la debilidad de la inversión y del crecimiento de la productividad.

Crecimiento: evolución reciente y tendencias a medio plazo

Una recuperación mundial más vigorosa, pero todavía desigual

A lo largo del pasado año cobró fuerza el crecimiento económico mundial. El PIB mundial, que crecía a una tasa interanual del 2% en el primer trimestre de 2013, pasó a hacerlo al 3% en el primer trimestre de 2014 (Gráfico III.1, panel izquierdo). Estas cifras contrastan con el crecimiento medio del 3,9% del periodo 1996–2006 (Cuadro Anexo III.1). El grueso del incremento del año pasado lo aportaron las EA, mientras que el crecimiento de las EME siguió estable en un nivel relativamente bajo (aunque superior al de las economías avanzadas). Este cambio relativo en la dinámica de crecimiento resulta aún más evidente en los indicadores basados en encuestas. El índice de directores de compras (PMI) del sector manufacturero para economías avanzadas registró un avance constante durante 2013, mientras que el correspondiente a las EME se ha consolidado en niveles que indican un crecimiento estable (Gráfico III.1, panel central). Como reflejo de la mejora de la demanda en las economías avanzadas, el crecimiento del comercio mundial se recuperó de forma gradual a lo largo del pasado año, aunque continuó siendo más lento que antes de la crisis (Gráfico III.1, panel derecho).

Las economías avanzadas impulsan el repunte del crecimiento mundial

Gráfico III.1



¹ Variación porcentual interanual del PIB real histórico y previsto; las previsiones se indican con puntos; las líneas discontinuas muestran el crecimiento anual medio en 1996–2006. Economías incluidas en el Cuadro Anexo III.1. Medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005. ² Índices de directores de compras (PMI) del sector manufacturero; los valores por encima de 50 indican una expansión de la actividad económica. Economías avanzadas: Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido, Suecia y Suiza; EME: Brasil, China, Hungría, India, México, Rusia, Singapur, Sudáfrica y Turquía. Medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005. ³ Variaciones interanuales, en porcentaje.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; Bloomberg; Consensus Economics; CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; Datastream; HSBC-Markit; datos nacionales; cálculos del BPI.

El crecimiento repuntó rápidamente en Estados Unidos y en el Reino Unido. En el primer caso, la reducción de las cifras de desempleo, cierta estabilización en el mercado de la vivienda y el avance en el desapalancamiento del sector privado apuntalaron el consumo privado en el país y, en menor medida, la inversión, lo que permitió un repunte del crecimiento interanual estadounidense hasta cerca del 2% a principios de 2014, casi un 0,75% más que a comienzos de 2013. En el Reino Unido, pese al menor progreso en la resolución de los problemas de los balances, también mejoró el crecimiento, hasta superar el 3% a principios de 2014, gracias a la caída del desempleo y a la pujanza del mercado inmobiliario residencial.

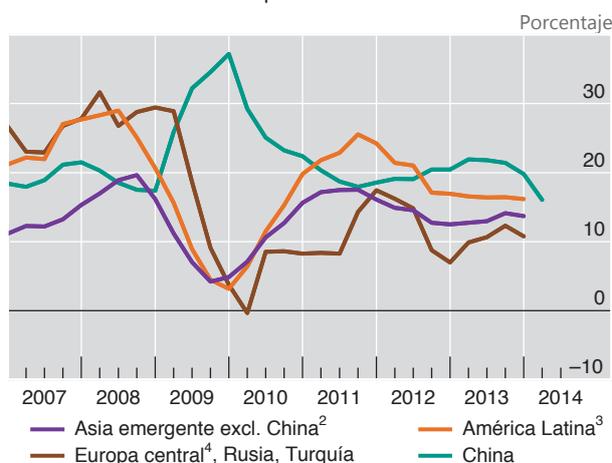
La zona del euro volvió a la senda del crecimiento al ceder la preocupación por el riesgo de los emisores soberanos y el futuro del euro. El crecimiento se fortaleció a lo largo de 2013 impulsado por Alemania y en un primer momento también por Francia, seguidos más tarde por Italia y España, que registraron tasas positivas de crecimiento. En algunos países, el retorno al crecimiento se vio favorecido por cierta relajación del ritmo de consolidación fiscal y estuvo acompañado de un notable cambio de rumbo de las condiciones financieras (Capítulo II). Sin embargo, las tasas de interés de los préstamos a empresas y consumidores se mantuvieron en España, Italia y otros países vulnerables por encima de las del resto de la zona del euro.

Japón se las vio y se las deseó para reactivar el crecimiento. Su PIB aumentó significativamente en el primer semestre de 2013, tras el anuncio de un ambicioso programa económico que incluía la compra indefinida de activos por el Banco de Japón (hasta que la inflación alcanzase el 2%), medidas de estímulo fiscal a corto plazo (acompañadas a la implantación gradual de subidas de impuestos) y el compromiso de acometer reformas estructurales para favorecer el crecimiento. Sin embargo, la economía sufrió una pronunciada desaceleración en el segundo semestre y la balanza por cuenta corriente se deterioró ante la fuerte depreciación del yen. El crecimiento volvió a repuntar con fuerza a principios de 2014 anticipando la primera subida de los impuestos sobre el consumo prevista para abril, aunque se esperaba que el repunte se invirtiera parcialmente.

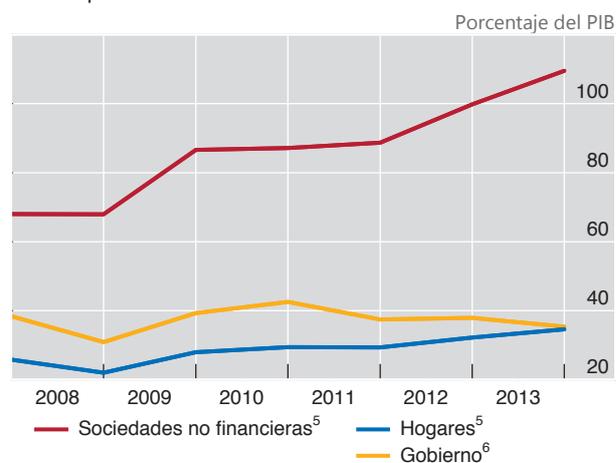
En muchas EME, la fase expansiva de los ciclos financieros siguió estimulando la demanda agregada¹. Aunque muy inferior a la de años anteriores, la expansión del crédito aún fue positiva y continuó incrementando la deuda del sector privado no financiero (Gráfico III.2). Al mismo tiempo, el crecimiento de las EME se enfrentaba a dos obstáculos de primer orden: la continua desaceleración del crecimiento en China y el endurecimiento de las condiciones financieras mundiales después de mayo de 2013 (Capítulo II).

El crecimiento de China se ha reducido más de 3 puntos porcentuales desde su máximo de 2010, hasta situarse en aproximadamente el 7,5% interanual a principios de 2014. A lo largo del año pasado, en particular, las autoridades chinas expresaron una inquietud creciente por el intenso crecimiento del crédito, introduciendo una serie de medidas financieras restrictivas que incluía una vigilancia más estricta del préstamo en el sistema bancario paralelo («*shadow banking*»). La desaceleración china frenó el crecimiento de países exportadores de materias primas como Rusia y algunos países latinoamericanos, de exportadores de insumos intermedios y bienes de capital ubicados fundamentalmente en Asia, y de proveedores de artículos de alta tecnología como Corea, Japón y Alemania. Con todo, la recuperación de las

¹ El ciclo financiero no coincide con el ciclo económico. La mejor forma de cuantificarlo es mediante una combinación de agregados crediticios y precios inmobiliarios, siendo su duración, de entre 15 y 20 años, muy superior a la del ciclo económico. Véase un análisis más detallado en el Capítulo IV.

Crecimiento del crédito privado¹

Deuda por sectores



¹ Media simple de las variaciones porcentuales interanuales del crédito total al sector privado no financiero. ² Corea, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. ³ Argentina, Brasil, Chile y México. ⁴ Hungría, Polonia y República Checa. ⁵ China, Corea, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, México, Polonia, República Checa, Singapur, Tailandia y Turquía. ⁶ Las economías enumeradas en las notas 2-4, más China, Rusia y Turquía.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; datos nacionales; cálculos del BPI.

exportaciones a economías avanzadas desde mediados de 2013 contribuyó a cierta estabilización del crecimiento en las EME.

El endurecimiento de las condiciones financieras mundiales desde mayo-junio de 2013 se tradujo en un primer momento en mayores depreciaciones de divisas y salidas de capital en países que tenían déficits por cuenta corriente más abultados, un crecimiento más rápido del crédito privado y una mayor deuda pública. Tras el episodio de ventas generalizadas en los mercados en enero de 2014, los países más perjudicados fueron aquellos con una inflación relativamente elevada y cuyas perspectivas de crecimiento estaban deteriorándose (Capítulo II). La oleada inicial de ventas impelió a países como la India, Indonesia y Turquía a adoptar medidas restrictivas, como elevar las tasas de interés oficiales y endurecer los controles de capital, así como medidas macroprudenciales y de política fiscal. En cambio, los países con balanzas de pagos positivas e inflación baja, entre los que se incluyen la mayoría de las economías emergentes de Asia y Europa central y oriental, pudieron mantener políticas fiscales y monetarias acomodaticias y, en algunos casos, relajarlas aún más para contrarrestar el deterioro de las perspectivas de crecimiento (Capítulo V).

La larga sombra de la crisis financiera

La economía mundial continúa sobrellevando el legado de la crisis financiera. A pesar de su reciente fortalecimiento, la recuperación sigue siendo débil en términos históricos: en varias economías avanzadas, el PIB y la productividad permanecen por debajo de su máximo anterior a la crisis (Gráfico III.3), y lo mismo ocurre con el empleo (Cuadro Anexo III.2). Esto no resulta sorprendente, ya que por lo general, las crisis financieras provocan recesiones más profundas y prolongadas, y dan paso a recuperaciones mucho más lentas (Recuadro III.A).

La crisis no afectó de la misma forma a todos los países. Los más directamente perjudicados fueron Estados Unidos, el Reino Unido, España e Irlanda, así como

La recuperación tras una recesión de balance

Las crisis financieras o bancarias graves suelen ir acompañadas de recesiones más profundas y prolongadas, a las que siguen recuperaciones mucho más lentas que las propias de recesiones típicas del ciclo económico. Estas crisis suelen producirse tras dilatados periodos de auge financiero y cerca del punto culminante del ciclo financiero (Capítulo IV). Las causas fundamentales de estas recesiones son grandes desequilibrios intertemporales y sectoriales, cuya corrección exige cambios amplios y profundos en los patrones de gasto. Para diferenciarlas de las recesiones ordinarias del ciclo económico, se les llama *recesiones de balance*^①. Este recuadro analiza los factores que ralentizan las recuperaciones asociadas a dichas recesiones.

Durante los auges financieros se acumulan *desequilibrios intertemporales y sectoriales*. Hogares, empresas y, con frecuencia, también gobiernos acumulan deuda basándose en expectativas optimistas sobre su renta o ingresos futuros, los precios de los activos y la facilidad de acceso al crédito. Los bancos, por su parte, sobreestiman la solidez de sus activos, la solvencia de sus deudores y su propia capacidad para refinanciarse renovando deuda a corto plazo. Al mismo tiempo, la composición del PIB —y, por ende, la asignación del capital y de la mano de obra a los distintos sectores— puede no corresponderse con la composición de una demanda sostenible. Un claro ejemplo es la expansión del sector de la construcción en diversos países, con su legado de grandes excedentes de inmuebles sin vender. El sector público también puede adquirir dimensiones excesivas y su deuda tornarse insostenible.

Tarde o temprano esta equivocada confianza y este optimismo resultan infundados, provocando el desplome de los precios de los activos y una acusada contracción del PIB. Algunos agentes dejan de poder hacer frente al servicio de su deuda e incurren en impagos, imponiendo así pérdidas a sus prestamistas, que son por lo general instituciones financieras. Otros comienzan a reducir su nivel de deuda incrementando su ahorro neto y vendiendo activos, con el fin de conservar su solvencia y disponer de fondos suficientes para afrontar compromisos y necesidades futuros. Los prestamistas se enfrentan a un fuerte incremento de los préstamos y activos en mora. Con ello, la crisis marca el principio de un *ajuste de balances* en el que los agentes priorizan la corrección de los balances en detrimento del gasto. Dado que el gasto de un agente es el ingreso de otro, la corrección de los balances de unos agentes reduce los ingresos y el valor de los activos de otros. Inevitablemente, esto mantiene el crecimiento agregado del gasto y de la renta por debajo de los niveles habituales antes de la crisis, hasta que los cocientes de deuda vuelven a niveles más sostenibles y se reabsorbe el exceso de stock de capital. Al mismo tiempo, una parte significativa del capital y de la mano de obra queda ociosa y necesita encontrar nuevos usos. Por lo general, esto conlleva la financiación de capital nuevo y la creación de nuevas empresas, además de la necesidad de los desempleados de reciclarse profesionalmente, reubicarse y buscar nuevos puestos de trabajo, todo lo cual exige tiempo y esfuerzo.

La duración e intensidad de la contracción tras una recesión de balance depende de varios factores. El primero es el alcance de los desequilibrios de partida: a mayores excesos en la fase expansiva, mayor será la corrección necesaria. Por lo general, los desplomes financieros conllevan recesiones más profundas y el ritmo de recuperación suele ser inversamente proporcional a la magnitud del auge previo del crédito y del sector inmobiliario^②. Los hogares y las empresas que han acumulado más deuda suelen recortar sus gastos en mayor medida que aquellos menos endeudados^③. El segundo factor es el alcance de las interrupciones en el suministro de crédito. Tras la fase más aguda de la crisis, los prestamistas suelen necesitar tiempo para reconocer pérdidas y reforzar sus coeficientes de capital. La financiación puede ser complicada, porque los balances son opacos y la lentitud del crecimiento incrementa los préstamos en mora. Sin embargo, lo que realmente importa no es tanto el volumen total de crédito que proporcionan los bancos cuanto su asignación eficiente. A fin de cuentas, el exceso de deuda tiene que reabsorberse y la demanda agregada de crédito será probablemente reducida. De hecho, estudios empíricos revelan que, durante una recuperación, el crecimiento del PIB y el del crédito están, en el mejor de los casos, débilmente correlacionados; es decir, que las denominadas recuperaciones «sin crédito» son la regla más que la excepción^④. La verdadera clave para acelerar la recuperación reside en que los bancos recuperen su capacidad para asignar crédito a los usos más productivos. También se constata que el desapalancamiento del sector privado durante una fase contractiva contribuye a una recuperación más fuerte^⑤. El tercer determinante de la gravedad de la contracción es la magnitud de las rigideces y las ineficiencias estructurales. Cuando existen grandes desequilibrios sectoriales, el crecimiento del producto y del empleo suele recuperarse con más vigor, *ceteris paribus*, en los países con mercados laborales más flexibles^⑥. Por último, las políticas aplicadas por los gobiernos para gestionar la crisis y durante la fase de recuperación pueden acelerar o frenar esta última (para un análisis más detallado, véanse los Capítulos I y V).

La evidencia empírica confirma que las recuperaciones de crisis financieras son prolongadas^⑦. De media, el PIB (per cápita) tarda en torno a cuatro años y medio en superar su máximo anterior a la crisis, o aproximadamente

10 años si se tiene en cuenta la Gran Depresión. La recuperación del empleo es aún más lenta (Reinhardt y Rogoff, (2009)). En comparación, en las recesiones típicas del ciclo económico el PIB tarda aproximadamente año y medio en volver al máximo anterior a la crisis. La evidencia también revela la elevada dispersión en torno a la media, que corrobora la hipótesis de que son varios los factores, incluidos los mencionados, que influyen en la aceleración o ralentización de la recuperación. Las caídas del PIB en recesiones de balance también suelen ser mayores (Recuadro III.B).

① El término «recesión de balance» fue probablemente acuñado por R. Koo, en su libro *Balance Sheet Recession*, John Wiley & Sons, 2003, para explicar el estancamiento del crecimiento en Japón tras el estallido de la burbuja inmobiliaria y de renta variable a principios de la década de los 90. En este recuadro se utiliza este término para hacer referencia a la contracción del producto asociada a una crisis financiera tras un auge financiero. También se utiliza en un análisis algo diferente, que no implica las mismas conclusiones en el ámbito de las políticas. Véanse, a este respecto, C. Borio, «The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?», *BIS Working Papers*, nº 395, diciembre de 2012, próximamente en *Journal of Banking and Finance*; y J. Caruana, «Global economic and financial challenges: a tale of two views», conferencia impartida en la Harvard Kennedy School en Cambridge, Massachusetts, 9 de abril de 2014. Véase también el Capítulo I del presente Informe. ② Véase, por ejemplo, Ö. Jordà, M. Schularick y A. Taylor, «When credit bites back», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 45, 2013. ③ Véanse, por ejemplo, FMI, «Dealing with household debt», *Perspectivas de la Economía Mundial*, abril de 2012, Capítulo 3; K. Dynan, «Is a household debt overhang holding back consumption?», *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera de 2012; A. Mian y A. Sufi, «Household leverage and the recession of 2007–2009», *IMF Economic Review*, vol. 58, 2010; A. Mian, K. Rao y A. Sufi, «Household balance sheets, consumption and the economic slump», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 128, 2013; y C. Hennessy, A. Levy y T. Whited, «Testing Q theory with financing frictions», *Journal of Financial Economics*, vol. 83, 2007. ④ Véanse E. Takáts y C. Upper, «Credit growth after financial crises», *BIS Working Papers*, nº 416, julio de 2013; S. Claessens, A. Kose y M. Terrones, «What happens during recessions, crunches and busts?», *Economic Policy*, vol. 24, 2009; y G. Calvo, A. Izquierdo y E. Talvi, «Phoenix miracles in emerging markets: recovery without credit from systematic financial crises», *American Economic Review*, vol. 96, 2006. ⑤ Véase M. Bech, L. Gambacorta y E. Kharroubi, «Monetary policy in a downturn: are financial crises special?», *International Finance*, vol. 17, primavera de 2014. ⑥ Véase BPI, 83° Informe Anual, junio de 2013, Capítulo III. ⑦ Véase C. Reinhardt y K. Rogoff, *This time is different*, Princeton University Press, 2009; véanse también, por ejemplo, D. Papell y R. Prodan, «The statistical behavior of GDP after financial crises and severe recessions», artículo preparado para la conferencia *Long-term effects of the Great Recession* de la Reserva Federal de Boston, octubre de 2011; y G. Howard, R. Martin y B. Wilson, «Are recoveries from banking and financial crises really so different?», *International Finance Discussion Papers*, nº 1037, Consejo de la Reserva Federal, 2011.

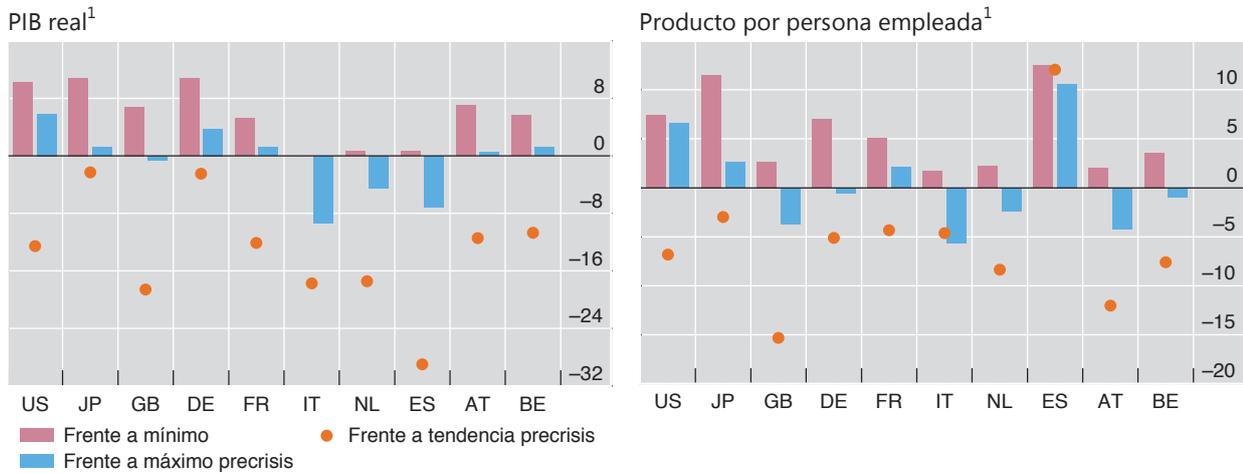
varios países de Europa central y oriental. Tras sus auges del crédito y de los precios inmobiliarios, este grupo de países sufrió un desplome del mercado de la vivienda y una crisis bancaria que provocaron una recesión de balance en toda regla. Otro conjunto de países resultó afectado de una forma más indirecta, sobre todo por sus exposiciones financieras al primer grupo. En particular, los bancos de Alemania, Austria, Francia y Suiza atravesaron por dificultades derivadas de sus exposiciones transfronterizas. Un tercer grupo de países, que incluye a la mayoría de las EME, a países exportadores de materias primas como Australia y Canadá y a los países nórdicos, sufrió efectos indirectos a través de los canales comerciales, pero luego resultó favorecido al dispararse los precios de las materias primas. Japón e Italia no padecieron los efectos del estallido de una burbuja nacional ni de exposiciones transfronterizas excesivas, pero tuvieron que hacer frente al lastre a más largo plazo para el crecimiento que resulta de la elevada deuda pública, el envejecimiento de la población y arraigadas ineficiencias estructurales.

Aunque las políticas macroeconómicas expansivas fueron fundamentales para estabilizar la economía mundial, el ritmo de recuperación de cada país dependió también de su capacidad para atajar las causas últimas de la recesión de balance. Entre aquellos que sufrieron una verdadera recesión de balance, Estados Unidos se ha recuperado con relativa rapidez. Desde 2008, su PIB ha aumentado más del 10% y actualmente supera en alrededor de un 6% su máximo previo a la crisis. En gran medida, esto refleja la flexibilidad de la economía estadounidense, el progreso en el desapalancamiento de los hogares y la aplicación de medidas decididas y creíbles para reforzar los balances bancarios (Capítulo VI). En el Reino Unido, cuya caída inicial fue del 7,5%, el PIB, ha crecido un 6,75% y, seis años después del estallido de la crisis, sigue aproximadamente un 0,5% por debajo de su máximo previo a esta. No obstante, el desempleo ha caído rápidamente gracias a la relativa flexibilidad de su mercado laboral.

La recuperación del producto y la productividad ha sido lenta y desigual

T1 2014 frente a los valores especificados en la leyenda, en porcentaje

Gráfico III.3



AT = Austria; BE = Bélgica; DE = Alemania; ES = España; FR = Francia; GB = Reino Unido; IT = Italia; JP = Japón; NL = Países Bajos; US = Estados Unidos.

¹ El máximo y la tendencia previos a la crisis se calculan para el periodo comprendido entre 1996 y 2008 y, el mínimo, para el comprendido entre 2008 y los últimos datos disponibles. Tendencia lineal calculada sobre niveles logarítmicos del PIB real y producto por persona empleada.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*; Datastream; cálculos del BPI.

En la zona del euro, la crisis de deuda soberana de 2010–12 agravó problemas que ya arrastraban los balances desde la crisis financiera anterior, sufriendo una caída más acusada de los precios inmobiliarios y del crédito real aquellos países que enfilaron la crisis con hogares muy endeudados y sectores bancarios debilitados. Los sectores público y bancario entraron en un círculo vicioso de debilitamiento mutuo al encarecerse la financiación y deteriorarse la calidad de los activos. La contracción del crédito y la caída de los precios inmobiliarios fueron especialmente notables en España e Irlanda, pero recientemente parecen haber tocado fondo. Italia, cuya fase expansiva fue menos intensa, ha registrado últimamente cierta caída tanto de los agregados crediticios como de los precios inmobiliarios (Capítulo IV). Los vínculos comerciales dentro de la zona del euro también han contribuido a la debilidad de la recuperación en varios países. Una notable excepción fue Alemania, que aunque resultó perjudicada por el desplome del comercio mundial en 2009, también se benefició de su rápida recuperación y de entradas de capitales en busca de refugio procedentes de países en dificultades de la zona del euro.

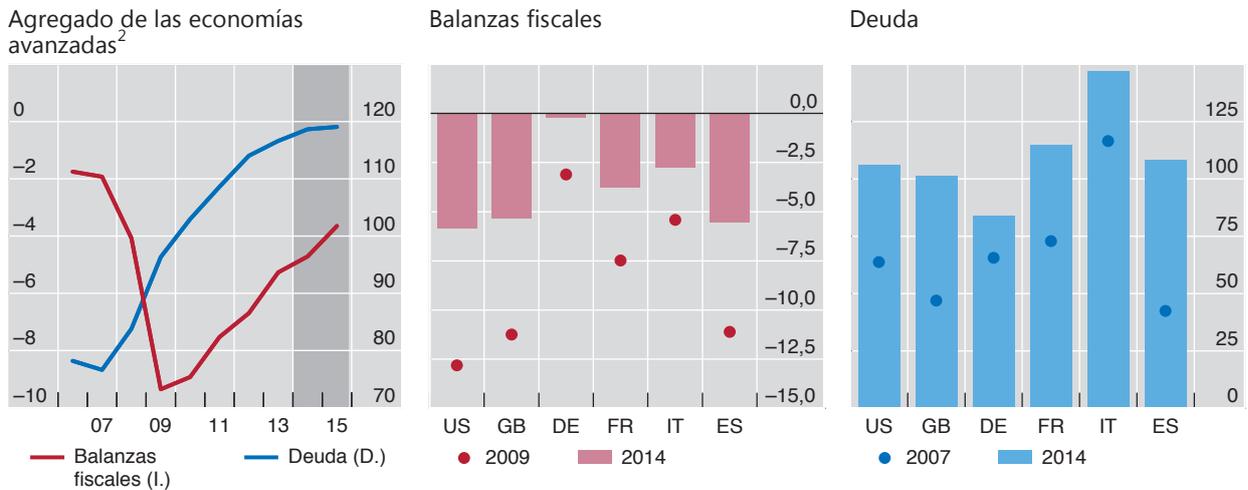
La crisis financiera sigue ensombreciendo el panorama. Como ilustra el Gráfico III.3 (panel izquierdo, puntos), el nivel actual del PIB en las economías avanzadas es inferior al que se habría alcanzado si se hubiera prolongado la tendencia anterior a la crisis. Por ejemplo, en Estados Unidos se sitúa en torno a un 12,5% por debajo de la trayectoria implícita en la tendencia precrisis; en el Reino Unido, esta diferencia es del 18,5%. La diferencia es aún mayor en España (29%).

Tal brecha tiene dos explicaciones que se complementan. En primer lugar, la tendencia previa a la crisis probablemente sobreestimaba el nivel sostenible de PIB y de crecimiento durante el auge financiero. En segundo lugar, también es posible que la crisis financiera haya reducido de forma permanente el nivel potencial del PIB. En ambos casos sería un error extrapolar las tasas medias de crecimiento

La consolidación fiscal en las economías avanzadas todavía no se ha completado¹

En porcentaje del PIB

Gráfico III.4



DE = Alemania; ES = España; FR = Francia; GB = Reino Unido; IT = Italia; US = Estados Unidos.

¹ Los datos se refieren al sector del gobierno general; los datos sobre deuda se expresan en términos brutos. ² Media ponderada basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005 de Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza. La zona sombreada representa proyecciones.

Fuente: OCDE, *Economic Outlook*.

registradas antes de la crisis para estimar la holgura de la capacidad productiva. De hecho, las brechas de PIB que muestra el Gráfico III.3 se basan en una simple tendencia lineal, un método que probablemente sea excesivamente rudimentario para medir el crecimiento potencial anterior a la crisis. Aun así, métodos estadísticos más sofisticados ponen de manifiesto que las pérdidas permanentes de PIB después de una crisis han sido históricamente elevadas: la brecha media, medida como la diferencia entre la tendencia previa a la crisis y la nueva, ronda el 7,5%–10% (para más información, véase el Recuadro III.B).

Otro factor con repercusiones negativas es el elevado nivel de la deuda pública. Pese a que los gobiernos de economías avanzadas han logrado avances notables en la reducción de sus déficits presupuestarios poscrisis, los niveles de deuda se hallan en máximos históricos y continúan aumentando (Gráfico III.4, panel izquierdo). En promedio, los déficits presupuestarios se han estrechado desde el 9% del PIB alcanzado en 2009, y se espera que sigan contrayéndose. No obstante, los déficits siguen siendo abultados en España, Estados Unidos y el Reino Unido (en torno al 6% o más), países estos cuyas finanzas públicas se deterioraron drásticamente tras la crisis financiera (Gráfico III.4, panel central). La deuda supera ya el 100% del PIB en la mayoría de las principales economías (Gráfico III.4, panel derecho) (véase el Cuadro Anexo III.3 para obtener información adicional).

Inflación: factores nacionales y mundiales

El repunte del crecimiento mundial no ha ido acompañado hasta la fecha de un aumento sustancial de la inflación (Gráfico III.5, panel izquierdo). Desde mediados de 2013, las cifras de la inflación general han permanecido por debajo o próximas al objetivo oficial en varios países. En concreto, en la zona del euro la inflación

Cuantificación de las pérdidas de producto tras una recesión de balance

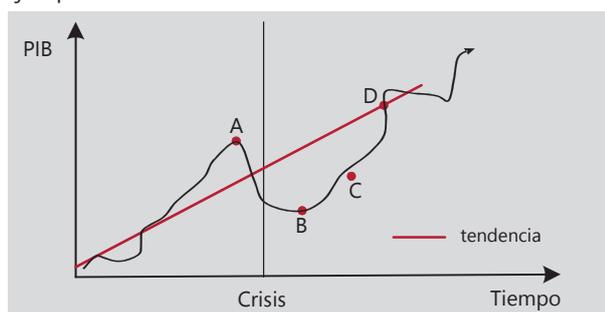
Las recesiones de balance no solo dan paso a recuperaciones más lentas que las recesiones ordinarias del ciclo económico (Recuadro III.A), sino que también entrañan pérdidas de producto significativas. Está demostrado que en muchos casos esas pérdidas son permanentes, es decir, que el PIB rara vez recupera su trayectoria previa a la crisis.

El Gráfico III.B ilustra este análisis, mostrando dos ejemplos de la posible evolución del PIB tras una recesión asociada a una crisis financiera («recesión de balance»). En ambos ejemplos, el punto A indica el máximo alcanzado justo antes del inicio de la crisis, B el punto mínimo y C el punto en el que la trayectoria del PIB recupera su tasa de crecimiento tendencial previa a la crisis. La diferencia entre ambos es que en el ejemplo 1 el PIB gradualmente retorna a su trayectoria o tendencia anterior a la crisis (en el punto D), creciendo por tanto a tasas superiores al promedio previo a la crisis durante varios años (entre los puntos C y D). En el ejemplo 2 el PIB se recupera, pero no lo suficiente como para retomar su trayectoria previa a la crisis, consolidando una nueva tendencia (línea roja discontinua) en la que la tasa de crecimiento del PIB es idéntica a la que presentaba antes de la crisis, pero el nivel es permanentemente inferior a la tendencia previa a la crisis (línea roja continua). La distancia entre las dos tendencias (señalada con el signo δ) es una medida de la pérdida permanente de PIB. En este caso, si quisiéramos estimar el PIB potencial extrapolando las tendencias previas a la crisis, la brecha de producto quedaría sobrestimada por el valor de δ .

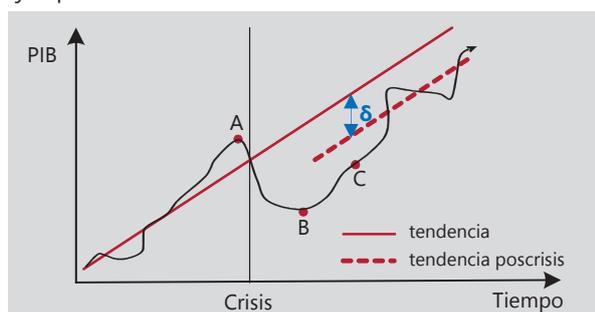
Cuantificación esquemática de los costes de las crisis

Gráfico III.B

Ejemplo 1



Ejemplo 2



Punto A: máximo precrisis; punto B: mínimo poscrisis; punto C: el crecimiento del PIB iguala el crecimiento tendencial del PIB por primera vez desde la crisis; punto D: el PIB vuelve al nivel previo a la crisis.

Los estudios han detectado que, en una recesión de balance, las pérdidas de producto iniciales son sustanciales —ya sea desde el punto máximo hasta el mínimo (de A a B) o desde el máximo hasta el punto en el que la tasa de crecimiento vuelve a niveles previos a la crisis (de A a C)— y oscilan entre el 6% y el 14% en promedio según el país. En cambio, en las recesiones típicas del ciclo económico en las economías avanzadas, el PIB suele registrar caídas próximas al 2%. Es más, varios estudios han comprobado que estas pérdidas iniciales solo se eliminan parcialmente en la recuperación de una recesión de balance, por lo que la mayoría son permanentes, como ocurre en el escenario representado en el ejemplo 2. A diferencia del Gráfico III.B, estos estudios no se basan en regresiones simples de la tendencia, sino que normalmente utilizan —como proponen Cerra y Saxena (2008)— regresiones con datos de panel del PIB (o del crecimiento del PIB) para detectar el impacto medio de una crisis bancaria sobre el PIB. Las pérdidas permanentes estimadas por estos estudios son notables, de entre el 7,5% y el 10%. Estos resultados parecen sostenerse pese a las diferencias de muestras, fechas de las crisis y métodos de cálculo, y en particular ante la posibilidad de que la relación de causalidad sea la inversa —es decir, que la aminoración del crecimiento del PIB sea la que haya generado la crisis①—.

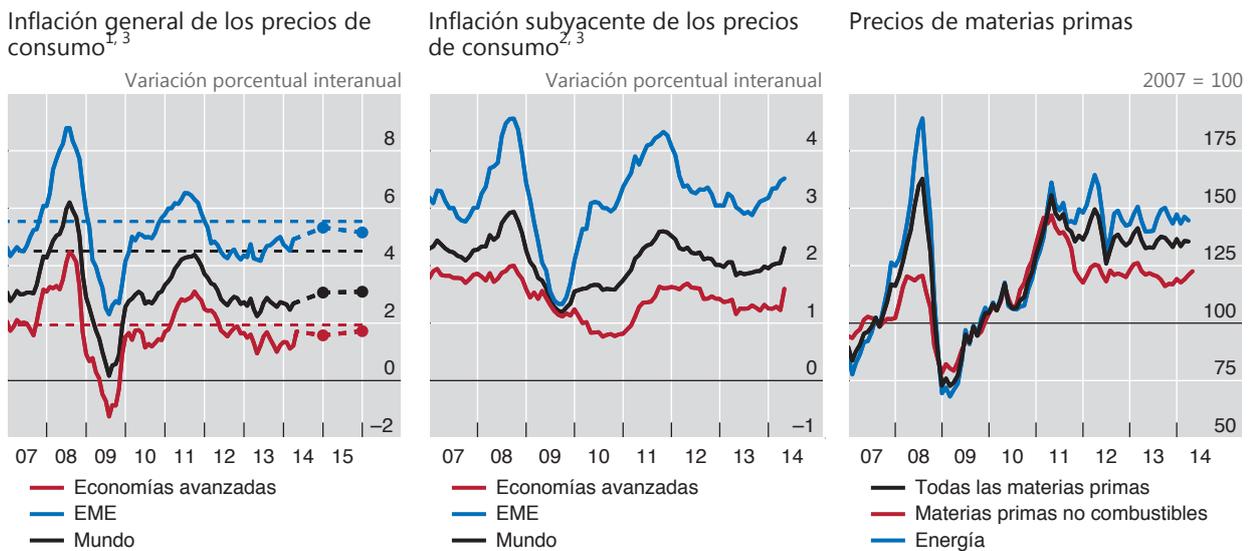
A diferencia de lo que ocurre con las pérdidas permanentes en el nivel de PIB, no se dispone de datos concluyentes que permitan afirmar que las crisis financieras son la causa directa de una reducción permanente de la tasa de crecimiento tendencial②. Sin embargo, sí se ha corroborado la existencia de efectos indirectos que pueden materializarse al menos por dos vías. La primera sería a través de los efectos adversos que genera una *elevada deuda pública*. La deuda pública aumenta sustancialmente tras una crisis financiera —de media, en torno a un 85%

en términos nominales, según Reinhart y Rogoff (2009)^③. Una deuda pública elevada puede ser una rémora para el crecimiento medio del PIB a largo plazo, al menos por tres motivos. Primero, conforme crece la deuda, aumentan también los pagos por intereses. Además, una mayor carga del servicio de la deuda implica mayores impuestos con efectos distorsionadores y menor gasto público productivo. Segundo, conforme aumenta la deuda también acaban subiendo las primas de riesgo soberano. Tanto la economía como la política establecen límites máximos para los tipos impositivos. Por lo tanto, cuando esos tipos son insuficientes para asegurar la sostenibilidad de la deuda, el país se ve obligado a suspender pagos, sea de forma explícita o a través de la inflación. La probabilidad de alcanzar esos límites aumenta con el nivel de deuda. A mayor prima de riesgo soberano, mayor el coste de endeudamiento y menores la inversión privada y el crecimiento a largo plazo. Tercero, conforme aumenta la deuda, las autoridades pierden margen para aplicar políticas anticíclicas, lo que genera mayor volatilidad, mayor incertidumbre y, de nuevo, menor crecimiento. Cecchetti *et al* (2011) y varios estudios de las economías desarrolladas en el periodo posterior a la II Guerra Mundial observan un efecto negativo de los niveles de deuda pública sobre el crecimiento tendencial, una vez tenidos en cuenta los determinantes habituales del crecimiento económico^④.

La segunda vía es un incremento de la *asignación ineficiente de recursos*. En condiciones normales, las fuerzas del mercado obligarían a las empresas menos eficientes a reestructurar sus operaciones o a salir del mercado, lo que permitiría poner más recursos a disposición de las compañías más eficientes. Sin embargo, el funcionamiento de las fuerzas del mercado está sujeto a restricciones —en distinto grado en función del país— impuestas por la normativa del mercado laboral y de productos, la legislación concursal, el código tributario y las subvenciones públicas, así como por la asignación ineficiente del crédito. Como consecuencia, un número excesivo de empresas menos eficientes puede seguir en el mercado, provocando un menor crecimiento de la productividad agregada (y, por tanto, un menor crecimiento tendencial del PIB) del que podría registrarse sin este fenómeno^⑤.

Los auges financieros suelen hacer más ineficiente la asignación de recursos (según se explica en el Recuadro III.A). Pero no atajar el mal funcionamiento del sector bancario ni eliminar las trabas a la reasignación de recursos podría enquistar el problema. Tras una crisis financiera, los directivos de entidades bancarias con problemas pueden verse incentivados a seguir prestando a empresas en dificultades y normalmente menos eficientes (lo que se conoce como *perennización* («*evergreening*») o *permisividad con la deuda* («*debt forbearance*»)). También pueden reducir el crédito a empresas más eficientes al estimar que, de todos modos, sobrevivirán a la crisis, privándolas así de los recursos que necesitan para crecer. Es posible que las autoridades toleren estas prácticas para evitar rescates masivos e impopulares, así como posibles incrementos sustanciales del desempleo a raíz de reestructuraciones empresariales. Algunos estudios recientes sugieren que la permisividad con la deuda de las empresas ha influido en la poscrisis más reciente, al menos en algunos países^⑥. Hay además bastantes pruebas de prácticas de permisividad bancaria en Japón tras el estallido de su burbuja a principios de los años 90. La movilidad del capital y de la mano de obra disminuyó con respecto al periodo previo a la crisis. Además, sorprendentemente, no solo se mantuvo a flote a empresas ineficientes, sino que parece que estas lograron incrementar su cuota de mercado en detrimento de otras más eficientes^⑦. Es probable que este cambio haya contribuido a la caída del crecimiento tendencial observada en Japón a principios de la década de los 90.

① V. Cerra y S. Saxena, «Growth dynamics: the myth of economic recovery», *American Economic Review*, vol. 98, 2008. Para un repaso de la literatura económica sobre la estimación de las pérdidas de producto, véase Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, 2010. Sin embargo, no todos los estudios observan un cambio permanente del producto potencial. Por ejemplo, D. Papell y R. Prodan («The statistical behavior of GDP after financial crises and severe recessions», artículo preparado para la conferencia *Long-term effects of the Great Recession* de la Reserva Federal de Boston, octubre de 2011), detectan pruebas menos concluyentes. En concreto, después de una crisis grave, Estados Unidos (1929) y Suecia (1991) lograron recuperar las tendencias previas a la crisis en un plazo aproximado de 10 años. No obstante, el retorno a la tendencia previa a la crisis puede deberse a factores ajenos a la propia crisis (como el rearme y las reformas estructurales). ② Una excepción es C. Ramírez, «Bank fragility, 'money under the mattress', and long-run growth: US evidence from the 'perfect' panic of 1893», *Journal of Banking and Finance*, vol. 33, 2009. ③ C. Reinhart y K. Rogoff, *This time is different*, Princeton University Press, 2009. ④ S. Cecchetti, M. Mohanty y F. Zampolli, «The real effects of debt», en *Achieving Maximum Long-Run Growth*, ponencias presentadas en el simposio patrocinado por la Reserva Federal de Kansas City en Jackson Hole, agosto de 2011. Véase una revisión de la evidencia en «¿Es la elevada deuda pública una rémora para el crecimiento?», en BPI, *83º Informe Anual*, junio de 2013, pp. 48–9. ⑤ Véase, por ejemplo, D. Restuccia y R. Rogerson, «Misallocation and productivity», *Review of Economic Dynamics*, vol. 16, 2013. ⑥ Véanse, por ejemplo, U. Albertazzi y D. Marchetti, «Credit supply, flight to quality and evergreening: an analysis of bank-firm relationships in Italy after Lehman», Banco de Italia, *Temì di discussione*, nº 756, 2010; Banco de Inglaterra, *Financial Stability Report*, nº 30, diciembre de 2011; y A. Enria, «Supervisory policies and bank deleveraging: a European perspective», discurso en la 21ª Hyman P Minsky Conference on the State of the US and World Economies, 11–12 de abril de 2012. ⑦ Sobre *evergreening*, véanse, por ejemplo, R. Caballero, T. Hoshi y A. Kashyap, «Zombie lending and depressed restructuring in Japan», *American Economic Review*, vol. 98, 2008; y J. Peek y E. Rosengren, «Unnatural selection: perverse incentives and the misallocation of credit in Japan», *American Economic Review*, vol. 95, 2005. Sobre la reducción de la movilidad laboral y del capital, véase, por ejemplo, T. Iwasako, «Corporate investment and restructuring», *Reviving Japan's Economy*, MIT Press, 2005: pp. 275–310. Sobre la supervivencia de empresas ineficientes y la salida del mercado de empresas eficientes, véase, por ejemplo, A. Ahearne y N. Shinada, «Zombie firms and economic stagnation in Japan», *International Economics and Economic Policy*, vol. 2, 2005.



¹ Las previsiones se indican mediante puntos; las líneas discontinuas muestran la inflación media anual del periodo 2001–06 para las EME y del periodo 1996–2006 para el resto. Economías incluidas en el Cuadro Anexo III.1. Medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005. ² Precios de consumo excluidos alimentación y energía; para algunas economías, definición nacional. Las economías citadas en el Cuadro Anexo III.1, excepto Arabia Saudita, Venezuela y otras economías de Oriente Medio. Medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005. ³ En el caso de Argentina, los datos de precios de consumo están basados en estimaciones oficiales (ruptura por cambio metodológico en diciembre de 2013). Para la India, precios al por mayor.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales y Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE, *Main Economic Indicators*; CEIC; Consensus Economics; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

general se situó en el 0,7% en abril de 2014, mientras que en Estados Unidos escaló hasta el 2% tras permanecer por debajo del objetivo durante varios meses. Japón es la excepción: tanto su inflación subyacente como general subieron considerablemente tras el anuncio, a principios de 2013, de un objetivo de inflación del 2%. La inflación general también permaneció por debajo de su promedio en las EME. Aun así, la inflación continuó persistentemente elevada en Brasil, Indonesia, Rusia y Turquía.

La reciente estabilidad de la inflación mundial responde en gran medida a la estabilidad de los precios de las materias primas (Gráfico III.5, panel derecho) y de la inflación subyacente (Gráfico III.5, panel central). En Estados Unidos y en la zona del euro, la inflación subyacente ha continuado descendiendo hasta fechas recientes, si bien parece haber abandonado esta tendencia, pues repuntó en abril de 2014 hasta el 1,8% en Estados Unidos y hasta el 1% en la zona del euro. Durante el pasado año, la magnitud de la desaceleración de la inflación en la zona del euro superó las previsiones. La caída fue especialmente pronunciada en países periféricos y es probable que respondiera a los ajustes estructurales y a la recuperación de la competitividad.

La relativa estabilidad de la inflación en economías avanzadas es destacable a la luz de los cambios en los niveles de PIB. La inflación no solo se ha mantenido contenida últimamente pese a haber cobrado brío la recuperación, sino que también disminuyó menos de lo anticipado por muchos analistas justo después del estallido de la crisis, a pesar de la profunda recesión.

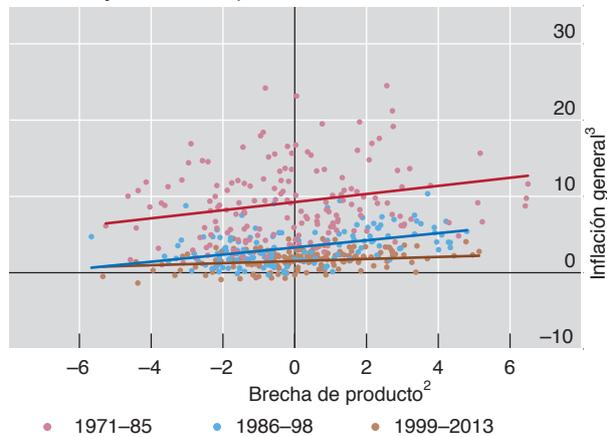
¿Qué factores han contribuido a mantener la inflación tan estable? El marco habitual para el análisis de la inflación, la denominada curva de Phillips, relaciona la inflación de precios con las inflaciones histórica y prevista y con el grado de holgura

Las curvas de Phillips de precios y salarios se han aplanado en las economías avanzadas¹

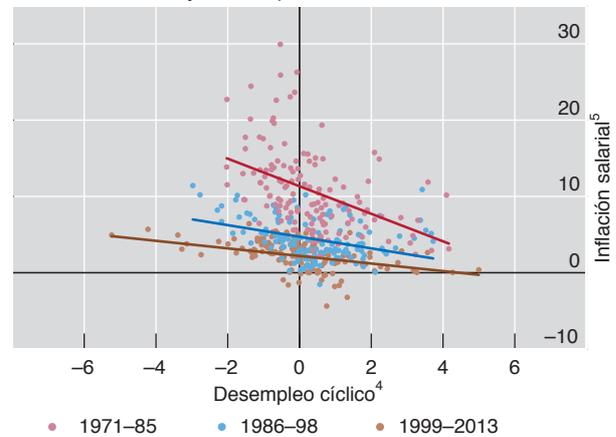
En porcentaje

Gráfico III.6

Inflación y brecha de producto



Inflación salarial y desempleo



¹ Datos anuales; las líneas de regresión se estimaron en regresiones de panel no equilibrado con efectos fijos de corte transversal, con ajustes por las variaciones interanuales de los precios de las materias primas. Los puntos muestran datos de Alemania, Australia, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido, Suecia y Suiza. ² Estimada mediante un filtro Hodrick-Prescott. ³ Variación interanual del índice de precios de consumo. ⁴ Diferencia entre la tasa de desempleo y la tasa de desempleo que no acelera la inflación. ⁵ Variación interanual de las tasas de los salarios.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE, *Economic Outlook y Main Economic Indicators*; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

de la capacidad productiva de la economía —la diferencia entre el PIB registrado y una medida del PIB potencial—. Una versión similar, en ocasiones denominada «curva de Phillips salarial», relaciona la inflación de salarios con la inflación de precios y el grado de holgura del mercado laboral.

Por desgracia, la holgura productiva no es directamente observable ni puede medirse con precisión. La incertidumbre sobre el grado de holgura suele ser alta en épocas normales y mayor aún tras una recesión de balance. El periodo tras la Gran Recesión no es una excepción: aunque algunos indicadores apuntan a una notable reducción de la brecha del PIB, otros continúan señalando la presencia de una capacidad no utilizada considerable. No obstante, la dinámica de las estimaciones durante el pasado año es similar: todas apuntan a una reducción de la holgura de la capacidad productiva que no concuerda en absoluto con la reciente moderación de la inflación (Recuadro III.C). Además, las amplias brechas de PIB observadas durante la contracción de 2008–09 contrastan con la ausencia de fuertes presiones desinflacionistas en ese periodo.

Esto sugiere que el grado de holgura productiva nacional ejerce una influencia muy limitada sobre la inflación. No estamos ante un fenómeno reciente; parece que el aplanamiento de la curva de Phillips comenzó en la década de los 80 y prosiguió de forma gradual en los años siguientes. A modo de ejemplo, el panel izquierdo del Gráfico III.6 relaciona la tasa de inflación con la brecha del PIB (estimada con un filtro Hodrick-Prescott) para un conjunto de economías avanzadas. Las líneas de regresión muestran que la pendiente de la curva se ha reducido a lo largo de distintos periodos muestrales. El aplanamiento es igualmente evidente cuando la inflación salarial se relaciona con una estimación del componente cíclico de la tasa de desempleo (Gráfico III.6, panel derecho).

Cuantificar el producto potencial y la holgura económica

El producto potencial es una variable fundamental para las autoridades económicas, ya que proporciona información sobre la sostenibilidad del PIB y el grado de holgura económica. Por desgracia, el PIB potencial no es observable, ni siquiera *ex post*. En el pasado, las autoridades económicas confiaban en que si la economía se recalentaba, podrían detectarlo por el ascenso de la inflación derivado de la creciente presión de la demanda sobre unos recursos limitados. Sin embargo, en las últimas décadas se ha ido atenuando el vínculo entre la brecha del producto y la inflación. Al no producirse una subida de la inflación tan pronunciada como en expansiones anteriores, se supuso que el producto podría seguir creciendo indefinidamente. De hecho, los indicios de insostenibilidad del crecimiento se plasmaron más bien en alzas insostenibles del crédito y de los precios de los activos. En el presente recuadro se revisan los métodos utilizados tradicionalmente para estimar el producto potencial y se comparan con un nuevo método que tiene en cuenta explícitamente las variables financieras.

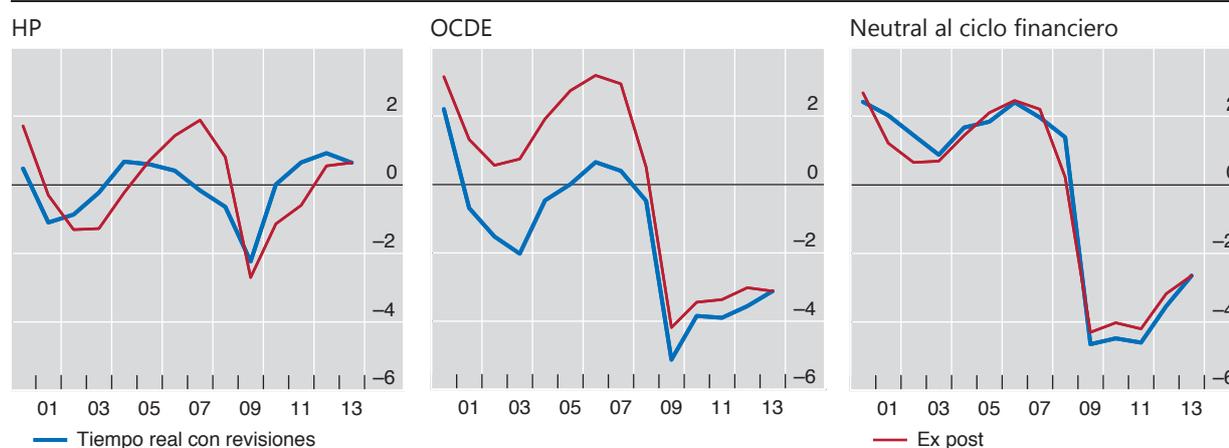
Los métodos tradicionales van desde los puramente estadísticos hasta modelos basados explícitamente en la teoría económica. En un extremo del espectro, los métodos estadísticos univariantes y, sobre todo, el filtro Hodrick-Prescott (HP) están entre los más populares. Estas técnicas descomponen la serie del producto en un componente cíclico y una tendencia, la cual se considera el PIB potencial. Estos métodos resultan atractivos por su sencillez y transparencia pero, al estar basados exclusivamente en datos, adolecen del denominado «problema de punto final»: las estimaciones del PIB potencial suelen cambiar notablemente al incorporar nuevas observaciones, aun cuando no se hayan producido revisiones de los datos. El problema es más grave cerca de los puntos de inflexión del ciclo económico, precisamente cuando más se necesitan estimaciones exactas.

Otros métodos combinan la estadística con la teoría económica. Con frecuencia se usan modelos de la función de producción, que permiten estimar el PIB potencial como función de los insumos de capital y de mano de obra. El atractivo de los enfoques estructurales reside en que las variaciones del PIB potencial pueden atribuirse a factores económicos. Sin embargo, estos métodos también dan pie a errores por la incorrecta especificación del modelo subyacente y por la incertidumbre en las estimaciones de sus parámetros y la medición de las variables. Además, también pueden comportar notables problemas de punto final, ya que se apoyan mucho en filtros estadísticos puros para suavizar las fluctuaciones cíclicas de los factores de producción. Orphanides y Van Norden (2005)^① encuentran que las estimaciones en tiempo real de las brechas del producto apenas explican la evolución de la inflación en comparación con estimaciones basadas en datos *ex post* y que, además, las revisiones podrían ser tan amplias como la propia brecha.

Estimaciones para la muestra completa y en tiempo real de la brecha de producto de EEUU

En puntos porcentuales del PIB potencial

Gráfico III.C



Fuentes: C. Borio, P. Disyatat y M. Juselius, «Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle», *BIS Working Papers*, n° 404, febrero de 2013; OCDE, *Economic Outlook*.

Recientemente, Borio *et al* (2013)² introdujeron un método basado en el filtro de Kalman para calcular la brecha del producto a partir de datos de crédito y precios inmobiliarios (Capítulo IV). Su método tiene en cuenta que la expansión del crédito y los elevados precios de los activos pueden impulsar el PIB hasta niveles insostenibles, y que este hecho no siempre va acompañado del repunte de la inflación de los precios de consumo. Una razón es que los auges financieros a menudo coinciden con una expansión temporal de la capacidad de oferta, lo que suele contener las presiones sobre los precios. Por lo tanto, utilizar variables financieras lleva a obtener estimaciones del componente tendencial menos afectadas por auges financieros insostenibles. La correspondiente brecha de producto «neutral al componente financiero» indica a qué distancia de su nivel sostenible se halla el PIB.

Las diferencias entre los distintos métodos se ilustran en el Gráfico III.C: el panel izquierdo muestra la brecha del PIB de Estados Unidos estimada con el filtro HP; el panel central muestra la misma variable estimada utilizando el enfoque de función de producción de la OCDE; y el panel derecho muestra la estimación «neutral al componente financiero». Las dos primeras medidas no alertaron en tiempo real de que la economía se había estado recalentando en el periodo previo a la Gran Recesión: las estimaciones de la brecha del producto obtenidas mediante dichos métodos una vez observada la recesión difieren notablemente. En cambio, las estimaciones en tiempo real y *ex post* de la brecha del PIB obtenidas mediante el uso del filtro «neutral al componente financiero» son mucho más parecidas. Aún más importante, la estimación en tiempo real señalaba claramente que el PIB superaba sus niveles sostenibles mucho antes de que se desatara la recesión³.

La incertidumbre sobre las estimaciones de la brecha del producto probablemente sea mucho mayor tras una recesión de balance que tras una recesión normal del ciclo económico. Las pérdidas de PIB suelen ser permanentes, aunque no cabe determinar con certeza su magnitud (Recuadro III.B). Al respecto, las estimaciones de la brecha del PIB basadas en los distintos métodos dan resultados muy diferentes. La medida obtenida con el filtro HP sugiere que se ha cerrado la brecha del PIB de Estados Unidos. En cambio, la medida basada en la función de producción de la OCDE continúa mostrando una amplia holgura económica, superior al 3% del PIB potencial en 2013. La brecha estimada con el método neutral al componente financiero indica una holgura similar, pero con un fuerte repunte en los últimos trimestres al reanudarse el crecimiento del crédito. No obstante, la estimación de la brecha de producto neutral al componente financiero también propende a sobreestimar la magnitud real de la holgura económica tras una recesión de balance, en la medida en que se ajusta con lentitud a las pérdidas permanentes de producto⁴.

¹ A. Orphanides y S. Van Norden, «The reliability of inflation forecasts based on output gap estimates in real time», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 37, junio de 2005. ² C. Borio, P. Disyatat y M. Juselius, «Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle», *BIS Working Papers*, n° 404, febrero de 2013. ³ Véase también D. Arseneau y M. Kiley, «The role of financial imbalances in assessing the state of the economy», *FEDS Notes*, abril de 2014. ⁴ Incluso habiéndose incorporado variables financieras, el filtro «neutral al componente financiero» no capta de manera inmediata los importantes efectos no lineales que tienen los desplomes financieros sobre el nivel del PIB potencial, sino que solo lo hace de forma gradual en el tiempo. Por ejemplo, las estimaciones en tiempo real de la brecha del producto de Suecia durante los años siguientes al desplome financiero de principios de los 90 fueron sustancialmente inferiores a las estimaciones *ex post*.

¿Expectativas de inflación mejor ancladas?

Con frecuencia se considera que la principal causa del aplanamiento de una curva de Phillips es el aumento de la confianza en el compromiso de los bancos centrales con el mantenimiento de niveles de inflación bajos y estables. Si las empresas y los trabajadores consideran creíble este compromiso, harán abstracción de cualquier desviación temporal de la inflación, ya sea positiva o negativa, y reajustarán precios y salarios con menos frecuencia. En consecuencia, unas expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas tenderán a asociarse a unas menores presiones inflacionistas cíclicas. Igualmente, la mayor credibilidad también se refleja en una menor repercusión de las fluctuaciones de los tipos de cambio en los precios de las importaciones y de consumo: en tanto que las variaciones de los tipos de cambio nominales se consideran temporales y reajustar los precios resulta costoso, las empresas pueden simplemente dejar fluctuar sus márgenes.

Hasta la fecha, las expectativas de inflación a largo plazo han permanecido bien ancladas en las principales economías, lo que ha contribuido a la estabilidad

de su inflación registrada. Incluso en Japón, donde durante muchos años se registró una deflación moderada, las expectativas a largo plazo han fluctuado en torno a una tasa positiva del 1%. Pese a la estabilidad histórica de la inflación, las medidas de las expectativas de inflación a medio plazo en la zona del euro extraídas del mercado financiero (como las tasas de inflación implícitas en los *swaps*) han descendido de forma continua desde principios de 2013, lo que sugiere que los participantes del mercado esperan que la inflación se mantendrá persistentemente por debajo del extremo superior de la definición de estabilidad de precios del BCE («por debajo del 2%, pero cerca de este valor») (véase el Capítulo V para un análisis de las consecuencias que la reducida inflación tiene para la política monetaria).

¿Aumenta el peso de los factores internacionales?

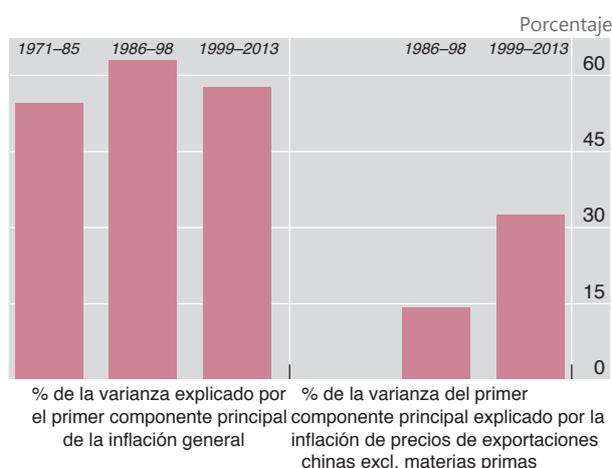
Junto con la mayor credibilidad de los bancos centrales, un factor que puede ayudar a explicar por qué la evolución de la inflación depende menos de la coyuntura nacional es la mayor interconexión de la economía mundial. Durante las tres últimas décadas hemos presenciado la entrada y creciente integración en la economía mundial de China y la India (que juntas representan casi el 40% de la población mundial), de los países excomunistas y de muchas otras EME. Los avances en las tecnologías de la comunicación y en logística han facilitado la creación de grandes cadenas de producción mundiales. Muchas empresas internacionales, en particular, han trasladado parte de sus procesos de negocio a EME con abundante oferta de mano de obra, en un proceso de deslocalización al que aún queda mucha cuerda.

El aumento de los flujos comerciales y, sobre todo, la mayor competitividad en los mercados de productos y de factores de producción han hecho que la evolución de la inflación nacional dependa más de las condiciones en los mercados internacionales. Más en concreto, la inflación de los precios de importación no puede plasmar por sí sola todas las condiciones internacionales, por lo que no basta con incorporar esta variable a una curva Phillips estándar. También tienen un peso considerable las medidas de la holgura de la capacidad productiva mundial². La reducción de las barreras comerciales y de los costes del transporte hace más fácil sustituir los bienes comerciables producidos en un país por los producidos en otros. Además, los avances tecnológicos han ampliado la gama de bienes y servicios transables, por lo que los precios de los bienes producidos en un país no pueden alejarse mucho de los de otros similares producidos en el extranjero. Esto significa que las variaciones en los precios de estos bienes dependerán más del grado de estrechez u holgura en el uso de los recursos a escala mundial que de la utilización de los recursos en el ámbito local. De igual modo, los salarios nacionales no pueden diferir mucho de los de otros países que produzcan bienes similares para los mercados internacionales a riesgo de que la producción se traslade al extranjero³.

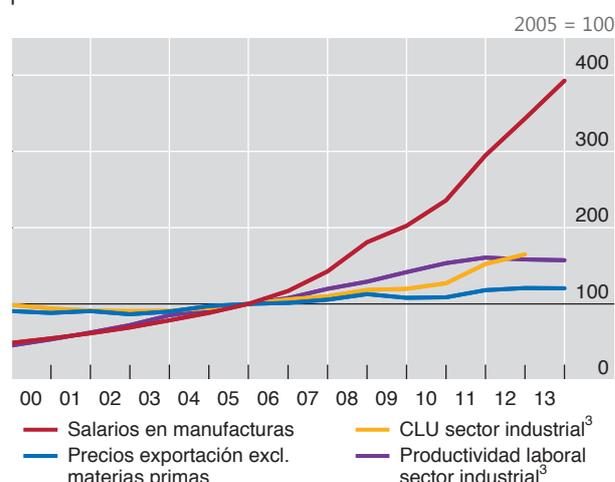
² Para obtener información adicional al respecto, véase C. Borio y A. Filardo, «Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation», *BIS Working Papers*, nº 227, mayo de 2007.

³ El aumento de los flujos migratorios parece haber tenido un efecto muy modesto de reducción de las demandas salariales en los países de destino. Véanse, por ejemplo, G. Ottaviano y G. Peri, «Rethinking the effect of immigration on wages», *Journal of the European Economic Association*, febrero de 2012, y S. Lemos y J. Portes, «New Labour? The effects of migration from central and eastern Europe on unemployment and wages in the U.K.», *The B.E. Journal of Economic Analysis and Policy*, enero de 2014, que recogen evidencia de Estados Unidos y el Reino Unido, respectivamente.

Análisis de la inflación por componentes principales¹



China: precios de exportación, salarios, CLU y productividad laboral²



¹ En un panel de países integrado por Alemania, Australia, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido, Suecia y Suiza. ² Precios de exportación y salarios, expresados en dólares estadounidenses; CLU = costes laborales unitarios nominales; productividad laboral = producto por persona empleada. Como consecuencia de la disponibilidad de datos, el sector manufacturero está representado por el sector industrial para el cálculo de los CLU y la productividad laboral. El porcentaje que las manufacturas representan en el sector industrial se aproxima al 80%; los otros componentes son la minería y la producción de electricidad, gas y agua.

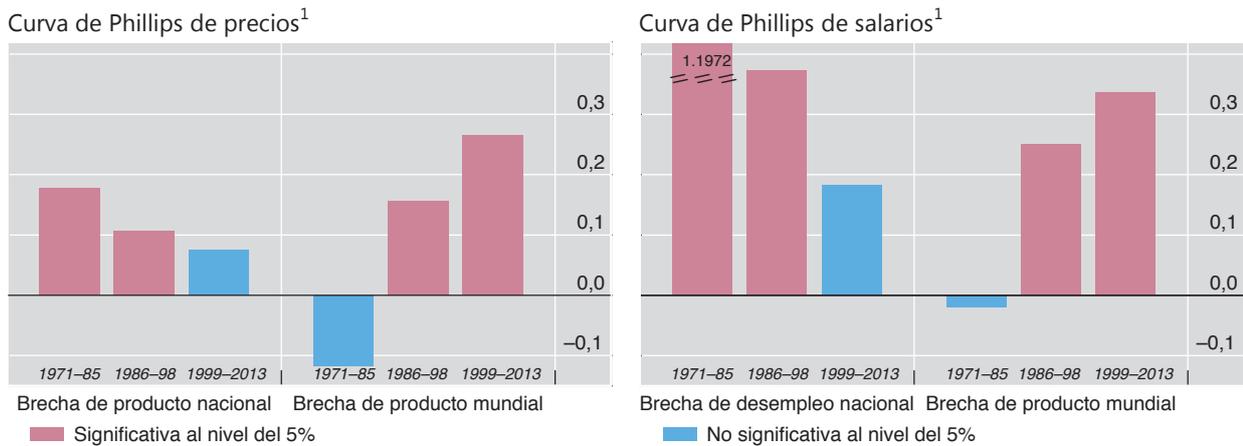
Fuentes: CEIC; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

En consonancia con la importancia de los factores internacionales, las tasas de inflación de cada país han mostrado una significativa sincronización: un factor común explica más del 50% de la variabilidad total de la inflación de un conjunto de economías avanzadas (Gráfico III.7, panel izquierdo)⁴.

En la evolución de la inflación mundial influyen mucho las fluctuaciones de los precios de las materias primas, que a su vez dependen cada vez más de la demanda mundial y no tanto de factores idiosincrásicos de la oferta. El fuerte crecimiento y la mejora de la calidad de vida en las EME se han traducido en subidas de precios no solo de las materias primas industriales, sino también de los alimentos. A su vez, ese repunte de precios ha afectado a las tasas de inflación de otros países, con independencia de su posición relativa en el ciclo.

Sin embargo, pese a la presión alcista que la demanda en las EME ejerce sobre los precios de las materias primas, en general la globalización ha tenido hasta ahora efectos mayoritariamente desinflacionistas en las EA. La rápida industrialización de las grandes EME, con su enorme oferta de mano de obra barata, ha propiciado un fuerte incremento de la capacidad productiva, manteniendo bajos los precios de las mercancías. El peso de China, en particular, ha aumentado sustancialmente en los últimos 15 años (Gráfico III.7, panel izquierdo): la proporción de la variación de la inflación en las economías avanzadas que se explica por la inflación de los precios

⁴ Es posible que la globalización haya contribuido también a reducir el grado de repercusión de las variaciones de los tipos de cambio en los precios nacionales. Las grandes empresas manufactureras pueden distribuir la producción entre más países y cambiar de proveedores rápidamente, lo que minimiza la incidencia en su producto final de las fluctuaciones cambiarias en un único país. Para un repaso de la literatura al respecto, véase, por ejemplo, J. Bailliu, W. Dong y J. Murray, «Has exchange rate pass-through really declined? Some recent insights from the literature», *Bank of Canada Review*, otoño de 2010.



¹ Obtenida a partir de regresiones de panel no equilibrado (11 principales economías avanzadas) con efectos fijos de corte transversal (errores estándar y covarianza de Newey-West) con arreglo a las especificaciones de Borio y Filardo (2007) y Galí (2011), respectivamente. Las barras muestran los coeficientes de las siguientes ecuaciones: $\pi_{i,t}^h - \pi_{i,t}^c = c_i + \beta_d y_{i,t-1}^d + \beta_g y_{i,t-1}^g + \gamma \pi_{i,t-1}^i + \delta \rho_{i,t-1}$ (panel izquierdo), donde $\pi_{i,t}^h$ es la inflación general, $\pi_{i,t}^c$ es la tendencia de la inflación subyacente calculada con el filtro Hodrick-Prescott, $y_{i,t-1}^d$ es la brecha de producto nacional retardada, $y_{i,t-1}^g$ es la brecha de producto mundial retardada, $\pi_{i,t-1}^i$ es la inflación de precios de importación retardada y $\rho_{i,t-1}$ corresponde a las variaciones interanuales retardadas de los costes laborales unitarios nominales; y $\omega_{i,t} = c_i + \beta_{u1} \mu_{i,t} + \beta_{u2} \Delta \mu_{i,t} + \beta_g y_{i,t-1}^g + \gamma \pi_{i,t-1}^h$ (panel derecho), donde $\omega_{i,t}$ es la inflación de salarios, $\mu_{i,t}$ la brecha de desempleo, $\Delta \mu_{i,t}$ la variación de la brecha de desempleo, $y_{i,t-1}^g$ la brecha de producto mundial, y $\pi_{i,t-1}^h$ la inflación general retardada. La brecha de desempleo, la brecha de producto nacional y la brecha de producto mundial se han estimado utilizando un filtro Hodrick-Prescott.

Fuentes: C. Borio y A. Filardo, «Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation», *BIS Working Papers*, n° 227, mayo de 2007; J. Galí, «The return of the wage Phillips curve», *Journal of the European Economic Association*, n° 9, junio de 2011; FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; OCDE, *Economic Outlook y Main Economic Indicators*; Datastream; JPMorgan Chase; datos nacionales; cálculos del BPI.

de exportación chinos en el periodo 1999–2013 duplicó la del periodo 1986–98, hasta superar el 30%. Al mismo tiempo, los precios de las exportaciones chinas de mercancías permanecieron muy contenidos, incluso a pesar del incremento de los salarios y los costes laborales unitarios, y todavía siguen relativamente próximos al nivel de 2005 (Gráfico III.7, panel derecho).

Para seguir ilustrando la creciente trascendencia de los factores mundiales para la evolución de la inflación, puede incorporarse una medida de la brecha de producto mundial a las especificaciones estándar de la curva de Phillips. El panel izquierdo del Gráfico III.8 muestra estimaciones de la pendiente de la curva de Phillips de precios con respecto a la brecha del producto nacional y mundial, obtenidas a partir de distintas muestras de un conjunto de economías avanzadas. El coeficiente sobre la brecha de producto nacional cae y pasa a ser estadísticamente insignificante desde finales de la década de los 90, mientras que el coeficiente sobre la brecha de producto mundial adquiere relevancia. Los resultados son muy similares cuando se amplía de la misma forma una curva de Phillips de salarios.

De cara al futuro, no está claro hasta qué punto el mayor peso de los factores mundiales continuará afectando a la inflación nacional. La fuerza de los factores desinflacionistas depende en gran medida de las diferencias en los niveles salariales y los costes laborales unitarios entre países, que se han ido reduciendo. En China, por ejemplo, los salarios en el sector manufacturero no han dejado de aumentar, mientras que el crecimiento de la productividad laboral parece haberse ralentizado algo en los últimos años. Si las subidas salariales no van acompañadas de incrementos similares de la productividad, acabarán por presionar al alza los precios de las exportaciones. Sin embargo, los factores desinflacionistas todavía no parecen

haberse agotado y aún queda margen para una mayor integración en la economía mundial de países de renta baja y con una amplia oferta de mano de obra barata.

La inversión y la productividad en una perspectiva de largo plazo

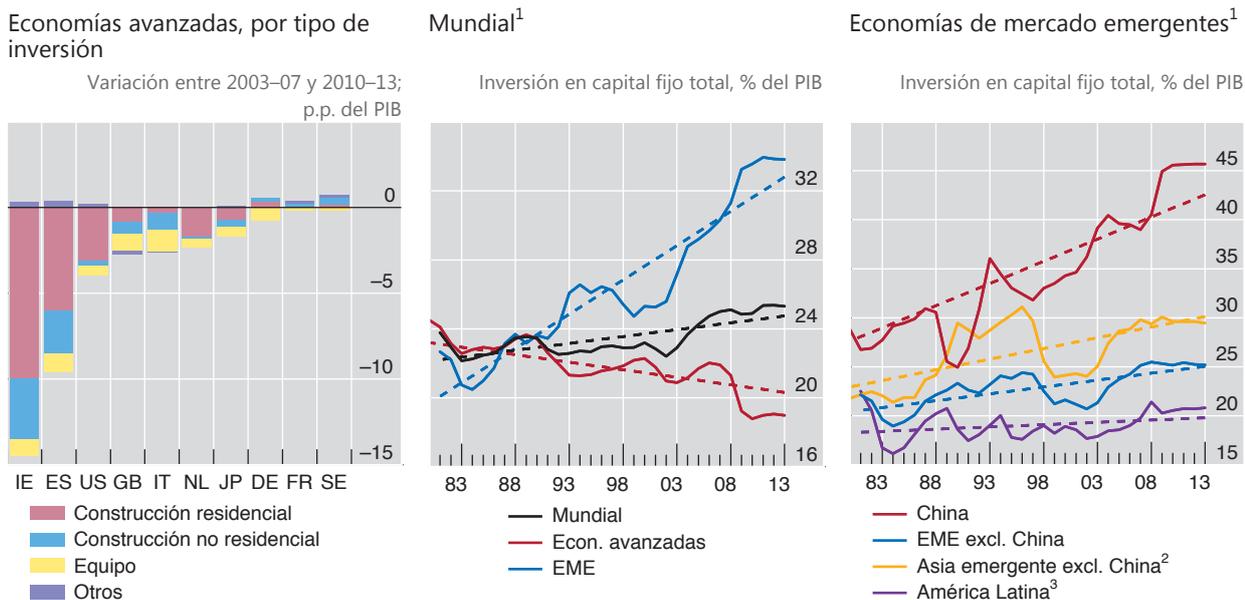
Desde 2009, el crecimiento de la inversión y el crecimiento de la productividad laboral han sido inferiores a los de recuperaciones anteriores. La inversión bruta total en capital fijo en las economías avanzadas es por lo general menor que antes de la crisis (Gráfico III.9, panel izquierdo). Las mayores brechas de inversión se registraron en países que experimentaron los mayores auges inmobiliarios: 14 puntos porcentuales en Irlanda, nueve en España, cuatro en Estados Unidos y tres en el Reino Unido. El grueso de la caída es atribuible a la construcción, si bien el gasto en bienes de equipo también es inferior al promedio previo a la crisis en muchos países, lo que refleja la debilidad de la demanda y la lentitud de la recuperación típicas de las recesiones de balance.

No sería realista esperar que la inversión, como porcentaje del PIB, retornase a su nivel anterior a la crisis en las economías avanzadas, ya que la caída del gasto en construcción constituye una corrección necesaria de un exceso de inversión previo y no es probable que esta caída se revierta en su totalidad. Además, el porcentaje de inversión ya mostraba una tendencia bajista mucho antes de la crisis, por lo que cabe esperar que cuando el crecimiento del PIB se recupere, la inversión se instale en un nivel inferior al promedio anterior a la crisis.

Esta tendencia a la baja en las economías avanzadas responde a una serie de factores. Uno de ellos es la caída del crecimiento tendencial en las últimas décadas. Dado que la relación entre capital y PIB ha permanecido en general estable o ha aumentado ligeramente en la mayoría de países, se necesita invertir un porcentaje menor del PIB para mantener esa relación constante en el tiempo. Un segundo factor es el cambio en la composición del PIB, habiéndose reducido el peso del sector manufacturero que hace un uso intensivo del capital y ampliado el del sector servicio menos intensivo en capital. En tercer lugar, en la medida en que el menor crecimiento del PIB se deba a factores exógenos (como una evolución demográfica adversa, la desaceleración del ritmo de innovación tecnológica o el cambio de patrones arraigados de demanda de los consumidores), la caída asociada del porcentaje que representa la inversión sobre el PIB sería una consecuencia natural de esa desaceleración, y no su causa.

Además, es posible que la debilidad de la inversión se haya sobreestimado. A lo largo de las últimas décadas el precio relativo de los bienes de inversión ha tendido a la baja, lo que ha permitido a las empresas mantener constante su stock de capital gastando menos en términos nominales. En la práctica, en términos reales, el gasto en inversión ha fluctuado en las economías avanzadas en torno a una tendencia levemente *creciente*, no decreciente. También cabe que las estadísticas oficiales subestimen la inversión inmaterial (el gasto en investigación y desarrollo, formación, etc.), que ha ido adquiriendo relevancia en las economías basadas en servicios.

El último factor, y el más importante, es que a escala *mundial* la inversión no es débil: la persistente caída del porcentaje que representa la inversión sobre el PIB en las EA ha quedado contrarrestada por un incremento tendencial en las EME (Gráfico III.9, panel central). En parte, este crecimiento refleja la fuerte inversión en China, que, con un porcentaje próximo al 45% del PIB, parece insosteniblemente elevada (Gráfico III.9, panel derecho). Pero incluso excluyendo a China, la inversión



DE = Alemania; ES = España; FR = Francia; GB = Reino Unido; IE = Irlanda; IT = Italia; JP= Japón; NL = Países Bajos; SE = Suecia; US = Estados Unidos.

¹ Para los datos de China y de las economías avanzadas, la tendencia lineal se calcula a partir de los primeros datos disponibles (desde 1960). Las cifras agregadas son medias ponderadas basadas en el PIB a tipos de cambio PPA corrientes hasta 2011. Las economías avanzadas comprenden 17 economías principales y, las EME, 14 economías principales. Para China, los valores de 2013 son estimaciones. ² Corea, India, Indonesia, Malasia y Tailandia. ³ Brasil, Chile, México y Perú.

Fuentes: base de datos AMECO de la Comisión Europea; FMI; CEIC; datos nacionales; cálculos del BPI.

en las EME ha seguido una tendencia al alza, aunque a ritmo más moderado, sobre todo en los países asiáticos emergentes.

Este panorama general no significa, con todo, que la inversión no pueda o no deba ser más elevada. La obsolescencia de las infraestructuras podría ser un lastre para el crecimiento en Estados Unidos, el Reino Unido y otras economías avanzadas. En algunos países de la zona del euro, las rigideces del mercado de productos y en otros ámbitos frenan la inversión empresarial. El estrangulamiento de la oferta está teniendo efectos similares en varias EME, entre las que se incluyen Sudáfrica, Brasil y otros países latinoamericanos.

Entre los factores que pueden frenar una recuperación cíclica de la inversión se encuentran la falta de financiación y la insuficiencia de la demanda agregada. Sin embargo, en este caso las condiciones financieras son extremadamente favorables: el coste del capital en las principales economías se sitúa en general por debajo de los niveles previos a la crisis gracias a las bajas tasas de interés y a la pujanza de los mercados bursátiles. Las empresas grandes no suelen tener problemas para acceder a la financiación bancaria. Además, la financiación mediante la emisión de deuda ha sido fácilmente asequible, en condiciones extraordinariamente favorables, en todo el mundo, incluso para empresas con calificaciones crediticias inferiores al grado de inversión (Capítulos II y VI).

La facilidad de la financiación y la recuperación de la rentabilidad han permitido mejorar el saldo financiero neto del sector corporativo no financiero, que en algunas economías avanzadas ya se ha vuelto positivo, con niveles similares a los que se registraban antes de la crisis. En Estados Unidos, por ejemplo, los beneficios internos (después de impuestos y dividendos, más gastos de

amortización) superan al gasto de inversión desde 2009. Además, para aprovechar las tasas de interés en mínimos históricos, las empresas estadounidenses han seguido emitiendo deuda a largo plazo. La contrapartida es que se está disponiendo de los recursos propios más rápidamente de lo que se captan, ya que las empresas distribuyen dividendos más elevados, recompran acciones propias y participan en fusiones y adquisiciones.

El acceso a la financiación podría seguir siendo complicado para las pequeñas y medianas empresas de países donde el sector bancario sigue en dificultades, como ocurre en algunas partes de Europa. Para que mejore la oferta de financiación a esas empresas, la banca tendría primero que reconocer pérdidas y recapitalizarse. No es probable que el estímulo de la política monetaria por sí solo pueda tener efectos adicionales significativos (Capítulos I y V).

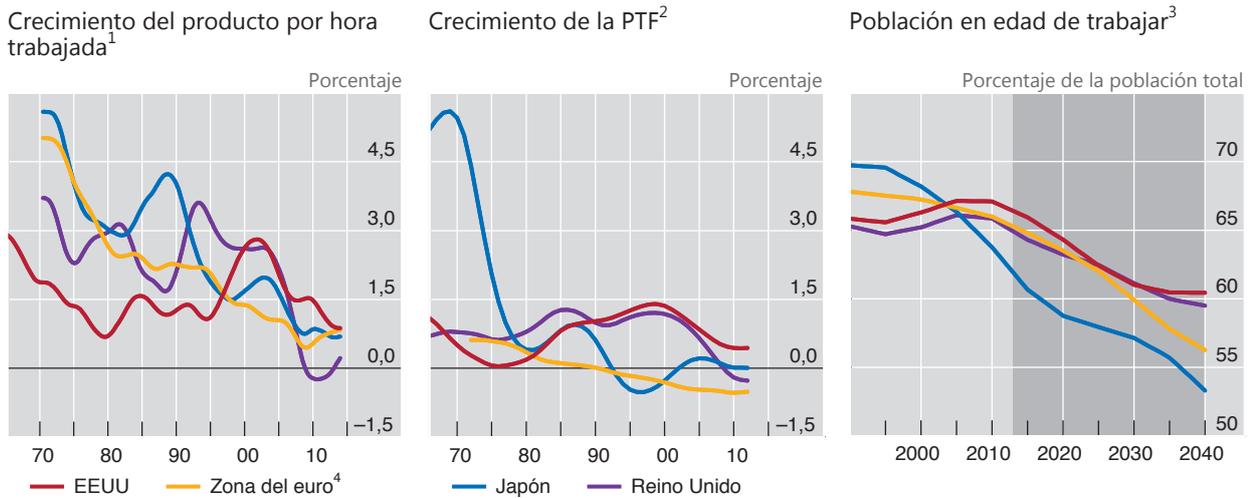
No siendo la financiación un obstáculo, la debilidad cíclica de la inversión se explica mejor por la lenta recuperación de la demanda agregada que suele seguir a las recesiones de balance. Cuando los agentes sanean sus balances, su nivel de gasto se mantiene por debajo del habitual antes de la crisis, lo que a su vez reduce los ingresos de otros agentes y prolonga la fase de ajuste (Recuadro III.A). La necesaria consolidación de las finanzas públicas también puede ralentizar el crecimiento a corto plazo, pero, a medida que avance la recuperación, la inversión debería repuntar. De hecho, ya ha aumentado en los últimos trimestres —aunque moderadamente— en países como Alemania, Estados Unidos y el Reino Unido.

La debilidad actual de la demanda agregada podría sugerir la necesidad de adoptar nuevos estímulos monetarios o de relajar el ritmo de consolidación fiscal. Sin embargo, estas políticas podrían resultar ineficaces en las circunstancias actuales (Capítulo V) o bien insostenibles si, considerando una perspectiva temporal más amplia, simplemente adelantarán el gasto futuro sin incrementar su volumen total en el largo plazo, con la consiguiente elevación adicional del endeudamiento público y privado. En su lugar, la única manera de impulsar la demanda de forma sostenible es aumentar la capacidad productiva de la economía eliminando barreras a la inversión productiva y reasignando los recursos productivos. Esto reviste aún mayor importancia en vista del descenso del crecimiento de la productividad.

Tendencias bajistas del crecimiento de la productividad

Desde 2010, el crecimiento de la productividad laboral se ha situado por debajo de los promedios anteriores a la crisis en la mayoría de economías avanzadas y, hasta la fecha, ha aumentado mucho más despacio que en anteriores recuperaciones del ciclo económico. Por ejemplo, la productividad ha crecido en promedio un 1% tanto en Estados Unidos como en Alemania, frente al 2,3% y el 1,8% que respectivamente registraron en el decenio anterior a la crisis. En el Reino Unido, el crecimiento de la productividad ha sido inapreciable, cuando antes de la crisis su promedio estaba en el 2,5%. España es la excepción: ahí el incremento de la productividad ha superado los promedios previos a la crisis tras la fuerte caída del empleo.

El débil crecimiento de la productividad desde el inicio de la recuperación en parte refleja, según se mencionó, la lentitud de la recuperación que caracteriza a las recesiones de balance. Sin embargo, también se debe en parte a la prolongación de una tendencia bajista que enfiló mucho antes de que estallara la crisis financiera (Gráfico III.10, panel izquierdo). Esta tendencia queda corroborada asimismo por las estimaciones de la productividad total de los factores (PTF), que mide la eficiencia con la que se utilizan el capital y la mano de obra en la producción (Gráfico III.10, panel central). En Estados Unidos y el Reino Unido, ambos parámetros indican que el crecimiento de la productividad repuntó entre mediados de la década de los



¹ Diferencia intertrimestral anualizada de la serie calculada mediante el filtro Hodrick-Prescott (HPF) de los niveles logarítmicos del PIB real por hora trabajada estimada entre T1 1970 (EEUU: T1 1960) y T4 2015 (incluidas previsiones). ² Diferencia anual en la serie HPF de los logaritmos de la productividad total de los factores (PTF) estimada entre 1950 (zona del euro: 1970) y 2011. ³ La zona sombreada representa proyecciones. ⁴ Media ponderada basada en el PIB a tipos de cambio PPA (panel derecho: suma) de Alemania, España, Francia, Italia y Países Bajos.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*; Naciones Unidas, *World Population Prospects: The 2012 Revision*; Penn World Tables 8.0; cálculos del BPI.

80 y comienzos de la década de 2000, habiendo perdido fuelle desde entonces. En cambio, el crecimiento de la PTF en la zona del euro se ha ido reduciendo desde principios de la década de los 70 y actualmente es negativo. El crecimiento de la PTF en Japón también va claramente rezagado con respecto al de Estados Unidos: comenzó desplomándose para después adentrarse en terreno negativo durante la contracción financiera de comienzos de los 90, no siendo sino hasta comienzos de la década de 2000 cuando empezó a recuperarse en cierta medida.

El menor crecimiento de la productividad, que pudo haber quedado oculto por el auge financiero anterior a la crisis, podría responder a factores más profundos. El primer factor es el ritmo de innovación tecnológica, que, sin embargo, es difícil de predecir. Una postura pesimista al respecto es que la revolución de las tecnologías de la información propició una revitalización tan solo temporal y puntual de la productividad, que ya se habría agotado antes de comenzar la crisis⁵. El segundo factor se refiere a los patrones de demanda: la transición hacia sectores con escaso crecimiento de la productividad, como el sector servicios (sanidad, educación, ocio, etc.), tiende a reducir el crecimiento de la productividad agregada⁶. El tercer factor es el recrudecimiento de diversos impedimentos estructurales a la asignación eficiente de recursos, que puede obstaculizar la adopción y el uso eficiente de las tecnologías más vanguardistas. Los elevados niveles de deuda

⁵ Un punto de vista pesimista se expone, por ejemplo, en R. Gordon, «U.S. productivity growth: the slowdown has returned after a temporary revival», *International Productivity Monitor*, 2013. Para un punto de vista optimista, véase M. Baily, J. Manyika y S. Gupta, «U.S. productivity growth: an optimistic perspective», *International Productivity Monitor*, 2013.

⁶ Véanse, por ejemplo, C. Echevarría, «Changes in sectoral composition associated with economic growth», *International Economic Review*, vol. 38, 1997; y M. Duarte y D. Restuccia, «The role of structural transformation in aggregate productivity», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 125, 2010.

pública también pueden ir en su detrimento (véase el Recuadro III.B para un análisis más detallado).

La asignación inadecuada de recursos podría haber empeorado tras el estallido de la crisis financiera. La evidencia empírica apunta a que, en los países afectados por la crisis, las bajas tasas de interés y la permisividad con el endeudamiento podrían estar reteniendo recursos en empresas ineficientes. Por ejemplo, datos de empresas británicas indican que aproximadamente un tercio de la ralentización de la productividad desde 2007 se explica por una menor reasignación de los recursos entre empresas, en términos tanto de movilidad de mano de obra entre ellas como de entrada y salida de éstas del mercado⁷. Los países que han tardado demasiado en reparar sus balances podrían estar compartiendo algunas características con el Japón de después del desplome financiero de principios de los 90 (Recuadro III.B).

Salvo que repuntase el crecimiento de la productividad, las perspectivas de crecimiento del PIB son poco halagüeñas. En particular, puede quedar lastrado por el envejecimiento de la población en muchas economías avanzadas, y no solo en ellas. El porcentaje de población en edad laboral ha disminuido en la zona del euro y con más rapidez aún en Japón, mientras que en Estados Unidos y el Reino Unido tocó techo justo antes de iniciarse la crisis financiera (Gráfico III.10, panel derecho).

Todo esto destaca la importancia de las medidas para mejorar el crecimiento de la productividad. Es necesario eliminar factores estructurales que obstaculizan la innovación y la inversión y flexibilizar la asignación de capital y mano de obra, en especial en la zona del euro, Japón y otras economías en las que el crecimiento de la productividad ha sido notablemente inferior al estadounidense. Estos obstáculos incluyen las distorsiones del sistema tributario, la burocracia y la regulación excesiva del mercado laboral y de productos⁸. Además, proseguir con la consolidación fiscal es crucial para evitar que la elevada deuda pública se convierta en una rémora permanente para el crecimiento tendencial. En este ámbito, y a pesar de ciertos avances, la mayoría de las economías avanzadas todavía no han logrado situar sus finanzas públicas en una trayectoria sostenible a largo plazo (Gráfico III.4 y Cuadro Anexo III.3)⁹.

Algunas EME han exhibido hasta hace poco un crecimiento de la productividad estable y aun al alza, pero en algunos países su evolución podría haber cambiado de rumbo. Los recientes auges financieros podrían ocultar en parte la mayor dificultad para lograr mejoras de eficiencia. Cuando una economía alcanza niveles de renta medianos, el tamaño del sector manufacturero toca techo y la demanda de servicios adquiere mayor importancia. Esto complica la reducción de la brecha de productividad con las economías más avanzadas: no solo la productividad crece más despacio en el sector servicios, sino que además las deficiencias institucionales y estructurales suelen suponer un lastre mayor para este sector que para el sector manufacturero. Además, las crecientes dificultades de índole demográfica reducirán previsiblemente el crecimiento de varias EME.

⁷ Véase A. Barnett, A. Chiu, J. Franklin y M. Sebastia-Barriel, «The productivity puzzle: a firm-level investigation into employment behaviour and resource allocation over the crisis», *Bank of England Working Papers*, nº 495, abril de 2014.

⁸ Véase, por ejemplo, OCDE, *Economic Policy Reforms 2014: Going for Growth Interim Report*, abril de 2014.

⁹ La necesidad de un ajuste fiscal es especialmente acuciante en Japón, Estados Unidos, el Reino Unido, Francia y España. La mayor parte del ajuste que se precisa en Estados Unidos y en el Reino Unido se debe al gasto relacionado con el envejecimiento de la población, que se prevé que aumentará rápidamente a finales de la década actual si antes no se introducen reformas. Para un análisis más exhaustivo, véase BPI, *83^{er} Informe Anual*, junio de 2013, Capítulo IV.

Estas consideraciones sugieren que lograr un crecimiento sostenible a largo plazo exige medidas estructurales que aborden directamente las causas de la baja productividad, y no tanto políticas destinadas a estimular la demanda agregada. La relajación de restricciones que afectan a la oferta también podría ejercer efectos secundarios positivos sobre la demanda agregada, puesto que los agentes podrían gastar más hoy al anticipar mayores ingresos en el futuro. En cambio, los estímulos financiados mediante deuda podrían resultar menos eficaces de lo esperado y generar problemas de sostenibilidad a largo plazo (Capítulo V).

Crecimiento del PIB, inflación y balanzas por cuenta corriente¹

Cuadro Anexo III.1

	PIB real				Precios de consumo ²				Balanza por cuenta corriente ³		
	Variaciones porcentuales anuales				Variaciones porcentuales anuales				Porcentaje del PIB		
	2012	2013	2014	1996–2006	2012	2013	2014	1996–2006	2012	2013	2014
Mundo	2,6	2,4	2,8	3,9	3,0	2,7	3,1	4,3			
Economías avanzadas	1,4	1,1	1,9	2,8	1,9	1,3	1,6	1,9	-0,6	-0,1	-0,1
Estados Unidos	2,8	1,9	2,5	3,4	2,1	1,5	1,8	2,6	-2,7	-2,3	-2,0
Zona del euro ⁴	-0,6	-0,4	1,1	2,4	2,5	1,4	0,8	1,9	1,3	2,4	2,2
<i>Alemania</i>	0,9	0,5	1,9	1,5	2,0	1,5	1,3	1,4	7,4	7,5	7,2
<i>España</i>	-1,6	-1,2	1,0	3,7	2,4	1,4	0,3	3,0	-1,1	0,8	1,3
<i>Francia</i>	0,4	0,4	0,8	2,3	2,0	0,9	1,0	1,6	-2,2	-1,3	-1,4
<i>Italia</i>	-2,4	-1,8	0,6	1,5	3,0	1,2	0,8	2,4	-0,4	1,0	1,3
Japón	1,5	1,5	1,3	1,1	0,0	0,4	2,6	0,0	1,0	0,7	0,4
Reino Unido	0,3	1,7	2,9	3,3	2,8	2,6	1,9	1,6	-3,7	-4,4	-3,6
Europa occidental, otros ⁵	1,3	1,3	2,1	2,6	0,7	0,6	0,7	1,4	9,3	9,6	9,1
Canadá	1,7	2,0	2,3	3,2	1,5	0,9	1,7	2,0	-3,4	-3,2	-2,8
Australia	3,6	2,4	2,9	3,6	1,8	2,4	2,7	2,6	-4,1	-2,9	-2,6
Economías de mercado emergentes	4,6	4,3	4,2	5,6	4,6	4,7	5,3	5,4	1,9	1,6	1,6
Asia	5,8	5,8	5,8	7,0	3,7	3,4	3,4	2,9	1,9	2,2	2,1
<i>China</i>	7,8	7,7	7,3	9,2	2,7	2,6	2,5	1,4	2,3	2,1	2,1
<i>Corea</i>	2,3	3,0	3,6	5,1	2,2	1,3	1,9	3,2	4,3	6,5	5,1
<i>India</i> ⁶	4,5	4,7	5,4	6,7	7,4	6,0	5,5	4,8	-4,7	-2,0	-2,4
<i>Otros Asia</i> ⁷	4,6	4,1	4,2	4,0	3,1	3,2	3,5	3,8	3,8	3,6	4,0
América Latina ⁸	2,9	2,5	2,1	3,1	5,9	8,1	10,9	7,2	-1,7	-2,5	-2,5
<i>Brasil</i>	1,0	2,5	1,7	2,6	5,8	5,9	6,3	7,7	-2,4	-3,6	-3,5
<i>México</i>	3,7	1,3	2,9	3,5	3,6	4,0	3,9	4,4	-1,2	-1,8	-1,9
Europa central ⁹	0,7	0,8	2,8	4,0	4,0	1,3	0,9	3,0	-2,5	-0,6	-1,1
<i>Polonia</i>	2,1	1,5	3,1	4,5	3,7	1,2	1,1	2,5	-3,5	-1,3	-2,0
Arabia Saudita	5,8	3,8	4,2	3,6	2,9	3,5	3,4	0,5	22,4	18,0	14,1
Rusia	3,5	1,3	0,3	4,3	6,5	6,5	6,4	12,9	3,6	1,5	1,7
Sudáfrica	2,5	1,9	2,5	3,5	5,7	5,8	6,2	4,2	-5,2	-5,8	-5,2
Turquía	2,2	4,0	2,4	4,7	8,9	7,5	8,3	24,8	-6,2	-7,9	-6,2

¹ Basados en previsiones de consenso de mayo de 2014. Para las cifras agregadas, medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2005. Las EME incluyen otras economías de Oriente Medio (que no se muestran). Las cifras correspondientes al periodo 1996–2006 se refieren al crecimiento e inflación medios anuales (en el caso de EME, inflación calculada para el periodo 2001–06). ² Para la India, precios al por mayor. ³ Para las cifras agregadas, suma de los países y regiones mostrados o citados; las cifras mundiales no suman cero debido a la cobertura incompleta de países y discrepancias estadísticas. ⁴ La cuenta corriente se basa en la suma de las transacciones fuera de la zona del euro. ⁵ Dinamarca, Noruega, Suecia y Suiza. ⁶ Ejercicios fiscales (comienzan en abril). ⁷ Taipéi chino, Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. ⁸ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. En el caso de Argentina, los datos de precios de consumo se basan en estimaciones oficiales (ruptura metodológica en diciembre de 2013). ⁹ Hungría, Polonia y la República Checa.

Fuentes: FMI; Consensus Economics; datos nacionales; cálculos del BPI.

Recuperación del PIB, el empleo y la productividad desde la última crisis

En porcentaje

Cuadro Anexo III.2

	T1 2014 ¹ frente al máximo precrisis (mínimo para la tasa de desempleo)				T1 2014 ¹ frente a tendencia precrisis		Caída del máximo al mínimo ²		<i>Pro memoria: crecimiento medio anual del PIB</i>	
	PIB real	Empleo	Producto por trabajador	Tasa desempleo (p.p.)	PIB real	Producto por trabajador	PIB real	Empleo	<i>Precrisis³</i>	<i>Postcrisis⁴</i>
Estados Unidos	5,9	-0,8	6,6	2,8	-12,6	-6,8	-4,4	-5,9	3,4	2,2
Japón	1,2	-3,7	2,6	0,4	-2,3	-3,0	-9,7	-4,6	1,1	1,8
Reino Unido	-0,6	2,5	-3,8	2,3	-18,6	-15,3	-7,5	-2,5	3,3	1,3
Zona del euro										
Alemania	3,8	4,0	-0,6	-2,2	-2,5	-5,1	-7,0	-0,5	1,5	2,1
Francia	1,1	-1,0	2,1	3,0	-12,1	-4,3	-4,1	-1,7	2,3	1,1
Italia	-9,4	-5,2	-5,7	6,8	-17,7	-4,6	-9,4	-5,2	1,5	-0,5
Países Bajos	-4,5	-2,5	-2,4	5,0	-17,4	-8,4	-5,1	-2,5	2,7	0,1
España	-7,1	-17,8	10,6	17,9	-29,0	12,1	-7,7	-18,3	3,7	-0,7
Austria	0,5	4,2	-4,2	1,7	-11,4	-12,0	-6,5	-1,1	2,5	1,4
Bélgica	1,2	1,8	-1,0	2,1	-10,7	-7,6	-4,4	-0,7	2,2	1,0
Grecia	-28,3	-20,4	-6,9	20,6	-50,5	-18,8	-28,3	-20,4	3,6	-5,6
Irlanda	-10,1	-11,4	1,3	7,9	-47,6	-12,5	-12,2	-15,1	7,1	0,2
Portugal	-7,5	-11,6	4,3	11,5	-20,0	-1,7	-8,8	-13,4	2,4	-0,9
Polonia	15,0	1,4	12,7	3,1	-3,9	-15,2	-1,3	-1,4	4,5	3,0
Corea	16,8	7,6	9,3	1,1	-11,0	-10,9	-3,4	-0,8	5,1	3,8

¹ T4 2013 para el PIB real y el producto por trabajador de Irlanda; T4 2013 para la tasa de desempleo de Grecia. ² Punto mínimo calculado con respecto a 2008 hasta los últimos datos disponibles. ³ 1996-2006. ⁴ 2010 hasta los últimos datos disponibles.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*; Datastream; cálculos del BPI.

Posiciones fiscales¹

Cuadro Anexo III.3

	Saldo general ²			Saldo primario estructural del gobierno ³			Deuda bruta ²		
	2009	2014	Variación	2009	2014	Variación	2007	2014	Variación
Economías avanzadas									
Alemania	-3,1	-0,2	2,9	0,9	0,8	-0,1	66	84	18,3
Austria	-4,1	-2,8	1,3	-1,4	1,7	3,2	63	90	26,6
Bélgica	-5,6	-2,1	3,5	-0,9	1,4	2,3	88	107	19,0
Canadá	-4,5	-2,1	2,4	-2,6	-1,6	1,0	70	94	23,8
España	-11,1	-5,5	5,6	-9,4	-0,7	8,6	43	108	66,0
Estados Unidos	-12,8	-5,8	7,0	-7,5	-2,4	5,1	64	106	42,4
Francia	-7,5	-3,8	3,7	-4,6	0,1	4,7	73	115	42,1
Grecia	-15,6	-2,5	13,2	-10,2	7,5	17,7	119	189	69,4
Irlanda	-13,7	-4,7	9,0	-7,7	1,8	9,5	29	133	104,0
Italia	-5,4	-2,7	2,7	0,4	4,7	4,3	117	147	30,6
Japón	-8,8	-8,4	0,5	-7,0	-7,1	-0,1	162	230	67,2
Países Bajos	-5,6	-2,7	2,9	-3,6	1,2	4,8	51	88	36,1
Portugal	-10,2	-4,0	6,2	-4,9	3,5	8,4	76	141	65,7
Reino Unido	-11,2	-5,3	5,9	-7,5	-2,6	4,9	47	102	54,7
Suecia	-1,0	-1,5	-0,6	1,8	-0,6	-2,4	48	49	0,4
Economías de mercado emergentes									
Brasil	-3,3	-3,3	-0,1	2,7	2,0	-0,7	65	67	1,5
China	-3,1	-2,0	1,1	-2,2	-0,5	1,7	20	20	0,6
Corea	-1,0	0,1	1,1	-0,7	0,7	1,4	27	38	11,0
India	-9,8	-7,2	2,5	-5,0	-2,4	2,6	74	65	-8,7
Indonesia	-1,8	-2,5	-0,8	0,0	-1,2	-1,2	35	26	-9,0
Malasia	-6,7	-3,5	3,3	-4,3	-1,7	2,7	41	56	15,1
México	-5,1	-4,1	1,0	-1,9	-1,4	0,5	38	48	10,6
Sudáfrica	-4,9	-4,4	0,5	-0,9	-0,8	0,0	28	47	19,0
Tailandia	-3,2	-1,6	1,6	-1,4	0,2	1,6	38	47	8,2

¹ Del gobierno general. ² En porcentaje del PIB. Estimaciones de la OCDE para las economías avanzadas y Corea; para el resto, FMI. ³ En porcentaje del PIB potencial; excluidos los pagos de intereses netos. Estimaciones de la OCDE para las economías avanzadas y Corea; para el resto, FMI. Las estimaciones de la OCDE se ajustan por el ciclo y por las medidas excepcionales; las estimaciones del FMI se ajustan por el ciclo.

Fuentes: FMI; OCDE.