

## I. Una expansión más fuerte y fórmulas para su continuación

Durante el ejercicio analizado, la economía mundial superó las expectativas. El crecimiento se intensificó y generalizó; la inflación se mantuvo contenida, pese a la caída adicional de las tasas de desempleo, y, durante la mayor parte del periodo, las condiciones financieras mundiales continuaron relajándose, aun cuando la política monetaria se iba normalizando. Pese a la ligera pérdida de impulso registrada a principios de 2018 y al deterioro de la confianza de los mercados, especialmente en relación con las economías de mercado emergentes (EME), a la fecha de este Informe se espera que la mayoría de los países crezcan por encima de su potencial entre 2018 y 2019, y que la inflación repunte solo de forma moderada.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la economía mundial ha estado recogiendo los frutos de las medidas que adoptaron las autoridades monetarias y reguladoras después de la crisis. La recuperación global se ha sustentado en políticas monetarias muy expansivas y duraderas. Además, actualmente los sistemas bancarios están mejor capitalizados y son más resilientes y, por ende, se encuentran mejor posicionados para respaldar a la economía (Capítulo III).

El principal reto ahora es mantener este mayor crecimiento más allá del corto plazo. Hasta ahora, la recuperación ha dependido excesivamente de las medidas y políticas no convencionales de los bancos centrales, lo que ha conllevado algunos problemas. Las vulnerabilidades financieras han ido en aumento. Los mercados financieros parecen estar sobrevalorados. En algunas economías, el crédito ha crecido con fuerza, en muchos casos acompañado de considerables incrementos de los precios inmobiliarios y, a veces, de gran endeudamiento en moneda extranjera. A escala mundial, la deuda total agregada del sector no financiero ha seguido elevándose en relación con los ingresos. El margen de maniobra de las políticas fiscal y monetaria es más limitado que antes de la crisis y, en parte porque las políticas no han sido capaces de abordar los obstáculos estructurales, las tasas de crecimiento potencial a largo plazo son más bajas. Más recientemente, el aumento de las presiones proteccionistas ha puesto en jaque al sistema comercial internacional que ha sustentado el crecimiento mundial tras la II Guerra Mundial. Todos estos factores indican que los riesgos de ralentización del crecimiento son significativos, como han confirmado recientemente las tensiones financieras en algunas EME.

Con este trasfondo, las políticas deberían aprovechar la expansión cíclica para mitigar los riesgos y recomponer el margen para poder afrontar cualquier desaceleración económica futura. En concreto, la política fiscal debería ir orientada a recuperar espacio, mientras que las políticas estructurales deberían impulsar el potencial de crecimiento. El valioso sistema comercial multilateral abierto debería preservarse íntegramente. Habría que utilizar medidas macroprudenciales para ayudar a continuar reforzando la resiliencia del sistema financiero y mitigar los excesos financieros (Capítulo IV). Teniendo debidamente en cuenta las circunstancias particulares de cada país, sería deseable continuar el proceso de normalización de la política monetaria. El camino que tenemos por delante es estrecho (Capítulo II).

En este capítulo se describen en primer lugar los cambios que se han producido en el entorno macroeconómico y financiero a lo largo del pasado ejercicio, después

se analizan las perspectivas a corto plazo y las políticas necesarias para que el crecimiento sea más sostenible, y, por último, se examinan los riesgos de cara al futuro.

## La expansión mundial cobra fuerza en un entorno de baja inflación

La actividad económica mundial se aceleró a lo largo del pasado ejercicio. Se estima que el crecimiento del PIB mundial aumentó hasta situarse en el 3,8% en 2017, frente al 3,2% de 2016, un nivel 0,4 puntos porcentuales por encima de las previsiones realizadas a finales de 2016 y próximo a su promedio de largo plazo. Pese a perder algo de impulso en el último trimestre de 2017 y en el primero de 2018, especialmente en la zona del euro, el crecimiento se mantuvo por encima de su potencial en la mayoría de los países.

El avance económico estuvo más sincronizado y se repartió de forma más uniforme entre regiones y países en comparación con los últimos años. Las tasas de crecimiento de las EME volvieron a acercarse a sus promedios históricos, recuperándose casi por completo de los mínimos registrados en 2014 y 2015. La expansión también se reanudó en los principales países exportadores de materias primas, como Brasil y Rusia, tras sus recesiones inusualmente prolongadas y profundas, y superó las previsiones en la zona del euro, Japón y China, mientras que prácticamente las cumplió en Estados Unidos, Asia (excluida China) y América Latina (Gráfico I.1, panel izquierdo).

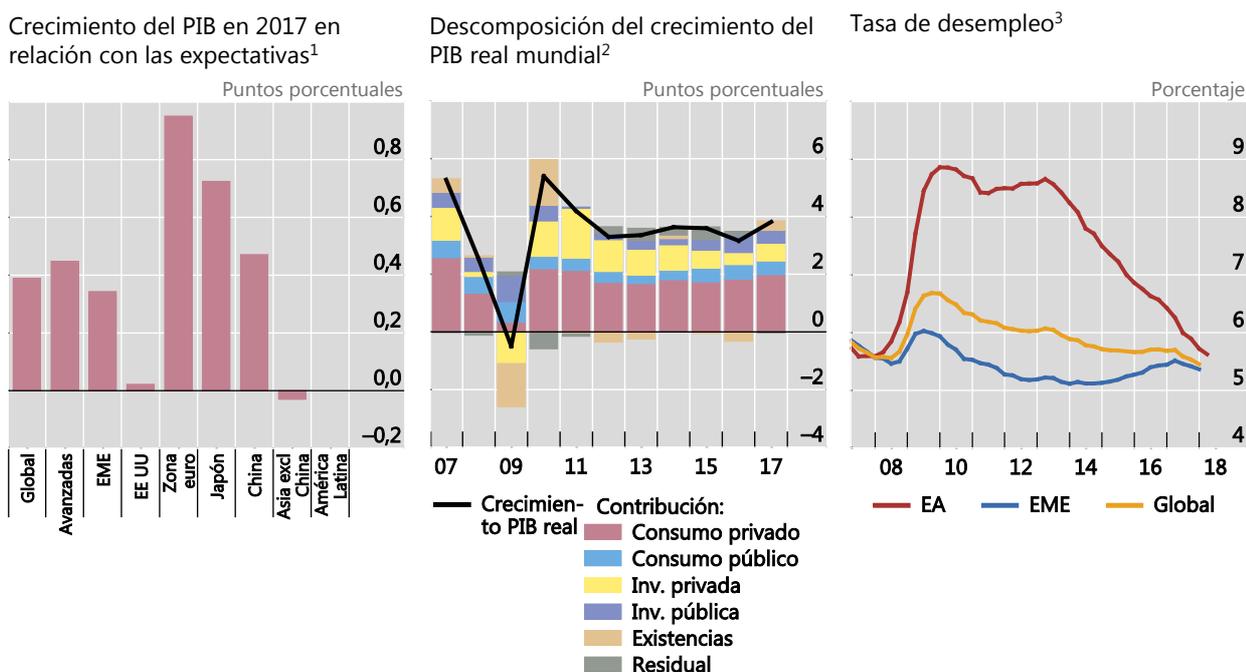
La recuperación también fue más equilibrada en términos de componentes del gasto. Junto con las existencias, la inversión privada en capital fijo contribuyó en mayor proporción al crecimiento del PIB mundial que en 2016 (Gráfico I.1, panel central). Su fuerte recuperación, especialmente en el sector no residencial, explica la mayor parte del aumento del crecimiento en las economías avanzadas. En las EME, el consumo privado fue relativamente más importante. El conjunto de la inversión también repuntó ligeramente, pero su evolución fue más dispar entre países. En particular, la inversión expresada en porcentaje del PIB cayó en China, al continuar el proceso de reequilibrio de su economía, mientras que se mantuvo contenida en los países exportadores de materias primas.

Como consecuencia de esta evolución, la actividad manufacturera y el comercio mundial crecieron con vigor. Tras situarse varios años a la zaga de los servicios, las manufacturas registraron las tasas de crecimiento más elevadas desde 2014. Con un aumento anual de casi el 5% en 2017, el comercio mundial avanzó al ritmo más acelerado de los últimos años, beneficiando a los exportadores de manufacturas, especialmente en Asia oriental. Todo ello contribuyó al repunte de los precios de las materias primas, que, a su vez, favoreció la progresiva recuperación de los países que las exportan.

A medida que el crecimiento fue cobrando impulso, las tasas de desempleo cayeron a los niveles más bajos desde la crisis (Gráfico I.1, panel derecho). De hecho, en algunas de las principales economías, incluso se aproximaron a los mínimos alcanzados después de la II Guerra Mundial. Por ejemplo, en abril de 2018, la tasa de desempleo se situó en el 3,9% en Estados Unidos, su registro más bajo, exceptuando el año 2000, el periodo 1966–69 y la década de los 50. En Japón se situó en el 2,5%, la menor cota de los últimos 25 años, y en Alemania en el 3,4%, el nivel más bajo en

## Mejora del crecimiento del PIB, fortalecimiento de la inversión y disminución del desempleo

Gráfico I.1



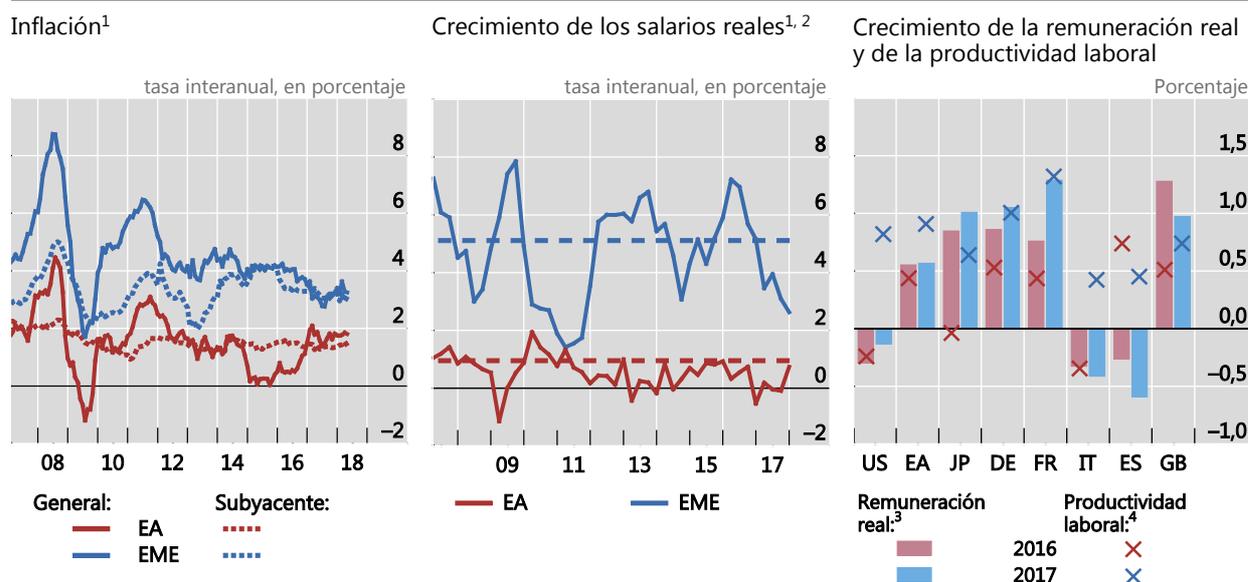
<sup>1</sup> Crecimiento observado en 2017 en relación con las previsiones de consenso para 2017 de diciembre de 2016; los agregados son medias ponderadas por el PIB y los tipos de cambio PPA. <sup>2</sup> Medias ponderadas por el PIB y los tipos de cambio PPA de las tasas de crecimiento del PIB real y los porcentajes de contribución. <sup>3</sup> Medias ponderadas basadas en los niveles de mano de obra; las definiciones pueden variar entre países.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE, *Economic Outlook*; Banco Mundial; Eurostat; Consensus Economics; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

casi 40 años. En estas economías se hizo patente la escasez de mano de obra, sobre todo de trabajadores especializados y altamente cualificados. Las tasas de desempleo también se redujeron rápidamente en varias EME. Las estimaciones estándar de la brecha del producto, pese a su alto grado de incertidumbre, confirman la tesis de que varias economías podrían haberse acercado a su plena capacidad. No obstante, la recuperación no progresó con la misma firmeza en todas partes. Pese a la buena evolución de Alemania, y sin duda lastrada por factores estructurales, la tasa de desempleo de la zona del euro se mantuvo en el 8,5% en abril, con una gran dispersión entre los países que la integran.

En este contexto, la inflación general se elevó hasta rondar el 2% en las economías avanzadas y ligeramente por encima del 3% en las EME. En ambos casos, el repunte de los precios de la energía elevó la inflación general media ligeramente por encima de la inflación subyacente (Gráfico I.2, panel izquierdo). Mientras que la subida de la primera ha sido relativamente generalizada en las principales economías avanzadas, la subyacente ha registrado comportamientos muy dispares. Con algunas excepciones, la inflación subyacente medida por el IPC permanece en general contenida. En los últimos 12 meses, se elevó lentamente en Estados Unidos y en Japón, hasta alcanzar el 2,1% y el 0,4%, respectivamente, en abril. Sin embargo, en la zona del euro osciló en torno a tasas cercanas al 1% en el mismo periodo.

En general, los niveles relativamente bajos de la inflación subyacente han reflejado la atonía del crecimiento salarial. El avance de los salarios reales en las economías avanzadas repuntó durante el pasado ejercicio, pero se mantuvo por



Las líneas discontinuas del panel central indican los promedios del periodo T1 2000–más reciente para las EA y T1 2001–más reciente para las EME.

<sup>1</sup> Medias ponderadas por el PIB y los tipos de cambio PPA; las definiciones pueden variar entre países. <sup>2</sup> Deflactados por el deflactor del PIB. Para las EA, crecimiento de la remuneración por asalariado como se define en *Economic Outlook* de la OCDE. Para las EME, crecimiento de los salarios; las definiciones pueden variar dependiendo de la disponibilidad de datos. <sup>3</sup> Remuneración por asalariado como se define en *Economic Outlook* de la OCDE; deflactada por el deflactor del PIB. <sup>4</sup> Producto real por asalariado.

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

debajo del promedio (Gráfico I.2, panel central). En algunas economías, como Estados Unidos y la zona del euro, el crecimiento de la remuneración real fue considerablemente inferior a las ganancias de productividad, mientras que en otras economías avanzadas fue algo superior o similar, por lo que la presión al alza sobre los costes laborales unitarios fue escasa o nula (Gráfico I.2, panel derecho). En las EME, los salarios reales crecieron por debajo de los promedios históricos.

El reducido crecimiento salarial en un entorno de rápido descenso del desempleo es un tanto desconcertante. Es cierto que, históricamente, el avance de los salarios ha ido en general a la zaga de la inflación y del crecimiento de la productividad, un patrón que ha coincidido con una erosión continuada de la participación del factor trabajo en la renta. Pero la evidencia también indica que se mantiene el vínculo entre el crecimiento de los salarios (o los costes laborales unitarios) y los indicadores de capacidad ociosa en el mercado laboral, aunque ahora es mucho más débil que en el pasado. Atendiendo a las correlaciones históricas, la inflación de salarios tendría que haber sido más elevada.

Algunos factores pueden contribuir a explicar el bajo nivel de inflación salarial. Para empezar, la capacidad ociosa en el mercado de trabajo puede ser mayor de lo que indican las cifras oficiales, en parte como consecuencia de los efectos de histéresis procedentes de la Gran Crisis Financiera (GCF), así como de los cambios estructurales en los mercados laborales. En algunos países, los indicadores más amplios de desempleo, que incluyen a los trabajadores desanimados y a tiempo parcial, son significativamente más elevados que las tasas de desempleo oficiales (por ejemplo, casi el 8% en Estados Unidos). Después de la crisis, las tasas de actividad han aumentado con carácter general, salvo en Estados Unidos, donde se sitúan más

de 3 puntos porcentuales por debajo de los niveles registrados en 2008. Estos aumentos reflejan, en parte, la mayor participación de los trabajadores mayores de 55 años<sup>1</sup>. Así pues, las empresas pueden estar encontrándose aún con una oferta de trabajo relativamente elástica, lo que les permite cubrir las vacantes sin tener que ofrecer salarios considerablemente más altos.

Otra razón es que la globalización, pese a que posiblemente ha ralentizado su ritmo en los últimos años, continúa propiciando que los mercados laborales sean altamente contestables<sup>2</sup>. Desde la integración de China y del antiguo bloque soviético a principios de la década de 1990, la economía mundial ha podido contar con un contingente de trabajadores mucho más amplio. Además, una proporción mucho mayor de la producción se realiza actualmente a través de cadenas de valor repartidas por muchos países. En la medida en que la producción puede externalizarse a países con costes laborales más bajos, los trabajadores tienen competidores no solo en sus mercados locales, sino también en el exterior. Por tanto, valorar la capacidad ociosa en el mercado laboral atendiendo solo a los indicadores de desempleo local puede inducir a error. De hecho, existe cierta evidencia de que las cadenas de valor mundiales han elevado la sensibilidad de los costes de producción local frente a factores externos y, por tanto, de que los costes laborales unitarios se han sincronizado más entre países<sup>3</sup>.

Al mismo tiempo, otras fuerzas estructurales, como la adopción de nuevas tecnologías, han ido adquiriendo importancia. El margen para automatizar los trabajos ha ido aumentando, no solo en el sector manufacturero, sino también en el de servicios<sup>4</sup>. Aunque la evidencia cuantitativa es aún escasa, la reciente difusión tecnológica sin duda puede presionar a la baja sobre el crecimiento de los salarios al recortar más el poder de negociación de los trabajadores. Al mismo tiempo, al mejorar la productividad, la difusión tecnológica puede ayudar a impedir que suba la inflación, reduciendo así las demandas salariales. También podría generar cambios en la estructura de los mercados de productos. Existe evidencia de que está creciendo la concentración en algunos sectores económicos, a medida que un número más pequeño de empresas más eficientes están ganando terreno en detrimento de otras<sup>5</sup>. Las ganancias de productividad por parte de un reducido número de firmas pueden traducirse, al menos inicialmente, en una bajada de precios, tanto de forma directa como indirecta, al ejercer presión sobre las empresas ya establecidas<sup>6</sup>.

## Las condiciones financieras permanecieron muy favorables durante la mayor parte del ejercicio

La recuperación mundial se sustentó en unas condiciones financieras muy favorables que, de hecho, se relajaron aún más durante la mayor parte del periodo analizado. Hasta bien entrado el primer trimestre de 2018 no se observaron señales de que podría estar gestándose un cambio significativo en dichas condiciones, especialmente en las EME.

La política monetaria de los principales bancos centrales mantuvo una orientación muy acomodaticia, aunque con divergencias entre regiones (Capítulo II). La Reserva Federal continuó endureciendo su política monetaria de forma muy gradual. El BCE amplió el periodo de su programa de compras de activos, aunque redujo ligeramente su ritmo. El Banco de Japón no varió prácticamente su tono

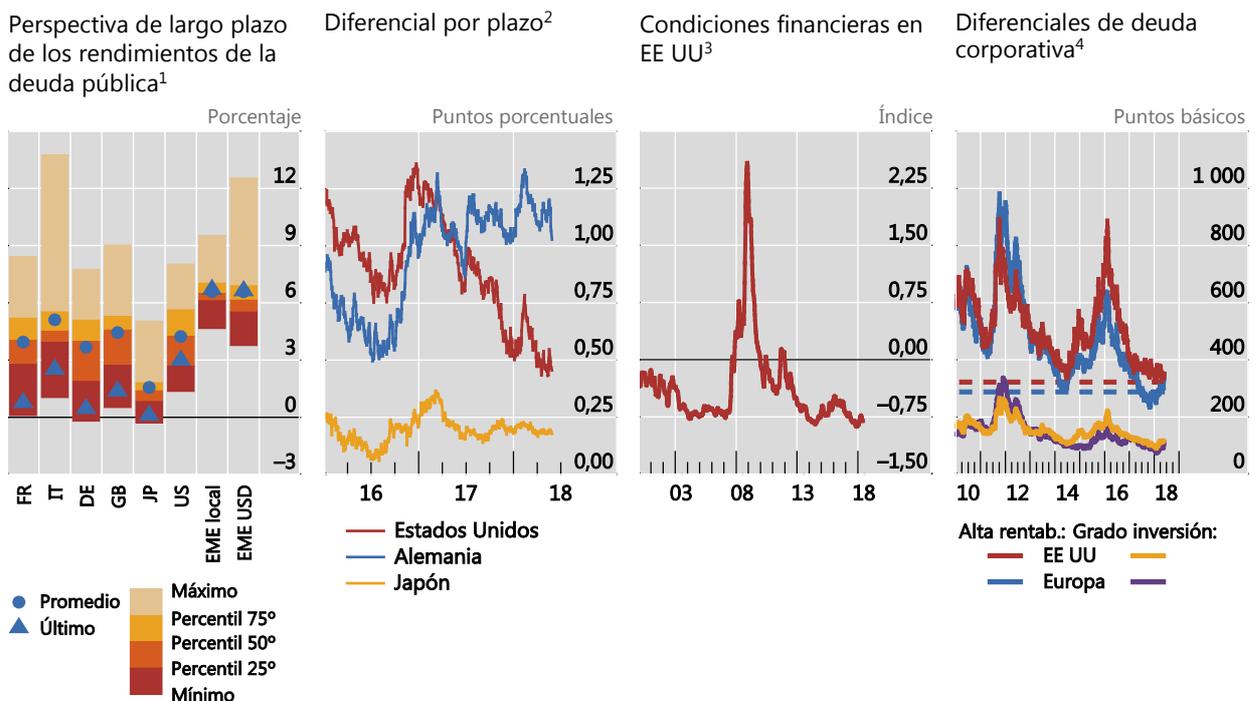
expansivo y el Banco de China mantuvo sus tasas de interés oficiales al tiempo que amplió el uso de sus facilidades de préstamo.

La reacción de los mercados de deuda pública frente a estos ajustes en las políticas monetarias y a las inesperadas perspectivas de mayor crecimiento fue bastante limitada durante la mayor parte del periodo analizado. En Estados Unidos, los rendimientos a 10 años se incrementaron moderadamente hasta principios del año, cuando comenzaron a elevarse de forma continuada hasta alcanzar valores próximos al 3% a finales de abril. Aun así, los rendimientos a largo plazo en dicho país y en otras economías principales permanecieron en niveles muy bajos en términos históricos (Gráfico I.3, primer panel). En Estados Unidos, la curva de rendimientos se mantuvo relativamente plana, reflejo de unas primas por plazo inusualmente reducidas (Capítulo II), mientras que los diferenciales por plazo en la zona del euro continuaron siendo relativamente amplios tras el acusado aumento de la pendiente de la curva el pasado junio (Gráfico I.3, segundo panel).

Los reducidos rendimientos a largo plazo y las bajas primas por plazo en Estados Unidos fueron en cierto modo sorprendentes, teniendo en cuenta el endurecimiento de la política monetaria y la expansión fiscal en ese país (Capítulo II). Parece que han intervenido al menos dos fuerzas: el persistente impacto de una política monetaria relativamente más laxa en la zona del euro y en Japón, y las expectativas de los inversores de que las presiones inflacionistas se mantendrían controladas aun cuando

## Permanencia de condiciones financieras mundiales muy relajadas en 2017 y principios de 2018

Gráfico I.3



Las líneas discontinuas del cuarto panel indican promedios del periodo 1 junio de 2005–30 junio de 2007.

<sup>1</sup> Rendimiento al vencimiento. Para las EA, valores históricos de largo plazo de la deuda pública a 10 años en moneda local, desde enero de 1993; para EME en moneda local, Índice JPMorgan GBI-EM, vencimiento a 7–10 años, desde enero de 2002; para EME en USD, Índice JPMorgan EMBI Global, vencimiento a 7–10 años, desde enero de 2001. <sup>2</sup> Diferencia entre los rendimientos de la deuda pública a 10 años y a dos años. <sup>3</sup> Índice de condiciones financieras nacionales (NFCI) del Banco de la Reserva Federal de Chicago; los valores positivos (negativos) indican condiciones financieras más restrictivas (laxas) que el promedio. <sup>4</sup> Diferenciales de rendimiento ajustados de opciones.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; índices ICE BofAML; JPMorgan Chase; cálculos del BPI.

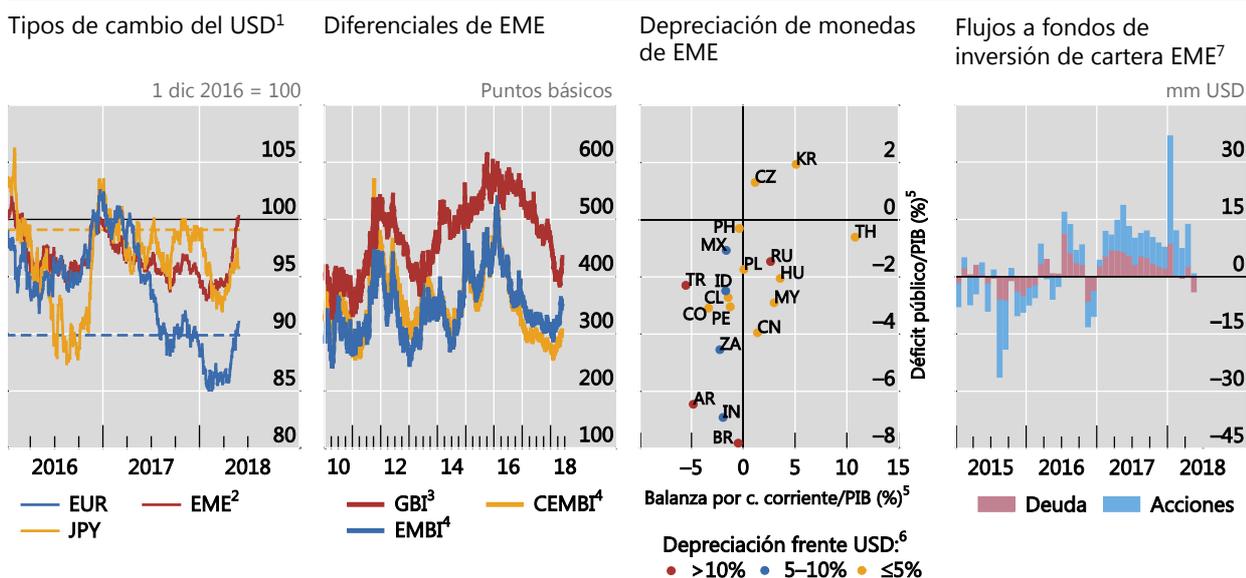
el crecimiento fuera cobrando fuerza, de forma que no sería necesario ajustar las políticas monetarias<sup>7</sup>.

Junto con los bajos rendimientos de los bonos, los indicadores más amplios de los mercados financieros pusieron de manifiesto que las condiciones financieras eran muy favorables. Según un índice sintético, dichas condiciones siguieron relajándose en Estados Unidos hasta finales de 2017 (Gráfico I.3, tercer panel) y, pese a un ligero endurecimiento posterior, se mantuvieron más laxas que durante la mayor parte del periodo precrisis. Tanto en Estados Unidos como en la zona del euro, los diferenciales de la deuda con grado de inversión y de alta rentabilidad continuaron estrechándose hasta finales de 2017 (Gráfico I.3, cuarto panel), acompañados de una subida de las cotizaciones bursátiles y una baja volatilidad en los mercados. Estas condiciones financieras tan favorables cambiaron en cierta medida en el primer trimestre de 2018, después de que un repunte de la volatilidad en los mercados bursátiles, asociado a la liquidación de fondos con valores vinculados a esta variable, se tradujera en una acusada caída de los precios de las acciones. Aunque este episodio puso de relieve la posibilidad de que se generen dinámicas de mercado perjudiciales (Capítulo III), fue una corrección saludable que quedó circunscrita principalmente a los mercados de renta variable<sup>8</sup>.

Hasta principios de 2018, la relajación de las condiciones financieras mundiales también había ido acompañada de una prolongada depreciación del dólar estadounidense (Gráfico I.4, primer panel). Entre diciembre de 2016 y marzo de 2018, el dólar perdió cerca del 8% de su valor en términos ponderados por el comercio

## Presión sobre las EME vulnerables por el fortalecimiento del dólar

Gráfico I.4



Las líneas discontinuas del primer panel indican el promedio de largo plazo para el JPY (enero 1987–mayo 2018) y el EUR (enero 1999–mayo 2018).

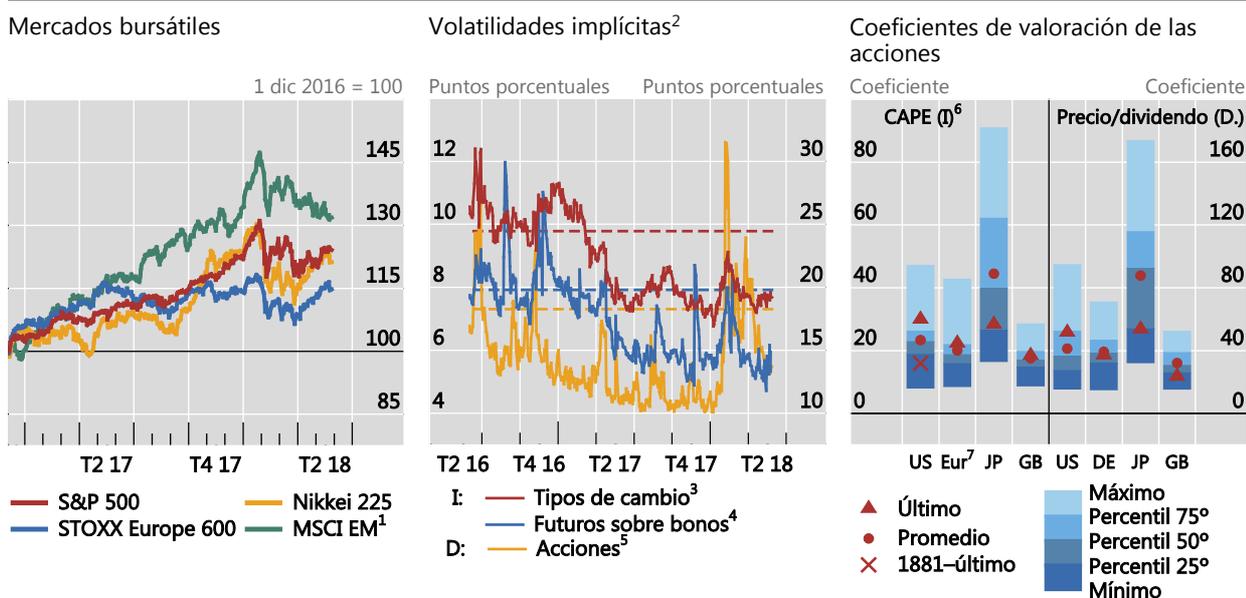
<sup>1</sup> Una subida indica una apreciación frente a la moneda correspondiente. <sup>2</sup> Media simple de AR, BR, CL, CN, CO, CZ, HK, HU, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PH, PL, RU, SA, SG, TH, TR y ZA. <sup>3</sup> Para el índice JPMorgan GBI-EM (denominado en moneda local), diferencial sobre títulos del Tesoro de EE UU a siete años. <sup>4</sup> Para los índices JPMorgan EMBI Global (denominado en USD) y CEMBI (denominado en USD), diferencial neto de garantías. <sup>5</sup> Datos de 2017. <sup>6</sup> Depreciación de la moneda local correspondiente frente al dólar estadounidense en el periodo 1 febrero–25 mayo de 2018; CZ, HU y PL ajustados por la depreciación del euro en el mismo periodo. <sup>7</sup> Sumas mensuales de datos semanales de las principales EME hasta el 23 de mayo de 2018. Los datos incluyen flujos netos de cartera (ajustados por variaciones de los tipos de cambio) hacia fondos especializados en EME concretas y hacia fondos de EME desagregados por país o región.

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

exterior, y más de la mitad de esta pérdida obedeció a un fortalecimiento del euro, del renminbi y del yen. Los factores que explican la depreciación no están claros. El endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos y la ampliación implícita con respecto a otras economías principales de los diferenciales de tasas de interés a corto plazo habrían sugerido una apreciación de la divisa. Sin embargo, no es inusual que el dólar se deprecie cuando se endurece la política monetaria. Así ocurrió en la mitad de los ciclos de endurecimiento anteriores, como en 2004–06, cuando el dólar perdió alrededor del 7% en términos ponderados por el comercio exterior. Esto sugiere la intervención de otros factores. En 2017, uno de ellos fue el inesperado fortalecimiento de la economía mundial en relación con la estadounidense, que pudo aumentar el apetito de los inversores por el riesgo de activos no estadounidenses, entre ellos, los valores de renta fija de EME, y adelantar al mismo tiempo el momento previsto (y posiblemente acelerar el ritmo esperado) para la retirada del estímulo de la política monetaria en otras importantes economías, especialmente en la zona del euro<sup>9</sup>. También puede haber influido la incertidumbre en torno a las políticas de la Administración estadounidense, sobre todo en el ámbito comercial, pero también fiscal.

Aunque se vieron respaldadas por una mejora del crecimiento económico, las condiciones financieras en las EME reflejaron en gran parte la depreciación del dólar. Se relajaron significativamente hasta los primeros meses de 2018, como indica la considerable caída de los diferenciales de los bonos en moneda local (más de 130 puntos básicos entre enero de 2017 y febrero de 2018) y de los bonos denominados en dólares (Gráfico I.4, segundo panel). En el primer trimestre de 2018, cuando el dólar invirtió su trayectoria y comenzó a apreciarse (Gráfico I.4, primer panel) y los rendimientos de la deuda estadounidense a largo plazo se elevaron, las condiciones se endurecieron considerablemente, ejerciendo presión sobre las monedas de las EME, especialmente las de países con posiciones fiscales o por cuenta corriente más débiles (Gráfico I.4, tercer panel). Las tensiones fueron graves en Argentina —que solicitó ayuda al FMI en mayo— y en Turquía. Tras mantenerse en terreno positivo durante un periodo de 16 meses (una duración sin precedentes), las entradas de inversiones de cartera se frenaron repentinamente y dieron un giro en mayo (Gráfico I.4, cuarto panel). Los diferenciales de la deuda denominada en dólares se ampliaron más, en promedio, que los de la deuda en moneda local (Gráfico I.4, segundo panel).

A la fecha de este Informe, resulta difícil saber cómo evolucionará el endurecimiento de las condiciones financieras en las distintas regiones. En las principales economías avanzadas, los diferenciales crediticios solo han experimentado un aumento moderado, mientras que los mercados de renta variable han reanudado su trayectoria al alza (Gráfico I.5, panel izquierdo). Las volatilidades implícitas también han remitido con rapidez, manteniéndose por debajo de los promedios históricos recientes (Gráfico I.5, panel central). Sin embargo, siguen preocupando las valoraciones excesivas, especialmente en Estados Unidos, donde la relación precio/beneficios ajustada por el ciclo ha superado el promedio registrado después de 1982 y casi duplica su promedio de largo plazo para el periodo 1881–2017 (Gráfico I.5, panel derecho)<sup>10</sup>. En la zona del euro, el diferencial de la deuda soberana italiana frente al *bund* alemán se amplió considerablemente en mayo, tras los acontecimientos políticos. Y en las EME, las condiciones han seguido deteriorándose y podrían empeorar si el dólar estadounidense continuara apreciándose.



<sup>1</sup> Índice MSCI Emerging Markets, en dólares estadounidenses. <sup>2</sup> Las líneas discontinuas representan medias simples del periodo enero 2010–mayo 2018. <sup>3</sup> Índice JPMorgan VXY Global, un índice ponderado por el volumen de contratación de la volatilidad implícita de las opciones *at-the-money* a tres meses sobre pares de divisas que contienen el dólar estadounidense. <sup>4</sup> Volatilidad implícita de las opciones *at-the-money* sobre contratos de futuros sobre bonos a largo plazo de DE, GB, JP y US; media ponderada por el PIB y los tipos de cambio PPA. <sup>5</sup> Volatilidad implícita de los índices S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 y Nikkei 225; media ponderada por capitalización bursátil. <sup>6</sup> Para el periodo diciembre 1981–abril 2018; para cada país/región, la relación precio/beneficios ajustada por el ciclo (CAPE) se calcula como el índice de cotizaciones bursátiles MSCI ajustado por la inflación (en moneda local) dividido por la media móvil de 10 años de los beneficios declarados ajustados por la inflación. <sup>7</sup> Economías europeas avanzadas incluidas en el índice MSCI Europe.

Fuentes: Base de datos Shiller, [www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie\\_data.xls](http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls); Barclays; Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

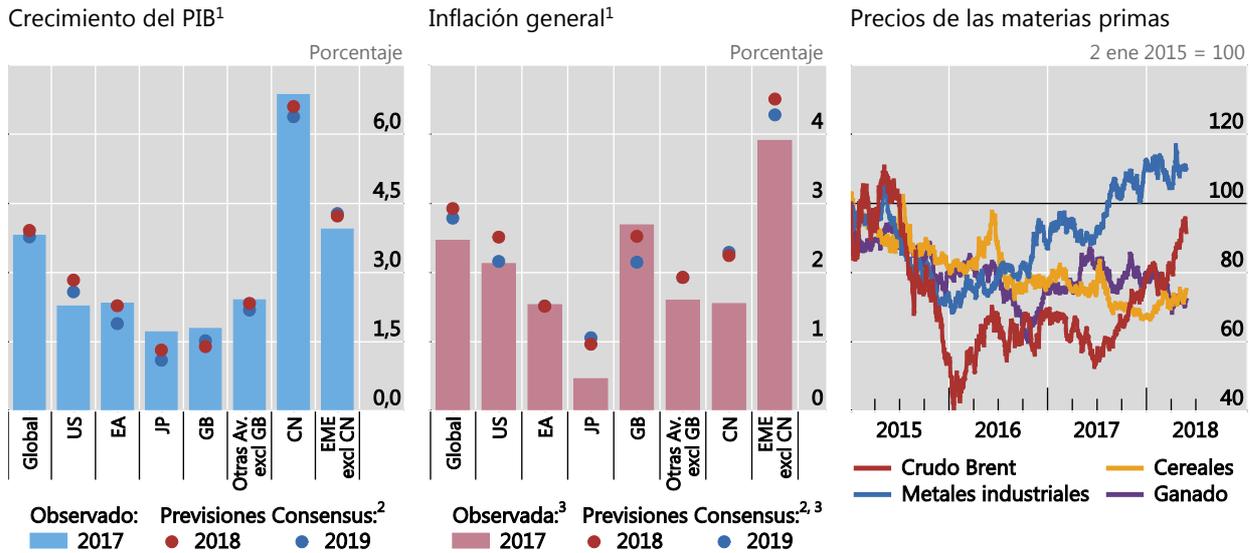
## Perspectivas a corto plazo

El inesperado buen comportamiento de la economía mundial a lo largo de los últimos 12 meses indujo a los analistas a revisar al alza en repetidas ocasiones las previsiones de crecimiento para 2018 y 2019 en la mayoría de los países. Este patrón se mantuvo hasta el primer trimestre del año en curso, cuando algunos indicadores señalaron una posible pérdida de dinamismo. Aunque desde entonces las expectativas de crecimiento se han revisado a la baja en varios países, las perspectivas para la economía mundial en su conjunto siguen siendo optimistas. Las previsiones de consenso apuntan actualmente a que el crecimiento económico mundial se elevará hasta el 3,9% en 2018, frente a una tasa estimada del 3,8% en 2017, para regresar al 3,8% en 2019 (Gráfico I.6, panel izquierdo).

El esperado aumento del crecimiento global esconde diferencias entre economías. En Estados Unidos, las previsiones han mejorado considerablemente desde el anuncio en diciembre de las reformas fiscales y del estímulo del gasto. En la actualidad, se espera que el PIB crezca un 2,8% en 2018 y un 2,6% en 2019, frente al 2,3% en 2017. En cambio, para la zona del euro las previsiones revisadas a la baja a principios de 2018 apuntan a que el PIB avanzará un 2,3% en 2018, el mismo ritmo que en 2017, y posteriormente se frenará hasta situarse en el 1,9% en 2019. En Japón se espera una ralentización del crecimiento desde el 1,7% en 2017 hasta el 1,3% en

## Favorables perspectivas de crecimiento y de inflación a corto plazo para la mayoría de los países

Gráfico I.6



<sup>1</sup> Los agregados son medias ponderadas por el PIB y los tipos de cambio PPA. <sup>2</sup> A mayo de 2018. <sup>3</sup> Basadas en una media de las variaciones interanuales mensuales del IPC, salvo para AR, BR, CL, CO, MX, PE y RU (variaciones de diciembre a diciembre).

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

2018 y el 1,1% en 2019. En otras economías avanzadas, las proyecciones indican que el crecimiento disminuirá también en los dos próximos años. Y en las EME, excluida China, las proyecciones señalan que el crecimiento se elevará hasta el 4,2% en 2018 y el 4,3% en 2019 (Gráfico I.6, panel izquierdo).

Estas proyecciones a corto plazo sitúan el crecimiento en la mayoría de países por encima de las estimaciones de su potencial a largo plazo, que son más bajas que antes de la crisis y es poco probable que recuperen plenamente su nivel, dados los problemas demográficos y otros obstáculos estructurales. Por ejemplo, según las proyecciones de consenso a largo plazo (a entre seis y 10 años vista), actualmente se estima que el crecimiento a largo plazo será del 2,1% en Estados Unidos —frente a una tasa superior al 3% antes de la crisis—, del 1,3% en la zona del euro —frente al 2% antes de la crisis— y del 0,7% en Japón —menos de la mitad de la estimación precrisis—. En las EME, dependiendo del país, las expectativas de crecimiento a largo plazo se han reducido entre un 20% y un 50% con respecto a los niveles registrados antes de la crisis.

Las perspectivas de inflación son acordes en general con las proyecciones de mayor crecimiento (Gráfico I.6, panel central). Se espera que la inflación general se eleve en la mayoría de los países, en parte como consecuencia de la reducción de la holgura del producto y el mercado laboral, y en parte debido al reciente aumento del precio del petróleo y de otras materias primas. En particular, las proyecciones de consenso apuntan a que la inflación general (IPC) se situará en Estados Unidos en el 2,5% en 2018 y el 2,2% en 2019, y en Japón cerca del 1% en 2018 y 2019. En cambio, se espera que la inflación de la zona del euro permanezca sin variación en torno al 1,5% tanto en 2018 como en 2019, aunque con diferencias significativas entre países. En línea con el repunte de las expectativas de inflación a corto plazo, los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo basados en el mercado también se han movido al alza durante los últimos 12 meses, tanto en Estados Unidos

como en la zona del euro; además, las previsiones de consenso sobre la inflación a entre seis y 10 años vista se han mantenido notablemente estables. El encarecimiento del petróleo y de los metales industriales el pasado año debería contribuir a la subida prevista de la inflación general en los próximos meses (Gráfico I.6, panel derecho).

A corto plazo, algunos factores de refuerzo mutuo deberían ayudar a favorecer la expansión económica mundial. En primer lugar, a escala global, las bajas tasas de desempleo, el leve repunte del crecimiento de los salarios y las estimaciones de limitadas subidas de la inflación deberían sostener el gasto de los hogares. Segundo, los indicadores de confianza empresarial, que se sitúan por encima del promedio, y el mantenimiento de unas condiciones financieras muy acomodaticias deberían respaldar la inversión en capital fijo. Es probable que la reciente reforma del sistema tributario en Estados Unidos confiera un impulso adicional al gasto en inversión, especialmente a corto plazo. En tercer lugar, gracias a las reformas financieras acometidas tras la GCF, los sistemas bancarios están en general mejor capitalizados y son más resilientes (Capítulo III). Cuarto, durante los dos próximos años, la política fiscal debería pasar a ser fuertemente procíclica en Estados Unidos y moderadamente expansiva en Alemania, mientras que en otras economías sería prácticamente neutra.

Al mismo tiempo, más allá del corto plazo, el intenso dinamismo previsto en una fase avanzada de la expansión, combinado con leves presiones inflacionistas, resulta bastante inusual en términos históricos (Recuadro I.A). Como se ha mencionado anteriormente, es posible que la holgura económica sea mayor de lo que señalan los indicadores convencionales. Además, en la medida en que la actual inversión incremente la productividad, aunque con un retardo, puede existir margen para que la economía continúe creciendo a tasas superiores al promedio más allá del corto plazo. No obstante, surgen interrogantes sobre la sostenibilidad de la expansión actual. La fuerte inversión y el gasto público podrían generar, en algún momento, limitaciones de capacidad en la economía, lo que podría traducirse en presiones inflacionistas más intensas de las observadas hasta el momento. Incluso sin dichas presiones, puede resultar cada vez más complicado para las empresas encontrar recursos de calidad y cumplir las expectativas de beneficios.

En el largo plazo, la única forma de asegurar un crecimiento más elevado, sostenible y no inflacionista es acometiendo reformas estructurales. Como se examina con más detalle en Informes Anuales anteriores<sup>11</sup>, aunque las medidas necesarias son distintas dependiendo de las características específicas de cada país, comparten algunos aspectos comunes. Su denominador común es la promoción de la actividad emprendedora y de la rápida adopción de la innovación, la limitación del comportamiento que solo busca rentas y el fomento de la reasignación flexible de todos los factores de producción. Es de lamentar que el ritmo de las reformas estructurales, pese a acelerarse inmediatamente después de la GCF, sobre todo en los países más afectados, se haya ralentizado de forma significativa desde entonces y actualmente se encuentre en su nivel más bajo desde 2011<sup>12</sup>. Sin duda, el incentivo para llevar a cabo reformas políticamente difíciles disminuye en épocas de bonanza, cuando puede parecer que son menos acuciantes. Pero es entonces precisamente cuando resulta más fácil soportar los costes de los ajustes a corto plazo.

Para que el crecimiento sea más sostenible, también es necesario volver a crear margen para la política anticíclica, que se ha estrechado considerablemente con respecto al periodo precrisis. Para ello se precisa trabajar en varios frentes.

El primero, en los países en los que se acumulan vulnerabilidades financieras (véase más adelante), las medidas macroprudenciales pueden ser de gran utilidad para reconstruir los colchones de protección y frenar los excesos financieros

(Capítulo IV). No cabe duda de que, en muchos países, los grandes esfuerzos para implementar marcos macroprudenciales han constituido un complemento fundamental de las reformas financieras encaminadas a reforzar las instituciones individualmente y las infraestructuras principales (Capítulo III). Las medidas están especialmente diseñadas para abordar vulnerabilidades específicas, por ejemplo, en el mercado hipotecario, y pueden mejorar considerablemente las soluciones de compromiso que han de adoptar las autoridades cuando articulan una respuesta equilibrada a los retos macrofinancieros que tienen que afrontar. Al mismo tiempo, no siempre atacan la raíz de los problemas y, hasta ahora, han resultado ser más eficaces para reforzar la resiliencia que para lograr impedir, por sí solas, la acumulación de desequilibrios financieros (Capítulo IV).

En segundo lugar, es necesario preservar o reconstruir el espacio fiscal, aunque teniendo en cuenta las circunstancias particulares de cada país. La deuda pública ha crecido hasta nuevos máximos desde la II Guerra Mundial, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. En un contexto de caída de las tasas de crecimiento potencial a largo plazo, es probable que estos mayores niveles de deuda hayan reducido el espacio fiscal. La necesidad de crear este espacio es especialmente importante en economías donde se ha puesto en tela de juicio la solvencia fiscal, como en la zona del euro durante la crisis de la deuda, y aquellas donde las expansiones financieras pueden estar ocultando la verdadera situación de las finanzas públicas, sobre todo cuando los ingresos tributarios son temporalmente elevados. Independientemente de la necesidad de margen fiscal para la macroeconomía en general, unas finanzas públicas saneadas también son un respaldo fundamental para el sistema financiero<sup>13</sup>.

Por último, la normalización de la política monetaria también es esencial. Crearía margen para la política anticíclica cuando sea necesaria en el futuro, ayudaría a mitigar el riesgo de que surjan vulnerabilidades financieras y contribuiría a reducir la acumulación de deuda. Ahora bien, como se analiza en el Capítulo II, teniendo en cuenta el punto de partida sin precedentes, con elevados niveles de deuda e inflación persistentemente baja en numerosas jurisdicciones, el camino que tiene por delante la política monetaria es estrecho y exige lograr un delicado equilibrio entre consideraciones antagónicas, prestando atención al mismo tiempo a las condiciones de cada país.

## Los riesgos de cara al futuro

Con el trasfondo de perspectivas favorables a corto plazo, ¿qué riesgos puede haber en el horizonte? Para entenderlos mejor, es fundamental fijarse en los factores financieros, cuya influencia en las fluctuaciones de los ciclos económicos ha ido creciendo al menos desde la década de 1980 (Recuadro I.B). La GCF es justamente el ejemplo más reciente y destacado. Además, como las condiciones financieras han sido tan relajadas durante un periodo tan largo, no puede descartarse la posibilidad de que den un giro con consecuencias macroeconómicas, tal como ilustra el reciente episodio de inestabilidad en las EME.

En realidad, el detonante para la materialización de los riesgos no tiene que ser necesariamente financiero. Hoy en día sería especialmente preocupante una escalada de las tensiones comerciales, que afectaría negativamente a la confianza empresarial y la inversión. Si se percibiera que esta escalada supone una amenaza para el actual sistema comercial multilateral, el impacto podría ser muy significativo. Otros

detonantes podrían ser una subida inesperada de la inflación, o la vuelta de la preocupación por la sostenibilidad fiscal, sobre todo en las economías con lento crecimiento y alta deuda. Los acontecimientos políticos pueden generar tensiones en algunos países. Y es posible que el gasto simplemente caiga si la rentabilidad empresarial es peor de lo esperado. Incluso aunque no actúen como detonantes, los factores financieros probablemente amplifiquen con fuerza dichas tensiones.

Para analizar más detalladamente estas cuestiones, después de examinar los riesgos de fondo que podrían surgir de la situación de los ciclos financieros en todo el mundo, nos centramos en dos escenarios de riesgo específicos: una descompresión repentina de los rendimientos de los bonos («*snapback*»), provocada por una evolución imprevista de la inflación en las principales economías, y una acusada corrección del apetito por el riesgo no relacionada con lo anterior. Después pasamos a la cuestión de la evolución de los riesgos a más largo plazo, si la expansión no inflacionista se prolongara y favoreciera, dadas las tasas de interés históricamente bajas, la acumulación de desequilibrios financieros y de deuda, tanto pública como privada. Todas estas cuestiones son especialmente acuciantes puesto que el margen de maniobra de las políticas es más limitado.

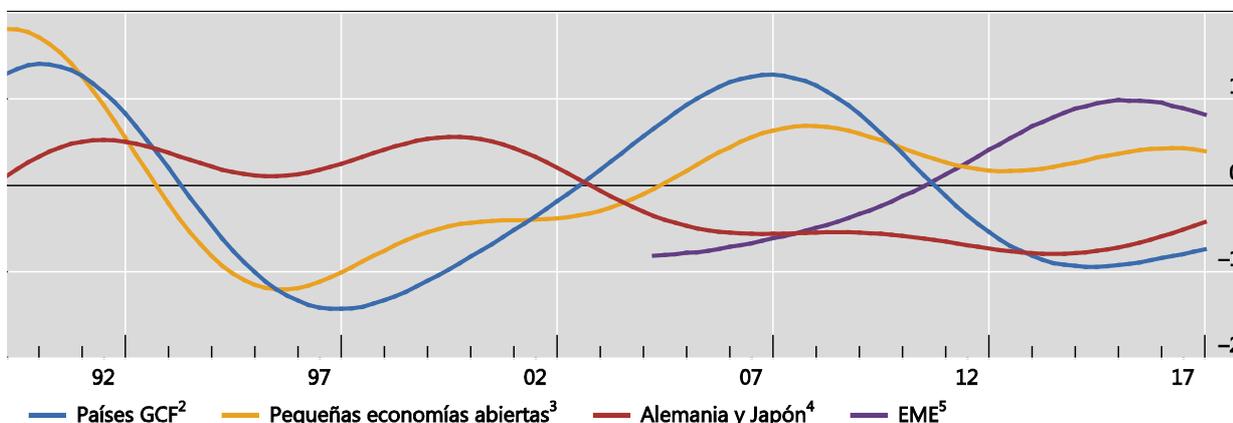
### ¿Cómo han transcurrido los ciclos financieros hasta ahora?

La expresión «ciclo financiero» suele referirse a las interacciones de refuerzo mutuo entre percepciones de valor y riesgo, toma de riesgos y restricciones de financiación que pueden acentuar las fluctuaciones del ciclo económico y se reflejan en el comportamiento conjunto del crédito y de los precios de los activos (Recuadro I.B). Los trabajos empíricos indican que la mejor forma de captar los ciclos financieros que plantean más riesgo para la actividad económica es combinar, específicamente, la información procedente de las oscilaciones a medio plazo del crédito y de los precios inmobiliarios, aunque lógicamente las cotizaciones bursátiles también influyen. El Gráfico I.7 ilustra la situación del ciclo financiero mediante la agregación de diferentes

#### Respaldo del ciclo financiero al crecimiento en las economías avanzadas<sup>1</sup>

Desviación estándar

Gráfico I.7



<sup>1</sup> Los ciclos financieros se miden mediante filtros de frecuencia (paso de banda) que recogen ciclos a medio plazo del crédito real, el cociente crédito/PIB y los precios reales de la vivienda. Los ciclos financieros se normalizan mediante las medias y las desviaciones típicas de cada país antes de tomar las medias simples para los grupos de países. <sup>2</sup> ES, FR, GB, IT y US. <sup>3</sup> AU, CA, CH, FI, NO y SE. <sup>4</sup> Alemania y Japón se agregan juntos por la asincronía de sus respectivos ciclos con los de otras EA. <sup>5</sup> BR, CL, CO, HK, ID, KR, MX, MY, PE, SG y TH.

Fuentes: Datos nacionales; BPI; cálculos del BPI.

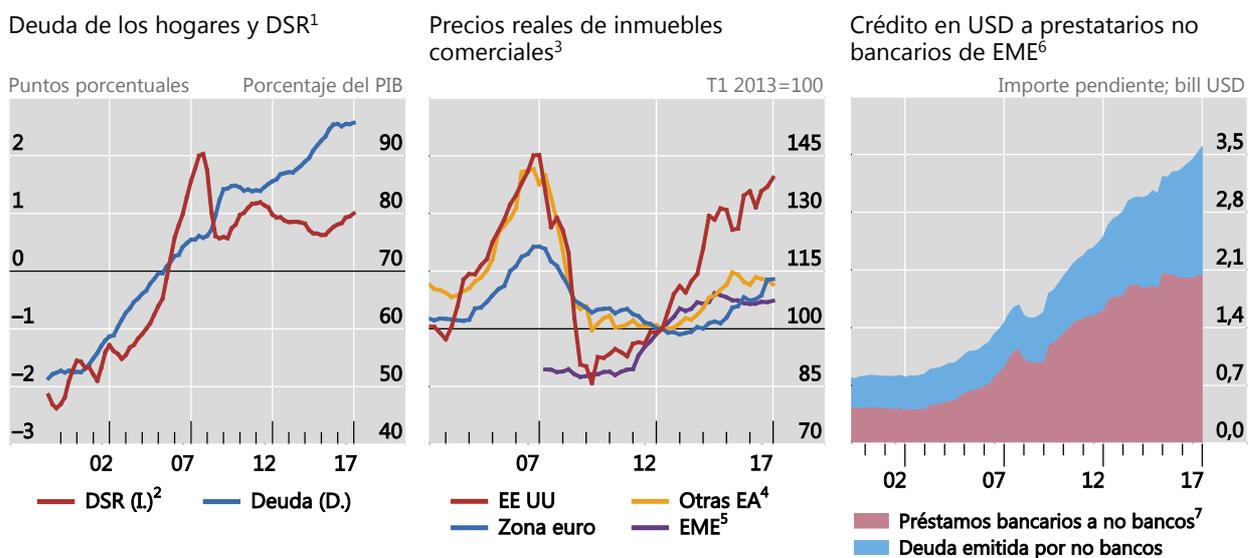
países que se encuentran en fases bastante similares, utilizando una medida simple que combina la información pertinente (para más información, véase el Recuadro I.B).

El gráfico indica que, en las principales economías avanzadas, los ciclos financieros se encuentran en una fase relativamente temprana de la expansión. Este conjunto de países incluye algunos de los que estuvieron en el epicentro de la GCF y cuyos sectores privados se han desapalancado en cierta medida desde entonces. En concreto, al menos a nivel agregado, no se observa ningún auge preocupante en Estados Unidos y el Reino Unido. El motivo es que, aunque los precios inmobiliarios se han recuperado con vigor desde los mínimos alcanzados tras la crisis, el cociente crédito/PIB se mantiene muy por debajo de los máximos registrados previamente (no se muestran). Del mismo modo, en algunas importantes economías avanzadas menos azotadas por la GCF, como Alemania y Japón, el ciclo financiero también se encuentra en fase alcista. Esto indica que, a corto plazo, los ciclos no frenarán la actividad económica y podrían seguir respaldándola.

En cambio, en varias pequeñas economías avanzadas abiertas que evitaron la crisis, las fuertes expansiones del ciclo financiero parecen estar llegando a su fin. Tras un periodo de rápido aumento, el avance del crédito a las empresas y a los hogares se ha desacelerado desde 2016, al tiempo que el crecimiento de los precios inmobiliarios se ha ralentizado o ha pasado a ser negativo. Sin embargo, el crédito a los hogares en relación con el PIB se mantiene en máximos históricos en Australia, Canadá y algunos países nórdicos (Gráfico I.8, panel izquierdo). Para mitigar estas vulnerabilidades, las autoridades nacionales han exhortado a los bancos a endurecer sus criterios de concesión de préstamos o han adoptado medidas macroprudenciales (Capítulo IV).

## Áreas de vulnerabilidad: inmuebles comerciales, deuda de los hogares y deuda en dólares de las EME

Gráfico I.8



<sup>1</sup> Medias simples de AU, CA, FI, NO y SE. <sup>2</sup> Diferencia media del coeficiente de servicio de la deuda (DSR) con respecto a los promedios de cada país desde 1999. <sup>3</sup> Las definiciones varían entre países; deflactados por el IPC; datos ampliados con los precios de la vivienda si las series terminan antes de finales de 2017. Los agregados son medias ponderadas por el PIB y los tipos de cambio PPA. <sup>4</sup> AU, CA, CH, GB y JP. <sup>5</sup> BR, HK, ID, KR, PH y SG. <sup>6</sup> Las entidades no bancarias engloban entidades financieras no bancarias, sociedades no financieras, gobiernos, hogares y organismos internacionales. <sup>7</sup> Los préstamos de los bancos que participan en las estadísticas bancarias territoriales (LBS) a prestatarios no bancarios, incluidas entidades financieras no bancarias, engloban préstamos transfronterizos y préstamos locales.

Fuentes: Bloomberg; datos nacionales; indicadores de liquidez mundial y estadísticas bancarias territoriales (LBS) del BPI; BPI; cálculos del BPI.

En algunas EME, parece que el ciclo financiero ya ha cambiado<sup>14</sup>. En 2017, el crédito y los precios inmobiliarios crecieron a un ritmo mucho más lento que su promedio desde 2010, y en varios casos incluso se contrajeron. China es un buen ejemplo, pues tras un avance muy rápido, su cociente crédito total/PIB alcanzó un máximo a principios de 2017. En particular, el crédito al sector empresarial registró una acusada caída, ya que las autoridades intensificaron las medidas para fomentar el desapalancamiento y reducir los riesgos para la estabilidad financiera.

Las medidas agregadas del ciclo financiero pueden ayudar a identificar si factores financieros de desarrollo lento están respaldando o deprimiendo el crecimiento, así como a detectar los riesgos de cara al futuro. Sin embargo, solo son un primer paso del análisis de las vulnerabilidades financieras. En varias economías avanzadas, incluidas aquellas en las que el ciclo financiero sigue en fase expansiva, han aflorado bolsas de fragilidad financiera.

Un ejemplo al caso es el continuo deterioro de los balances de las sociedades no financieras en Estados Unidos, el Reino Unido y, en menor medida, Francia y otros países europeos. El deterioro se manifiesta en el aumento continuado del apalancamiento, la significativa caída de los coeficientes de cobertura de intereses y la menor proporción de empresas con calificación A o superior. En Estados Unidos, en particular, el apalancamiento de las empresas se sitúa actualmente en su nivel más alto desde que comenzó el milenio y cercano al registrado tras el auge de las adquisiciones apalancadas de finales de la década de 1980, incluso teniendo en cuenta sus cuantiosos saldos de efectivo<sup>15</sup>. Y la gran proporción de empresas que solo tienen calificación de grado de inversión (BBB) es especialmente vulnerable a una rebaja por debajo del grado de inversión.

Otra posible área de crecientes vulnerabilidades está relacionada con los inmuebles comerciales, cuyos precios reales se han elevado significativamente en las economías avanzadas. En Estados Unidos, concretamente, rondan los máximos precrisis (Gráfico I.8, panel central). Asimismo, casi el 50% de las exposiciones inmobiliarias de los bancos son a inmuebles comerciales, frente al 40% de hace cinco años. Los valores en este sector parecen especialmente vulnerables a un incremento de los rendimientos a largo plazo. Algunos estudios indican que, en Estados Unidos, un aumento de 200 puntos básicos en los rendimientos a largo plazo generaría una caída de más del 25% en los precios de los inmuebles comerciales<sup>16</sup>.

Un tercer ejemplo se refiere al endeudamiento de las EME en moneda extranjera. En estas economías, la expansión del ciclo financiero después de la crisis fue acompañada de un rápido crecimiento del endeudamiento en dólares estadounidenses por parte de entidades no bancarias, y este patrón continuó a lo largo de 2017. Según los indicadores de liquidez mundial del BPI, el volumen pendiente de crédito denominado en dólares estadounidenses a prestatarios no bancarios de las EME prácticamente se ha duplicado desde 2008 y en la actualidad asciende a 3,6 billones de dólares. Con el debilitamiento del dólar en 2017, la tasa de crecimiento anual de este tipo de crédito casi se triplicó, pasando del 3,1% a finales de 2016 al 8% a finales de diciembre de 2017. El avance fue especialmente pronunciado en el caso de los títulos de deuda internacionales, que crecieron a una tasa anual del 17% en diciembre de 2017 (Gráfico I.8, panel derecho). Además, las estimaciones indican que el endeudamiento mediante *swaps* de divisas, que no está cubierto por estas estadísticas, fue de una magnitud similar a la que reflejaban los balances<sup>17</sup>.

Estas tendencias significan que las EME están ahora más expuestas a una apreciación del dólar y a un giro en el apetito por el riesgo de los inversores

internacionales, como han confirmado los acontecimientos recientes. Asimismo, cada vez hay más evidencia que indica que, después de la crisis, el valor del dólar estadounidense frente a una amplia cesta de otras divisas se ha convertido en un importante factor determinante —más que el VIX— del apalancamiento de los bancos internacionales y de los flujos de capital transfronterizos (Capítulo II)<sup>18</sup>. Por su parte, la mayor participación de los inversores extranjeros en los mercados de deuda en moneda local en comparación con el periodo anterior a la crisis podría no actuar necesariamente como factor estabilizador, ya que puede exponer a las EME a un riesgo más elevado de fuga de capitales.

En las EME, varios factores han reducido los riesgos en comparación con episodios anteriores de endeudamiento masivo en moneda extranjera, pero no los han eliminado por completo. Entre los factores mitigadores más importantes se incluyen la gran acumulación de reservas de divisas por parte de los bancos centrales de las EME y, en comparación con las turbulencias de los años 90, unos regímenes de tipo de cambio más flexibles. La aplicación activa de medidas macroprudenciales también debería contribuir (Capítulo IV). Además, estas economías no son inmunes a un endurecimiento más general de las condiciones financieras si el dólar siguiera revalorizándose (véase más adelante y Capítulo II) y cambiara significativamente la diversificación de las carteras de los inversores institucionales.

### Riesgo de *snapback*

Hasta el momento, la inflación no ha respondido prácticamente al continuo tensionamiento de los mercados de productos y de trabajo, pero, en algún momento, podrían intensificarse las presiones y la inflación podría subir inesperadamente. Por ejemplo, cuanto más se prolongue la expansión, más probable será que se hagan sentir las limitaciones de capacidad, sobre todo si, como se prevé, la capacidad ociosa sigue disminuyendo a nivel mundial, ya que esto limitaría las válvulas de seguridad de que dispone cada país y, posiblemente, generaría presiones adicionales sobre los precios de las materias primas. Además, si, como sugieren algunas evidencias, las expectativas de los trabajadores y de las empresas han adquirido un enfoque más retrospectivo desde la GCF, puede que el lapso de tiempo antes de que aflore la inflación sea simplemente más largo<sup>19</sup>.

Sin duda, aunque no pueden descartarse sorpresas inflacionistas, es poco probable que sean importantes. Las fuerzas estructurales seculares que mantienen a raya la inflación no desaparecerán en un futuro cercano (véase anteriormente). La creciente relevancia del petróleo de esquisto, dada su mayor sensibilidad a los precios, junto con la menor dependencia del petróleo que tienen las economías avanzadas en comparación con el pasado, debería amortiguar los repuntes de inflación vinculados a acusadas subidas de los precios del crudo y reducir su duración<sup>20</sup>. Aunque una escalada de las medidas proteccionistas podría invertir fácilmente parte de estas tendencias, tardaría en generar un impacto persistente en la inflación.

No obstante, incluso pequeñas variaciones en las perspectivas de inflación (o en la respuesta de la política monetaria) podrían provocar una respuesta desmesurada de los mercados. Las primas por plazo tan comprimidas (incluso negativas) apuntan a la posibilidad de una descompresión brusca y acusada —«*snapback*»—, como se observó durante el episodio de turbulencias en los mercados a principios de febrero de 2018. Claramente, los participantes en los mercados perciben que la baja inflación se prolongará en el futuro, y es posible que hayan asumido también riesgos

considerables debido a determinadas estrategias de inversión, como ceñirse a índices de referencia y otras formas de comportamiento gregario, que pueden amplificar los movimientos del mercado. Por motivos similares, puede que los riesgos de crédito y de liquidez también estén infravalorados. Esta infravaloración puede ser más pronunciada en sectores y países en los que los niveles de deuda y los flujos de crédito han crecido con vigor después de la crisis, como en las EME.

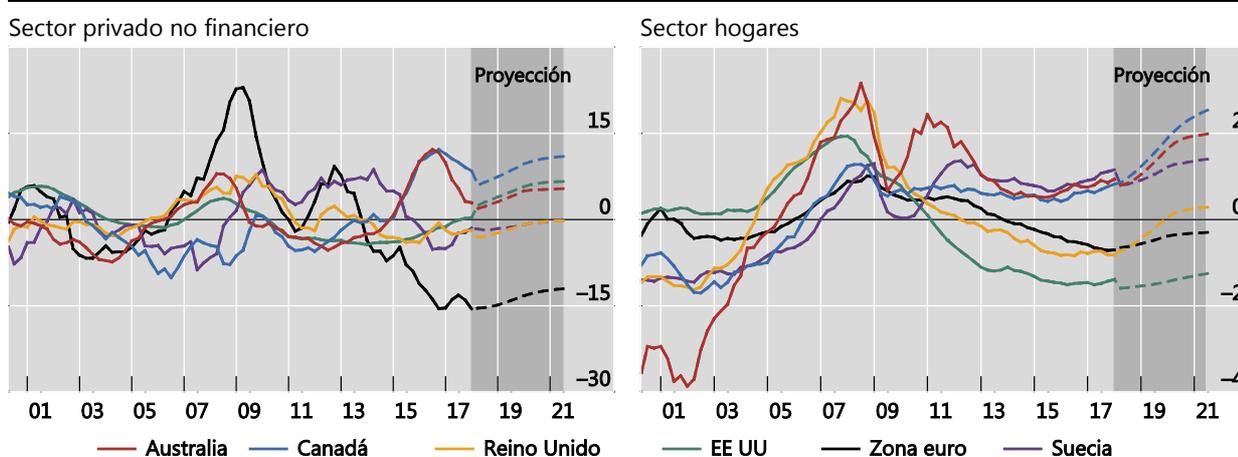
Un *snapback* podría transmitirse rápidamente a otros importantes mercados de renta fija, especialmente si se produjera en el mercado de la principal moneda internacional (el dólar estadounidense). Por una parte, las primas por plazo suelen estar bastante correlacionadas internacionalmente, aun cuando no lo esté el componente de la tasa de interés esperada de los rendimientos de los bonos<sup>21</sup>. Ello podría generar un aumento indeseado de la pendiente de las curvas de rendimientos, incluso en países en los que el producto sigue en su nivel potencial o por debajo de este y la inflación permanece muy por debajo de los objetivos. Además, el incremento de los rendimientos podría verse agravado por la apreciación del dólar y salidas de capitales de países con un volumen significativo de pasivos denominados en esta divisa.

Los efectos de una descompresión repentina de los rendimientos de los bonos sobre cada país dependerían de varios factores. Uno de ellos es el tamaño de la deuda y los desequilibrios financieros. Los sectores y países más expuestos a estos riesgos son sin duda aquellos con una elevada deuda en relación con los ingresos o con importantes necesidades de refinanciación a corto plazo. Entre estos se encuentran varias pequeñas economías abiertas y, en particular, las EME en las que el ciclo financiero ha alcanzado su pico (Gráfico I.7), la deuda en dólares es alta, los déficits por cuenta corriente son abultados y las reservas de divisas escasas. Esta valoración se confirma con un simple análisis de sensibilidad (Gráfico I.9). En algunas economías avanzadas abiertas de pequeño tamaño que han registrado los mayores aumentos

### Distinta vulnerabilidad de los coeficientes de servicio de la deuda a la subida de tasas en función del país<sup>1</sup>

En puntos porcentuales

Gráfico I.9



<sup>1</sup> Diferencia de los coeficientes de servicio de la deuda con respecto a los promedios de cada país desde 1999. Las proyecciones mantienen fijo el cociente de crédito sobre ingresos y suponen que la tasa de interés media del volumen de deuda aumenta de forma acorde con la experiencia histórica si las tasas del mercado monetario a corto plazo suben gradualmente 150 puntos básicos a lo largo de un año y medio y después permanecen sin variación hasta T2 2021. La transmisión de las tasas del mercado monetario a las tasas de interés medias se basa en regresiones simples utilizando los datos más recientes disponibles para cada país hasta 2017. Las proyecciones comienzan en T1 2018.

Fuentes: Datastream; Global Financial Data; datos nacionales; BPI; cálculos del BPI.

de los niveles de deuda tras la crisis, una subida de las tasas de interés elevaría la carga del servicio de la deuda muy por encima de sus promedios de largo plazo, frenando así el consumo y la inversión (Recuadro I.B). El segundo factor es la medida en la que los prestamistas podrían absorber las pérdidas crediticias. En la mayoría de los países, los bancos están por lo general mejor capitalizados que antes de la GCF, especialmente en aquellos que se vieron más afectados por ella (Capítulo III). Sin embargo, después de la crisis, las entidades no bancarias, especialmente el sistema bancario en la sombra, han intermediado una proporción mayor del crédito<sup>22</sup>. El tercer factor es la participación de inversores extranjeros en mercados locales, dado que el sector de gestión de activos ha crecido con rapidez en los últimos años y sus inversiones han adquirido un carácter más global. La consecuencia es que los mercados son más vulnerables a una reversión de los flujos y una evaporación de la liquidez en épocas de tensión (Capítulo III). Aunque es difícil valorar estos riesgos, una combinación de estos factores dejaría a cualquier país en situación de especial vulnerabilidad.

### Corrección del apetito por el riesgo

Puede producirse un endurecimiento abrupto y generalizado de las condiciones financieras aun cuando no haya sorpresas por parte de la inflación o la política monetaria en las grandes economías con monedas internacionales. En algunas EME el endurecimiento podría ir inducido, por ejemplo, por la contracción de los ciclos financieros nacionales, ante las señales de que puedan haber cambiado de signo (Gráfico I.7). En las economías avanzadas, puede volver la preocupación por la sostenibilidad fiscal, especialmente en los países con un alto nivel de deuda y lento crecimiento o que afrontan circunstancias políticamente difíciles. Con carácter más general, incluso en ausencia de presiones inflacionistas, las oscilaciones de la inversión empresarial o residencial en función del clima de confianza podrían iniciar una contracción, especialmente si los beneficios decepcionaran y pusieran en tela de juicio las elevadas valoraciones de las acciones<sup>23</sup>.

Un fuerte endurecimiento de las condiciones financieras podría tener un efecto algo distinto que una descompresión repentina de los rendimientos de los bonos en las principales economías avanzadas. En particular, a medida que los inversores internacionales se retiraran de los países afectados, los mayores flujos de capitales hacia países refugio podrían reducir fácilmente las primas por plazo en estos.

Pese a los efectos positivos de los flujos hacia países refugio, el crecimiento en los países receptores podría verse afectado más negativamente que en el pasado incluso si la perturbación se originara en las EME. Estas últimas representan actualmente el 60% del PIB mundial y han aportado más de dos tercios de su crecimiento desde 2010. En diversos escenarios adversos que afectan al crecimiento de las EME, las simulaciones basadas en modelos indican que la expansión de las principales economías podría reducirse en hasta 1 punto porcentual, una estimación posiblemente conservadora<sup>24</sup>. Dada la menor tasa actual de crecimiento potencial de varias economías avanzadas, el riesgo de desaceleración podría ser relevante si la contracción original fuera lo suficientemente importante.

## Riesgos procedentes de la mayor acumulación de desequilibrios financieros y de deuda

Aun cuando se materialice un escenario de aterrizaje suave en la economía mundial en el corto y medio plazo, los riesgos de desaceleración podrían incrementarse a más largo plazo. En concreto, una expansión no inflacionista, combinada con bajas tasas de interés, probablemente propiciaría una nueva acumulación gradual de desequilibrios financieros y de deuda en general, creando las condiciones propicias para una contracción más costosa más adelante<sup>25</sup>. Además de la acumulación de deuda del sector privado, las políticas fiscales procíclicas, favorecidas por los bajos costes de endeudamiento actuales, podrían dar lugar a un aumento adicional de la deuda pública, especialmente si, como indica la evidencia, la expansión financiera ha mejorado las cuentas públicas<sup>26</sup>. Aunque las políticas fiscales expansivas favorecen el crecimiento a corto plazo, podrían forzar un retroceso en el futuro y limitar más el margen de maniobra de las políticas. De hecho, cada vez son más numerosos los estudios que documentan que el aumento del apalancamiento, tanto en el sector público como en el privado, puede impulsar el crecimiento a corto plazo, pero a costa de un menor crecimiento medio, o incluso recesiones más profundas y duraderas, en el futuro<sup>27</sup>.

Desde una perspectiva de largo plazo, la acumulación continua de deuda es preocupante como mínimo por dos razones. La primera es que, cuanto más elevada es la deuda, más sensibles son la economía y las valoraciones financieras a un incremento de las tasas de interés, reduciendo el nivel de dichas tasas que la economía puede soportar. Esto, a su vez, dificulta su subida, lo que favorece la acumulación de deuda —una especie de «trampa de la deuda» (Capítulo II)—. La segunda es que un alto nivel de deuda —pública y privada— estrecha el margen de maniobra para que las políticas puedan hacer frente a una desaceleración económica.

Este amplio análisis de los riesgos financieros y reales transmite un mensaje claro. Aunque la economía mundial ha avanzado considerablemente después de la crisis y las perspectivas a corto plazo son favorables, el camino por delante es estrecho. Los riesgos ponen de manifiesto la importancia de aprovechar la actual fase alcista a fin de implementar las medidas necesarias para dotar a la expansión de bases más sólidas y reconstruir el espacio de las políticas económicas. Este espacio es esencial para recuperar el margen de maniobra de las políticas que permita afrontar la siguiente desaceleración, que sin duda llegará en algún momento.

## Evidencia de un impulso inusual en la fase tardía del ciclo económico desde una perspectiva histórica

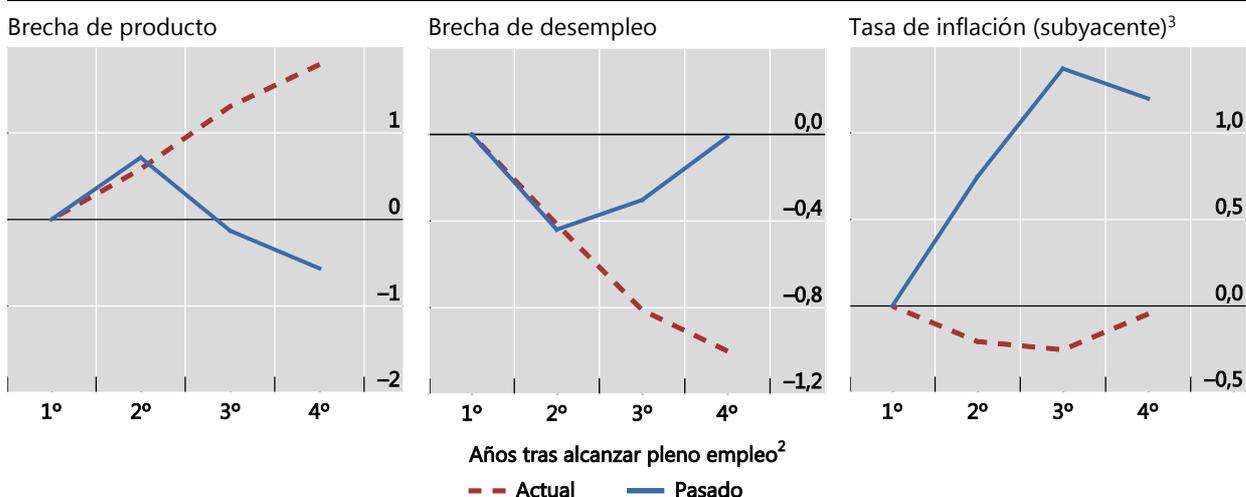
El crecimiento económico mundial se ha ampliado y reforzado a lo largo del último ejercicio. Este recuadro compara la evolución económica reciente y pasada y determina que el actual impulso de la recuperación es inusualmente fuerte para una fase tan tardía del ciclo.

Desde el año pasado, ha aumentado la confianza en que el producto y las tasas de desempleo superen con creces los niveles convencionales de producto potencial y pleno empleo. El Gráfico I.A.1 señala estas evoluciones en Estados Unidos, Japón, Reino Unido y la zona del euro. En relación con los promedios de ciclos anteriores (líneas azules), se prevé que estas economías muestren mucho más ímpetu y superen dichos umbrales holgadamente en los próximos años (líneas rojas).

### La recuperación muestra más ímpetu en esta fase tardía del ciclo que en el pasado<sup>1</sup>

En puntos porcentuales

Gráfico I.A.1



<sup>1</sup> Los ciclos anteriores abarcan el periodo 1960–2008 para EA, GB, JP y US. El ciclo actual abarca 2009–19 solo para GB, JP y US (proyecciones de OCDE para 2017–19). Medias ponderadas por el PIB y los tipos de cambio PPA actuales. Para la zona del euro (EA) antes de 1990, medias ponderadas por el PIB y los tipos de cambio PPA de DE, FR e IT. <sup>2</sup> Medidas de la desviación de cada serie con respecto a su evolución el primer año. El eje de abscisas comienza el primer año en el que la tasa de desempleo de cada economía cayó por debajo de la tasa NAIRU. Para «Actual», el primer año es 2015 para GB, 2014 para JP y 2016 para US. Las líneas discontinuas incluyen las proyecciones. <sup>3</sup> Para JP, los datos comienzan en 1971 y se ajustan por el efecto del incremento de impuesto al consumo en 2014.

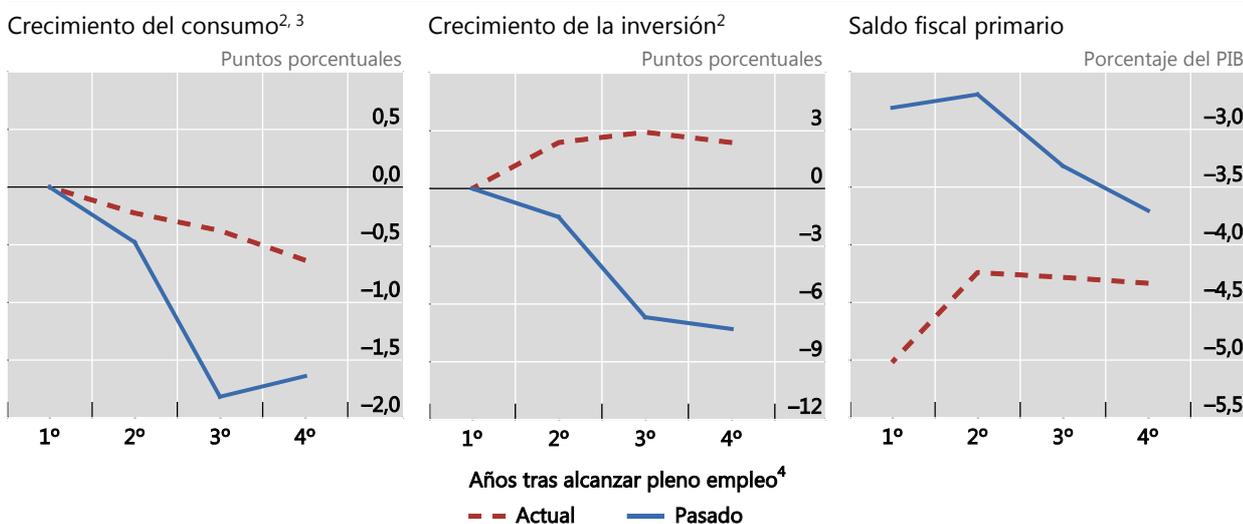
Fuentes: Banco de Japón; FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE, *Economic Outlook 102 y Main Economic Indicators*; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

Dos factores clave de este impulso en la fase tardía del ciclo son la inversión y el gasto público. El Gráfico I.A.2 presenta los principales componentes de la demanda interna en las economías citadas. Al tiempo que el crecimiento del consumo supera la media de los ciclos anteriores, tanto la inversión como el gasto público se muestran extraordinariamente fuertes. Este repunte de la inversión a finales del ciclo refleja una recuperación tardía tras una actividad un tanto anémica durante la mayor parte del periodo poscrisis. La depreciación del *stock* de capital, la mayor utilización de la capacidad productiva y la necesidad de adoptar nuevas tecnologías continúan favoreciendo este tramo del repunte. Igualmente, los actuales déficits fiscales son mucho mayores que en ciclos anteriores y las proyecciones indican una posición mucho más procíclica en esta ocasión.

También están ayudando otras condiciones, como la elevada confianza de las empresas y los consumidores, cuyos niveles recientes superan los máximos cíclicos anteriores (Gráfico I.A.3). Al igual que en el pasado, esto anticipa mayores ganancias de empleo y renta que, a su vez, tienden a estimular aún más la confianza. Este refuerzo mutuo, sobre todo en periodos con condiciones financieras relativamente favorables, sugiere que todavía queda un mayor impulso económico por delante.

## Los principales componentes de la demanda interna contribuyen al fuerte dinamismo en una fase tardía del ciclo<sup>1</sup>

Gráfico I.A.2



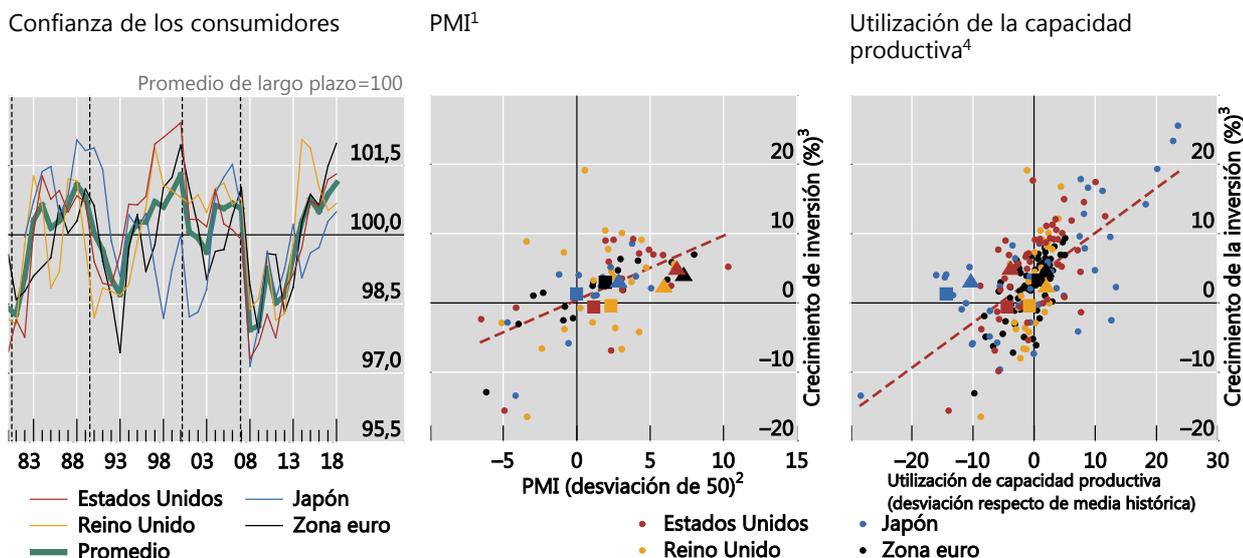
<sup>1</sup> Los ciclos anteriores abarcan el periodo 1960–2008 para EA, GB, JP y US. El ciclo actual abarca 2009–19 solo para GB, JP y US (proyecciones de OCDE para 2017–19). Medias ponderadas por el PIB y los tipos de cambio PPA. Para la zona del euro (EA) antes de 1990, medias ponderadas por el PIB y los tipos de cambio PPA de DE, FR e IT. <sup>2</sup> Medidas de la desviación de la tasa de crecimiento con respecto a su evolución el primer año. <sup>3</sup> Para JP, los datos se ajustan por el efecto del incremento de impuesto al consumo en 2014. <sup>4</sup> El eje de abscisas comienza el primer año en el que la tasa de desempleo de cada economía cayó por debajo de la tasa NAIRU. Para «Actual», el primer año es 2015 para GB, 2014 para JP y 2016 para US. Las líneas discontinuas incluyen las proyecciones.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE, *Economic Outlook 102*; Datastream; cálculos del BPI.

Dicho esto, queda por saber si podrá mantenerse este impulso más fuerte. Sin duda, es difícil trazar paralelismos entre las condiciones macrofinancieras actuales y aquellas que frenaron las recuperaciones en el pasado. Además, como analiza el Recuadro I.B., hay razones para creer que la naturaleza del ciclo económico, y en particular el papel de la inflación y los factores financieros, han cambiado con el tiempo. Por último, pero no menos importante, las medidas de pleno empleo y producto potencial están sujetas a una gran incertidumbre a medida que evoluciona la situación (es decir, en «tiempo real»)①. Pese a todo ello, la experiencia histórica sugiere, en general, que cuando el producto y el empleo superan dichos umbrales, suele aumentar la probabilidad de una desaceleración posterior②. En otras palabras, en esas condiciones las políticas pueden tener más dificultades para asegurar un retorno suave a una senda de crecimiento equilibrado y sostenible.

## La confianza de los consumidores y las condiciones empresariales sugieren mayor impulso económico por delante

Gráfico I.A.3



Las líneas discontinuas del panel izquierdo indican el comienzo de las recesiones estadounidenses definidas por NBER. En los paneles central y derecho, los cuadrados (triángulos) se refieren a los datos de 2016 (2017)

<sup>1</sup> La serie comienza en 1992 para GB, 1999 para EA y US, y 2002 para JP. Para la zona del euro (EA), medias ponderadas por el PIB y los tipos de cambio PPA de DE, FR e IT. <sup>2</sup> El índice de directores de compras (PMI) oscila entre 0 y 100. Un nivel 50 indica que no se ha producido ningún cambio en el sector de manufacturas desde el mes anterior. Los niveles por encima de 50 indican una mejora o aumento, mientras que por debajo de 50 indican un deterioro o reducción durante el mes anterior. <sup>3</sup> Inversión fija privada no residencial real. <sup>4</sup> La serie comienza en 1961 para US, 1968 para JP, 1971 para EA y 1985 para GB. Para EA antes de 1990, medias ponderadas por el PIB y los tipos de cambio PPA de DE, FR e IT.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook 102* y *Main Economic Indicators*; Datastream; IHS Markit; datos nacionales; cálculos del BPI.

① Las estimaciones del producto potencial y la tasa natural de desempleo están sujetas a incertidumbre en tiempo real. Por ejemplo, los cambios estructurales analizados en el capítulo sugieren que actualmente existe mayor capacidad productiva ociosa de lo que muestran las medidas convencionales. También hay motivos para pensar que los umbrales en tiempo real pueden estar sesgados al alza, por la manera en que se calculan las tendencias (el «problema del punto final»). A igualdad de otros factores, si se produjera una recesión, las brechas actuales se corregirían a la baja. Lo ocurrido tras la Gran Crisis Financiera no escapa a este patrón. Véanse D. Staiger, J. Stock y M. Watson, «How precise are estimates of the natural rate of unemployment?», en C. Romer y D. Romer (eds.), *Reducing inflation: motivation and strategy*, University of Chicago Press, 1997; M. Watson, «How accurate are real-time estimates of output trends and gaps?», *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, vol. 93, n.º 2, primavera de 2007; F. Grigoli, A. Herman, A. Swiston y G. Bella, «Output gap uncertainty and real-time monetary policy», *IMF Working Papers*, WP/15/14, enero de 2015; y E. Rusticelli, D. Turner y M. Cavalleri, «Incorporating anchored inflation expectations in the Phillips curve and in the derivation of OECD measures of the unemployment gap», *OECD Journal: Economic Studies*, vol. 2015/1, 2015. © Véase M. Jackson y T. Pietro, «A forest fire theory of the duration of a boom and the size of a subsequent bust», junio de 2017.

## Cambios en el ciclo económico y su relación con el ciclo financiero

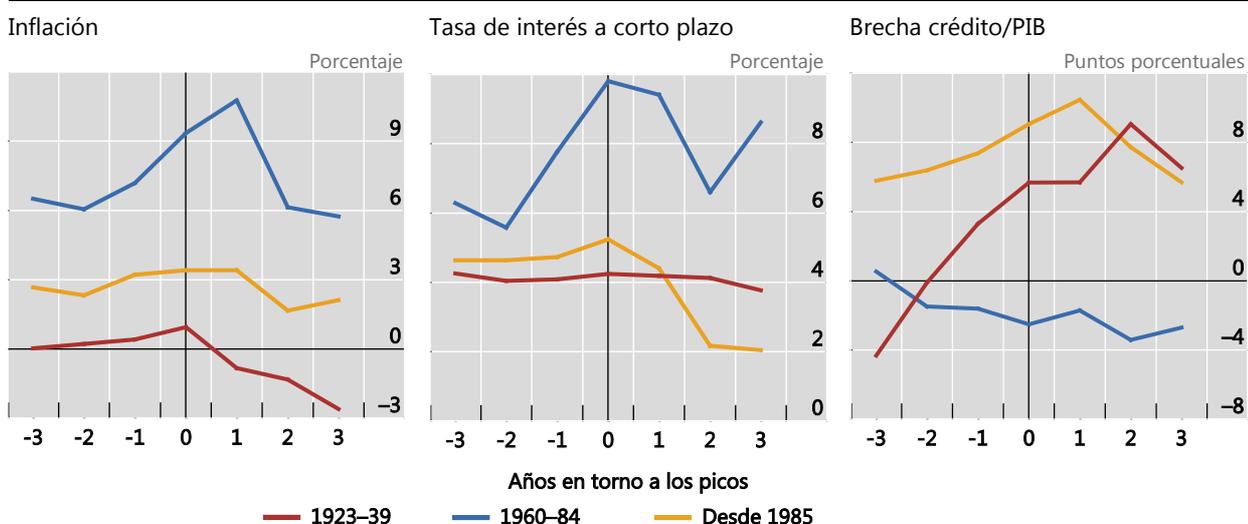
Desde principios de la década de 1980, se han producido importantes cambios que han aumentado la influencia de los factores financieros sobre las fluctuaciones del ciclo económico, al tiempo que han reducido la relevancia de la inflación como indicador de expansiones económicas insostenibles. En primer lugar, los mercados financieros se han ido liberalizando desde entonces. Sin las suficientes salvaguardias, este cambio ha favorecido mayores auges del crédito y del precio de los activos, seguidos de marcadas caídas, es decir, ciclos financieros más amplios. En segundo lugar, alrededor de las mismas fechas comenzaron a generalizarse los regímenes monetarios basados en objetivos de inflación. El control de la inflación se convirtió en la prioridad de los bancos centrales, de tal manera que poco a poco fueron prestando menos atención a los agregados monetarios y crediticios y pasaron a utilizar casi exclusivamente la supervisión y regulación microprudencial para influir en la evolución financiera durante los auges financieros y minimizar así las secuelas negativas cuando el ciclo cambiara de signo (Capítulo IV). De este modo, tenían pocos incentivos para endurecer la política monetaria cuando la inflación permanecía baja, aun cuando se estuvieran acumulando desequilibrios. A partir de los años 90, con la entrada de China y de los países del antiguo bloque comunista en la economía mundial, la integración internacional de los mercados de productos y los avances tecnológicos han incrementado los niveles de oferta y de productividad a escala internacional. Esta evolución, unida a la mayor credibilidad de los bancos centrales, ha hecho más probable que las presiones inflacionistas permanezcan contenidas incluso en las fases de intensa expansión económica. También implica que los auges financieros pueden crecer en mayor medida y que un giro del ciclo financiero —en vez de causar un aumento de la inflación— puede ser el detonante de una desaceleración económica<sup>1</sup>.

Estos factores estuvieron claramente presentes en los primeros compases de la Gran Crisis Financiera. En ese periodo, la volatilidad del producto a corto plazo permaneció baja, al igual que el nivel de inflación y su volatilidad (lo que se conoce como la «Gran Moderación»). Al mismo tiempo, creció el apalancamiento en el sistema financiero y no financiero. Cuando el ciclo financiero cambió de signo, se produjeron tensiones financieras y la economía experimentó una grave recesión.

El Gráfico I.B.1 ilustra algunos de estos cambios para una muestra de economías avanzadas, centrándose en el comportamiento de variables clave en torno a los puntos de inflexión de los ciclos económicos. En el periodo 1960-84,

Evolución en torno a los picos del ciclo financiero en economías avanzadas<sup>1</sup>

Gráfico I.B.1



<sup>1</sup> El eje de abscisas muestra los años en torno a los picos de los ciclos económicos, que se representan como el año cero (líneas verticales). Las líneas muestran la evolución mediana en los diferentes países (AU, CA, DE, DK, FI, FR, GB, NO, SE y US) y acontecimientos en el periodo respectivo.

Fuentes: Datos nacionales; cálculos del BPI.

la inflación fue más elevada y tendió a aumentar en varios puntos porcentuales, tocando techo poco después de que lo hiciera el producto; la tasa de interés nominal a corto plazo tendió a crecer varios puntos porcentuales, siguiendo de cerca la inflación; y no se produjo ningún auge del crédito —de hecho, la brecha de crédito sobre PIB en general se redujo ligeramente tras el punto de inflexión del ciclo económico—. En cambio, desde 1985, la inflación ha sido más baja y significativamente estable en torno a los picos del ciclo económico; la tasa de interés a corto plazo solo ha crecido de forma leve; y el crédito se ha disparado en la fase alcista, como indica la amplia brecha positiva de crédito sobre PIB. Cabe destacar que estos patrones imitan a los observados entre las dos guerras mundiales, dado que en la década de 1920 se produjo un gran auge crediticio, en un contexto de inflación baja con un alto nivel de comercio mundial e integración financiera, y un régimen monetario que en la práctica mantenía a raya la inflación<sup>2</sup>. También se observan patrones similares en el periodo previo a la I Guerra Mundial (el patrón oro clásico), la era de globalización previa<sup>3</sup>.

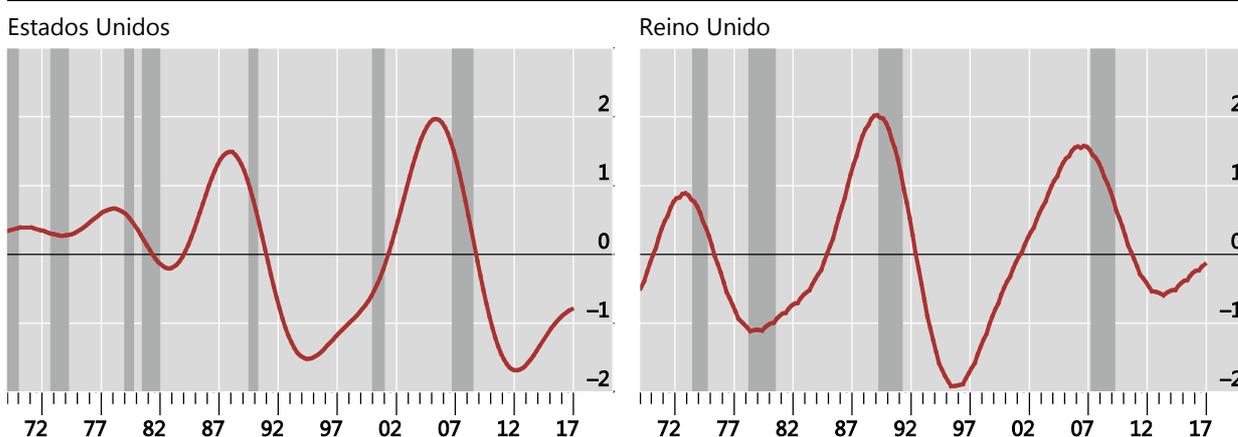
Un mecanismo destacable que explica la interacción entre el ciclo financiero y el ciclo económico opera a través de la acumulación de deuda y el consiguiente aumento de la carga del servicio de la deuda. Es decir, en la fase alcista del ciclo financiero, el nuevo endeudamiento y el incremento de los precios de los activos impulsan el crecimiento económico. Con el tiempo, sin embargo, la acumulación de deuda conlleva un mayor compromiso de servicio de la deuda, con un fuerte y duradero impacto negativo sobre el gasto de los hogares y empresas endeudados. De este modo, cuando el ciclo financiero cambia de signo, se diluyen los efectos positivos del nuevo crédito sobre el gasto, al tiempo que aumentan los efectos negativos sobre la carga del servicio de la deuda<sup>4</sup>. Así pues, no es de sorprender que las medidas de expansiones de ciclos financieros, sobre todo las que incluyen la evolución de la carga del servicio de la deuda, puedan ser útiles indicadores adelantados de subsiguientes desaceleraciones económicas y también ayuden a explicar la duración y profundidad de la Gran Recesión<sup>5</sup>.

Al analizar las fluctuaciones financieras más dañinas para la actividad económica (y el sistema financiero), distintos estudios empíricos indican que una estrategia prometedora consiste en representar el ciclo financiero a través de las fluctuaciones a medio plazo del crédito y los precios inmobiliarios. A su vez, estas fluctuaciones pueden identificarse mediante una serie de metodologías<sup>6</sup>. Una bastante sencilla, utilizada en los Gráficos I.B.2 y I.7 de este capítulo, consiste en aplicar filtros estadísticos para identificar fluctuaciones cíclicas del crédito real, del cociente de crédito sobre PIB y de los precios inmobiliarios reales durante periodos comprendidos entre ocho y 32 años. A

## Ciclos financieros<sup>1</sup>

Desviación estándar

Gráfico I.B.2



Las áreas sombreadas representan recesiones definidas según ECRI.

<sup>1</sup> Los ciclos financieros se miden mediante filtros de frecuencia (paso de banda) que recogen ciclos a medio plazo del crédito real, el cociente crédito/PIB y los precios reales de la vivienda. Los ciclos financieros se normalizan mediante las medias específicas y las desviaciones típicas del país.

Fuentes: Economic Cycle Research Institute (ECRI); datos nacionales; cálculos del BPI.

continuación combina estos componentes cíclicos en series individuales. Para facilitar la comparación entre países, también ayuda normalizar los componentes cíclicos mediante las medias y las desviaciones típicas de cada país, de manera que un valor de 1 indica que los ciclos son, en promedio, una desviación típica por encima de lo normal.

A modo de ilustración, el Gráfico I.B.2 muestra la evolución del ciclo financiero en Estados Unidos y el Reino Unido. Salta a la vista que las fases bajistas del ciclo financiero, caracterizadas por un elevado servicio de la deuda, procesos de desapalancamiento y caídas de los precios de los activos, están estrechamente relacionadas con las desaceleraciones económicas que han experimentado dichos países desde mediados de los años 80, en algunos casos coincidiendo con graves tensiones financieras. Lo mismo ocurre con otras economías avanzadas no recogidas en este gráfico.

① Véase un análisis de los cambios en los regímenes de política y sus implicaciones para la estabilidad monetaria y financiera en C. Borio y P. Lowe, «Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?», *BIS Working Papers*, n° 157, julio de 2004; C. Borio y W. White, «Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes», *BIS Working Papers*, n° 147, febrero de 2004; y C. Borio, «Monetary and prudential policies at a crossroads? New challenges in the new century», *Moneda y Crédito: Revista de Economía*, vol. 224, 2007. ② Véase, por ejemplo, B. Eichengreen y K. Mitchener, «The Great Depression as a credit boom gone wrong», en *Research in Economic History*, vol. 22, Emerald Group Publishing Limited, 2003, pp. 183–237. ③ Véanse, por ejemplo, W. Huffman y J. Lothian, «The gold standard and the transmission of business cycles, 1833–1932», en D. Bordo y A. Schwartz (eds), *A retrospective on the classical gold standard, 1821–1931*, NBER, 1984; y C. Goodhart y P. Delargy, «Financial crises: plus ça change, plus c'est la meme chose», *International Finance*, vol. 1, 1998. ④ Véanse, por ejemplo, BPI, *86° Informe Anual*, junio de 2016, Recuadro III.A; M. Drehmann, C. Borio y K. Tsatsaronis, «Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!», *BIS Working Papers*, n° 380, junio de 2012; y S. Claessens, A. Kose y M. Terrones, «How do business and financial cycles interact?», *Journal of International Economics*, vol. 87, 2012; ⑤ Véanse evidencias de los efectos negativos de una elevada carga del servicio de la deuda sobre el consumo de los hogares y la inversión en M. Drehmann, M. Juselius y A. Korinek, «Accounting for debt service: the painful legacy of credit booms», *BIS Working Papers*, n° 645, junio de 2017. En M. Juselius y M. Drehmann, «Leverage dynamics and the real burden of debt», *BIS Working Papers*, n° 501, mayo de 2015, se muestra que, incluso con estimaciones en tiempo real, el ajuste previsto sobre el apalancamiento y la carga del servicio de la deuda a partir de 2005 implica una evolución del crédito y el gasto muy cercana a su evolución efectiva antes y durante la Gran Recesión en Estados Unidos. También pueden encontrarse en líneas más generales evidencias del efecto negativo de la deuda sobre el crecimiento en O. Jorda, M. Schularick y A. Taylor, «The great mortgaging: housing finance, crises and business cycles», *Economic Policy*, vol. 31, enero de 2016; A. Mian, A. Sufi y E. Verner, «Household debt and business cycles worldwide», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 132, 2017; FMI, «Financial conditions and growth at risk», *Global Financial Stability Report*, octubre de 2017, Capítulo 3; y M. Lombardi, M. Mohanty e I. Shim, «The real effects of household debt in the short and long run», *BIS Working Papers*, n° 607, enero de 2017. ⑥ Véase la nota 4 al pie de página.

## Notas

- <sup>1</sup> La tasa de actividad de trabajadores con edades comprendidas entre los 55 y los 64 años pasó, en promedio, del 56% en 2008 al 62% en 2016 en los países de la OCDE. En Alemania, aumentó de alrededor del 60% en 2008 a más del 70% en 2016. Dado que su periodo de permanencia esperado es más corto, este colectivo de trabajadores suele exigir salarios más bajos que los grupos más jóvenes. Véase B. Mojon y X. Ragot, «The labor supply of baby-boomers and low-inflation», *Sciences Po OFCE Working Paper*, n° 9, 2018-01.
- <sup>2</sup> Por ejemplo, la difusión de las cadenas de producción mundiales se ha desacelerado después de la crisis. No obstante, la convergencia de costes no ha sido plena en todos los países, lo que indica que hay margen para una mayor integración. Incluso sin la mayor contestabilidad que aporta la globalización a los mercados laborales, las actuales presiones competitivas pueden interactuar con otros factores para mantener débil la inflación. Un ejemplo es la formación de expectativas de inflación implícitas en las negociaciones salariales. Debido a las presiones competitivas actuales, es posible que los trabajadores se muestren (temporalmente) más reacios a pedir un aumento salarial acorde con los objetivos de inflación. Por tanto, puede que las expectativas de inflación sean ahora más inerciales (o parezcan desancladas) y reflejen en mayor medida la inflación pasada que los objetivos de inflación.
- <sup>3</sup> Véase BPI, *87° Informe Anual*, junio de 2017, Recuadro IV.B. La evidencia sobre la relevancia de los indicadores de capacidad ociosa mundial en las curvas de Phillips es heterogénea. 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, y R. Auer, C. Borio y A. Filardo, «The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains», *BIS Working Papers*, n° 602, enero de 2017, llegaron a la conclusión de que la expansión de las cadenas de valor mundiales ha acentuado la importancia de los factores globales en relación con las presiones locales. Otros estudios han cuestionado la relevancia cuantitativa de este canal, como J. Ihrig, S. Kamin, D. Lindner y J. Marquez, «Some simple tests of the globalization and inflation hypothesis», *International Finance*, vol. 13, issue 3, invierno de 2010; BCE, «Evaluación del grado de holgura del mercado de trabajo», *BCE, Boletín Económico*, n° 3/2017, Recuadro 3; y D. Brouillette y L. Savoie-Chabot, «Global factors and inflation in Canada», *Bank of Canada Staff Analytical Note*, n° 2017-17, octubre.
- <sup>4</sup> Según un estudio detallado de unas 800 ocupaciones en 46 economías avanzadas y EME, en aproximadamente el 60% de las ocupaciones puede automatizarse al menos el 30% de su contenido utilizando las tecnologías actuales (McKinsey Global Institute, *A future that works: automation, employment, and productivity*, enero de 2017).
- <sup>5</sup> Véase D. Andrews, C. Criscuolo y P. Gal, «Frontier firms, technology diffusion and public policy: micro evidence from OECD countries», *OECD Productivity Working Papers*, n° 2, noviembre de 2015.
- <sup>6</sup> Por ejemplo, el auge del comercio electrónico (el «efecto Amazon») parece haber reducido la inflación de precios al por menor en Estados Unidos en al menos un 0,1% anual entre 2011 y 2015, sin contar los efectos indirectos; véase K. Kliesen y C. Gascon, «An examination of current economic conditions in the nation and in the Memphis area», *Regional Economic Briefing*, Banco de la Reserva Federal de St Louis, octubre de 2017.
- <sup>7</sup> Otros factores también pueden haber contribuido, como la decisión del Tesoro estadounidense de acortar el plazo de sus emisiones y el posible mantenimiento de una fuerte demanda de títulos a plazos largos por parte de aseguradoras y fondos de pensiones que tienen que cumplir las normas reguladoras y calzar sus pasivos a largo plazo.
- <sup>8</sup> Véase BPI, «Vuelve la volatilidad», *Informe Trimestral*, marzo de 2018.
- <sup>9</sup> El valor del dólar puede haberse visto influido, no solo por el comienzo previsto de la normalización en la zona del euro, sino también por las expectativas acerca de su trayectoria. Es decir, parece que los inversores esperaban que una vez iniciada la normalización en la zona del euro, esta avanzaría más rápido que en Estados Unidos.
- <sup>10</sup> Los abultados dividendos sustentaron en cierta medida las valoraciones de las acciones en Estados Unidos. Sin embargo, en este país los dividendos por acción han crecido a un ritmo mucho mayor desde la GCF. Los elevados dividendos por acción también se han visto respaldados por las significativas recompras de acciones llevadas a cabo desde principios de la pasada década. Estas últimas pueden intensificarse como consecuencia de la repatriación de los ahorros acumulados en el extranjero tras la reforma fiscal en Estados Unidos.
- <sup>11</sup> Véase BPI, *83° Informe Anual*, junio de 2013, Capítulo III.
- <sup>12</sup> Véase OCDE, *Going for Growth 2018*, marzo de 2018.

- <sup>13</sup> Véase BPI, *86º Informe Anual*, junio de 2016, Capítulo V.
- <sup>14</sup> Los indicadores de alerta temprana de crisis bancarias sistémicas también apuntan a la acumulación de vulnerabilidades en varias EME: véase I. Aldasoro, C. Borio y M. Drehmann, «Indicadores de alerta temprana de crisis bancarias: ampliación de la familia», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2018.
- <sup>15</sup> Véase también FMI, *Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial*, abril de 2018.
- <sup>16</sup> Estos efectos se deducen de las tasas de capitalización actuales (relación entre las rentas y el precio) (estudio de ACLI) y las estimaciones que figuran en J. Duca, P. Hendershott y D. Ling, «How taxes and required returns drove commercial real estate valuations over the past four decades», *National Tax Journal*, vol. 70, nº 3, septiembre de 2017, pp. 549–83.
- <sup>17</sup> Véase C. Borio, R. McCauley y P. McGuire, «Swaps de divisas y contratos a plazo sobre divisas: ¿deuda mundial oculta?», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2017.
- <sup>18</sup> Un posible mecanismo es que cuando el dólar se debilita, mejora la solvencia de los prestatarios con descalces de monedas y se relajan las limitaciones de los balances de los bancos internacionales, aumentando así la oferta de crédito transfronterizo. A su vez, esto acaba estimulando la inversión real (véase S. Avdjiev, V. Bruno, C. Koch y H. S. Shin, «The dollar exchange rate as a global risk factor: evidence from investment», *BIS Working Papers*, nº 695, enero de 2018). Este canal, también denominado canal de toma de riesgo vinculado al tipo de cambio, opera en sentido opuesto al tradicional canal comercial, que pone de relieve la competitividad comercial resultante de las fluctuaciones cambiarias. La influencia del dólar estadounidense en las condiciones financieras mundiales se ha documentado, utilizando el índice amplio del dólar, en S. Avdjiev, W. Du, C. Koch y H. S. Shin, «The dollar, bank leverage and the deviation from covered interest parity», *BIS Working Papers*, nº 592, julio de 2017; S. Avdjiev, C. Koch y H. S. Shin, «Exchange rates and the transmission of global liquidity», mimeo no publicada, marzo de 2018; y, también, utilizando tipos de cambio bilaterales, en V. Bruno y H. S. Shin, «Cross-border banking and global liquidity», *Review of Economic Studies*, vol. 82, nº 2, abril de 2015; V. Bruno y H. S. Shin, «Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy», *Journal of Monetary Economics*, vol. 71, abril de 2015; y B. Hofmann, I. Shim and H. S. Shin, «Sovereign yields and the risk-taking channel of currency appreciation», *BIS Working Papers*, nº 538, mayo de 2017.
- <sup>19</sup> Existe cierta evidencia de que las expectativas se han desanclado algo tras la GCF en algunos países, especialmente en la zona del euro (por ejemplo, T. Lyziak y M. Paloviita, «Anchoring of inflation expectations in the euro area: recent evidence based on survey data», *European Journal of Political Economy*, vol. 46, 2017; F. Natoli y L. Sigalotti, «Tail co-movement in inflation expectations as an indicator of anchoring», *International Journal of Central Banking*, enero de 2018); y, con carácter más general, cuando la inflación se encuentra significativamente por debajo de su objetivo o cuando las tasas de interés se sitúan próximas al límite inferior cero (por ejemplo, R. Banerjee y A. Mehrotra, «Deflation expectations», *BIS Working Papers*, nº 699, febrero de 2018). Sin embargo, otros estudios no hallan evidencia de desanclaje en la mayoría de los países (por ejemplo, O. Blanchard, «The US Phillips curve: back to the '60s?», *Peterson Institute for International Economics Policy Briefs*, nº PB 16-1, enero de 2016). El desanclaje de las expectativas también genera el riesgo que se superen de forma persistente las expectativas si se produce un repunte de la inflación.
- <sup>20</sup> La producción de petróleo de esquisto es más sensible a los precios que la de otras fuentes, dado que los costes son mucho más bajos, los pozos pueden abrirse y cerrarse con mucha mayor rapidez y el ciclo de inversión es mucho más corto y menos incierto. Pese a representar un pequeño porcentaje de la producción total de petróleo (6% en 2017), el petróleo de esquisto explica más del 60% de su aumento acumulado desde 2010.
- <sup>21</sup> Véanse, por ejemplo, M. Obstfeld, «Trilemmas and trade-offs: living with financial globalisation», *BIS Working Papers*, nº 480, enero de 2015; B. Hofmann y E. Takáts, «Repercusiones monetarias internacionales», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2015; y E. Kharroubi y F. Zampolli, «Monetary independence in a financially integrated world: what do measures of interest rate co-movement tell us?», *BIS Papers*, nº 88, octubre de 2016, pp. 193–205.
- <sup>22</sup> Por ejemplo, la proporción de activos intermediados por otros intermediarios financieros (OIF) ha aumentado de forma continua y, en 2016, se situó en alrededor del 30% de los activos totales del sistema financiero, principalmente a través de vehículos de inversión colectiva y de titulaciones, que representan en torno al 80% de la medida estrecha de la banca en la sombra del FSB.
- <sup>23</sup> Las oscilaciones de la inversión en función del clima de confianza y las fluctuaciones de las condiciones financieras y crediticias son características atemporales de los ciclos económicos y pueden explicar un giro en la actividad económica incluso en ausencia de fuertes presiones inflacionistas (véase, por ejemplo, V. Zarnowitz, «Theory and history behind business cycles: are the 1990s the onset of a golden age?», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, nº 2, 1999).

- <sup>24</sup> Por ejemplo, FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial: Ajustándose a precios más bajos para las materias primas*, octubre de 2015, considera un escenario en el que una desaceleración del crecimiento del producto potencial en las EME mayor de lo esperado se combina con una reducción de los flujos de capital hacia estas economías y con unas condiciones financieras más duras. Pasado un año, el crecimiento es 0,8 puntos porcentuales más bajo que en el escenario base en los BRICS y 0,4 puntos inferior en las economías avanzadas. Asimismo, P. Ollivaud, E. Rusticelli y C. Schwellnus, «Would a growth slowdown in emerging markets spill over to high-income countries? A quantitative assessment», *OECD Economics Department Working Papers*, nº 1110, 2014, considera un escenario en el que las EME registran una disminución del crecimiento de su demanda interna de 2 puntos porcentuales, combinada con una caída del 10% en las cotizaciones bursátiles y con una depreciación de su moneda del 20% (países con déficit por cuenta corriente). El mismo escenario conlleva también un aumento de 50 puntos básicos en la prima de riesgo de las acciones en las economías de la OCDE, que refleja la propagación de efectos adversos en la confianza debido al endurecimiento de las condiciones financieras en las EME. El resultado es que el crecimiento retrocede 1 punto porcentual en Japón y 0,66 puntos porcentuales en Estados Unidos y en Alemania, cifras cercanas al promedio de los países de la OCDE. Sin embargo, puede que estas estimaciones infravaloren los verdaderos efectos, especialmente en épocas de elevada volatilidad en los mercados financieros. Los modelos estructurales y empíricos existentes podrían no captar íntegramente la influencia (variable en el tiempo y no lineal) de los factores financieros.
- <sup>25</sup> Además, con el tiempo, la prolongación de la expansión, especialmente si se sustenta en tasas de interés bajas y mayores desequilibrios financieros, también puede ir acompañada de un empeoramiento de los desequilibrios en el sector real (véase también el Recuadro I.A). Cabe destacar el riesgo de asignación sectorial ineficiente de los recursos: véase C. Borio, E. Kharroubi, C. Upper y F. Zampolli, «Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences», *BIS Working Papers*, nº 534, enero de 2016.
- <sup>26</sup> Véase C. Borio, M. Lombardi y F. Zampolli, «Fiscal sustainability and the financial cycle», en L. Ódor (ed.), *Rethinking fiscal policy after the crisis*, Cambridge University Press, 2017, pp. 384–413.
- <sup>27</sup> Algunos estudios empíricos han documentado el posible impacto negativo de la deuda pública sobre el crecimiento medio futuro, aunque sin resultados concluyentes (para más información, véase, por ejemplo, «¿Es la elevada deuda pública una rémora para el crecimiento?», en BPI, *83º Informe Anual*, junio de 2013), y los efectos amplificadores de la elevada deuda pública tras una crisis financiera (véase, por ejemplo, O. Jorda, M. Schularick y A. Taylor, «Sovereigns versus banks: credit, crises, and consequences», *Journal of the European Economic Association*, vol. 14, nº 1, febrero de 2016).