

## LA ECONOMÍA MUNDIAL ANTE UN CAMBIO DE ESCENARIO. EVOLUCIÓN, PERSPECTIVAS Y RIESGOS

Este artículo ha sido elaborado por la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

### Introducción

En el año 2013 la economía mundial registró una tasa de crecimiento del 3 %, cifra prácticamente igual que la del año anterior. Las economías avanzadas crecieron un 1,3 %, mientras que el PIB de las emergentes aumentó un 4,7 %, una décima y dos décimas, respectivamente, por debajo de 2012. Esta similitud de los registros esconde, no obstante, cambios notables en el escenario económico global.

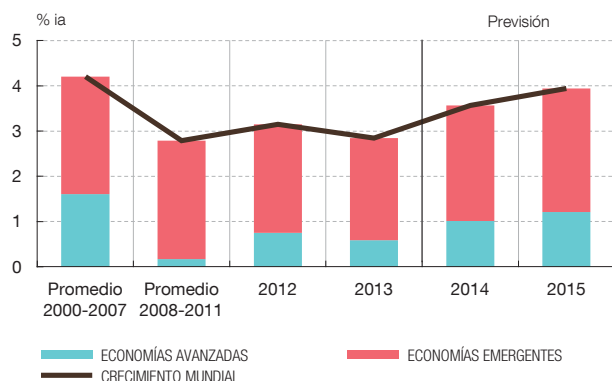
Por un lado, un cambio de papeles entre economías avanzadas y emergentes en cuanto a su contribución al dinamismo global y a la percepción de vulnerabilidades (véase gráfico 1). El primer grupo —liderado por Estados Unidos— ha ido consolidando su senda de recuperación, si bien con ritmos e intensidades diferentes, tras haber progresado —también de modo heterogéneo— en los ajustes impuestos por la crisis y en la corrección de los desequilibrios previos. Además, la incertidumbre derivada de los riesgos extremos que habían pesado sobre estas economías —en particular, sobre el área del euro— ha tendido a disiparse, lo que se ha traducido en una reducción de la volatilidad financiera. Por el contrario, las economías emergentes —que resistieron relativamente bien durante la crisis y se recuperaron con notable dinamismo, convirtiéndose en polo de atracción de intensos flujos de capitales— han visto que su actividad se desaceleraba, al tiempo que sus perspectivas económicas y la percepción de los inversores se deterioraban. En este contexto, han aflorado muchas vulnerabilidades, algunas generadas durante el período de bonanza, que habían quedado encubiertas en la recuperación.

Por otro lado, un cambio en la orientación de las políticas monetarias de las principales economías que anticipa —en particular, en el caso de la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos— el principio del fin del prolongado ciclo monetario ultraexpansivo y no convencional que siguió a la crisis. En algunos países (Estados Unidos y Reino Unido, en particular) esta nueva fase está asociada con las perspectivas de recuperación y el proceso de normalización económica y financiera, y se produce en un entorno de inflación reducida, a pesar de los estímulos monetarios acumulados en los últimos años. En cualquier caso, la etapa de retirada de estímulos tendrá lugar en un marco de política monetaria en el que se han reformulado las estrategias de comunicación —lo que se conoce como *forward guidance*— con el fin de guiar de modo más efectivo las expectativas sobre la evolución futura de los tipos de interés. El cambio de orientación ha tenido repercusiones importantes en los mercados financieros. En concreto, el anuncio de la posible reducción del ritmo de compra de activos por parte de la Fed (*tapering*) desencadenó un período de volatilidad financiera y propició una revaluación de los riesgos de mercado, que afectó especialmente a algunos segmentos, como los mercados emergentes. Esta reacción ante unas condiciones financieras globales cada vez menos laxas fue en buena medida inesperada, pero puede propiciar una mayor cautela entre inversores y agentes, y una mayor discriminación entre países y segmentos, según la calidad de los fundamentales.

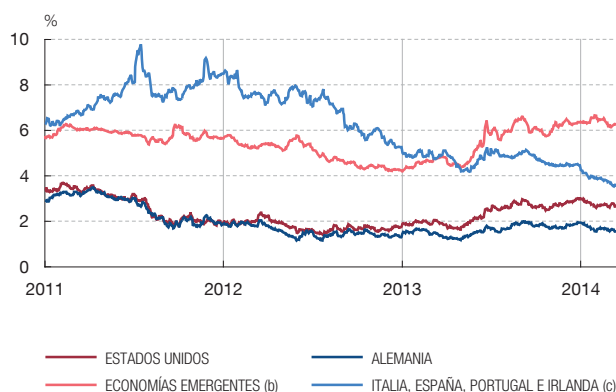
Cabe notar, por último, la consolidación de un panorama financiero en el que destacan dos rasgos: el retraimiento de la actividad bancaria, y la correspondiente expansión de la financiación a través de los mercados de capitales, y la reducción de los flujos internacionales de financiación.

En el resto del artículo se repasa la evolución económica reciente, se analizan con más detalle los rasgos fundamentales del cambio de escenario que se percibe a escala global,

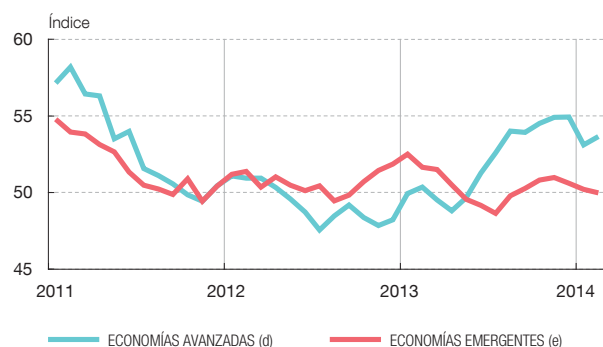
CRECIMIENTO MUNDIAL Y CONTRIBUCIONES POR ÁREAS (a)



TIPO DE INTERÉS A DIEZ AÑOS



PMI DE MANUFACTURAS



EVOLUCIÓN DE LAS BOLSAS



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Datastream-Thomson Reuters, JP Morgan y *Markit Economics*.

- a Agregados del Fondo Monetario Internacional.
- b Economías emergentes se calcula sumando el *spread* del EMBI + *Composite* al tipo de interés de Estados Unidos.
- c Media simple.
- d Estados Unidos, zona del euro, Japón, Reino Unido, Australia y Suiza.
- e China, India, Rusia, Brasil, México, Turquía, Polonia y República Checa.

y se perfilan las perspectivas para el ejercicio en curso, para el que se anticipan un mayor ritmo de crecimiento en las economías avanzadas y su estabilización en las economías emergentes, con mayores riesgos a la baja en este segundo caso.

**Evolución económica y financiera**

La economía mundial ha atravesado varias fases a lo largo de 2013 y del período transcurrido de 2014. El año 2013 se inició con expectativas de recuperación global y con un clima favorable en los mercados financieros internacionales, al hilo de la mitigación de algunos riesgos extremos. Estos riesgos estaban asociados principalmente con la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, y con el denominado «precipicio fiscal» en Estados Unidos —tema sobre el que se alcanzó una solución, si bien parcial, transitoria y con fuertes efectos contractivos, en el primer día del año—. La posición de los bancos centrales, basada en mantener ancladas las expectativas de tipos de interés en niveles reducidos durante un período prolongado, para favorecer la consolidación de la recuperación en las economías avanzadas, fue un factor de apoyo positivo.

Durante los primeros meses —hasta mediados de mayo— se apreciaron signos de reactivación de la actividad global, si bien moderados y con importantes divergencias por regiones (véanse cuadro 1 y gráfico 2). La actividad fue adquiriendo progresivamente un pulso más dinámico en las economías avanzadas, aunque Estados Unidos registró ritmos de

crecimiento reducidos y la zona del euro se mantuvo en una situación recesiva hasta el primer trimestre del año. Por el contrario, en las economías emergentes se apreció una cierta desaceleración de la actividad, cuyo crecimiento, aun con notables divergencias por áreas, tendió a situarse por debajo de las tasas esperadas. En particular, hacia finales de marzo resurgió el temor a una ralentización abrupta de la economía china, a raíz de una secuencia de datos desfavorables y de la acentuación de algunos desequilibrios, como el elevado crecimiento del crédito, que propició la adopción de medidas de estímulo pocos meses más tarde. Estas dudas contribuyeron a generar descensos en los precios de las materias primas —de modo destacado, en los metales industriales— y propiciaron revisiones a la baja de las perspectivas de crecimiento en las regiones emergentes.

El buen tono general mostrado por los mercados financieros vino acompañado, como rasgo novedoso en comparación con años precedentes, por un comportamiento mejor de los mercados desarrollados que de los emergentes, aspecto este que caracterizó todo el ejercicio, junto con una tendencia a la reducción de la volatilidad. La evolución favorable de los mercados (principalmente, de los avanzados) se mantuvo a pesar de la aparición de algunos focos de tensión —como la crisis de Chipre—, que tuvieron un impacto modesto y localizado. Por su parte, las rentabilidades soberanas registraron descensos en las economías avanzadas y ligeras subidas en las emergentes, que, no obstante, siguieron marcando máximos históricos en las emisiones de renta fija y en las entradas en fondos de deuda y bolsa.

A finales de mayo de 2013, la economía mundial se adentró en una nueva fase, a raíz de que la Fed manifestase explícitamente la posibilidad de reducir gradualmente el ritmo de compras de activos (*tapering*) en los meses siguientes (véase el epígrafe dedicado a la política monetaria en las economías avanzadas). Este anuncio dio paso a una etapa de inestabilidad en los mercados financieros, que se extendería hasta el final del verano, en la que se acentuó marcadamente la evolución desfavorable de los mercados emergentes. En el centro de las turbulencias estuvo la subida de las rentabilidades de los títulos públicos de las economías avanzadas, arrastradas por las expectativas de normalización de las condiciones monetarias, junto con el repunte generalizado de la volatilidad. En los mercados emergentes —que ya se estaban viendo afectados por la desaceleración de la actividad— se registraron elevaciones sustanciales de los diferenciales soberanos, caídas de las bolsas, depreciaciones cambiarias, salidas de capitales y una ralentización de las emisiones de renta fija. Estos movimientos comenzaron siendo generalizados, aunque paulatinamente se observó una diferenciación entre países, determinada por la debilidad relativa de sus fundamentales. Este episodio de incertidumbre se vio impulsado también por las tensiones de liquidez en el mercado interbancario chino y por la tensión geopolítica en Siria.

La intensa reacción de los mercados financieros a las expectativas de inicio de la retirada de los estímulos monetarios forzó a la Fed a clarificar su estrategia para reconducir las expectativas sobre sus próximas decisiones. La determinación de mantener sin cambios su programa de compra de activos en su reunión de septiembre, en un contexto de agudización del conflicto fiscal, dio lugar, desde mediados de ese mes, a una reducción de la volatilidad y de la aversión al riesgo, a un aumento de la búsqueda de rentabilidades y a una cierta mejoría de los mercados emergentes.

Esa última etapa del año, caracterizada por la recuperación de los mercados financieros, también estuvo marcada por el mejor comportamiento de la actividad en las economías avanzadas —apoyada fundamentalmente en el fortalecimiento de su demanda interna—, cuyo ritmo de avance se situó en la segunda mitad del año por encima de lo anticipado, especialmente en Estados Unidos y Reino Unido. Esta evolución tendió a compensar el impacto sobre el

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

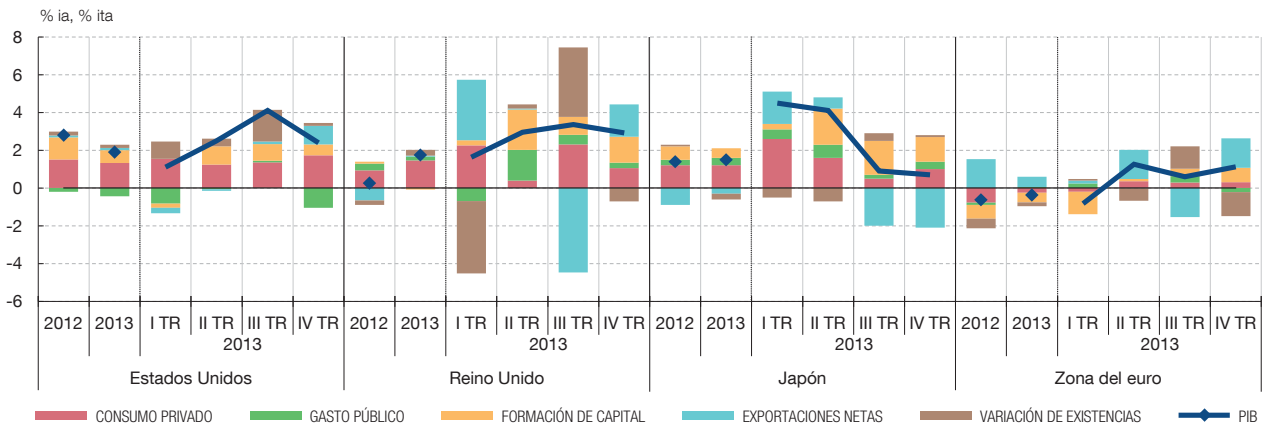
CUADRO 1

	2010	2011	2012	2013	2012				2013			
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
<b>Estados Unidos</b>												
PIB (% ia)	2,5	1,9	2,8	1,9	3,3	2,8	3,1	2,0	1,3	1,6	2,0	2,5
IPC (% ia) (a)	1,6	3,2	2,1	1,5	2,8	1,9	1,7	1,9	1,7	1,4	1,6	1,2
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-3,0	-2,9	-2,7	-2,3	-3,0	-2,7	-2,6	-2,5	-2,5	-2,3	-2,3	-1,9
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-10,5	-9,4	-8,4	-5,8	-8,3	-8,7	-8,4	-8,1	-6,5	-5,1	-6,4	-5,2
Deuda pública neta	62,8	67,3	71,3	73,6	67,6	68,3	68,9	70,5	72,1	71,4	70,8	72,3
<b>Zona del euro</b>												
PIB (% ia)	1,9	1,8	-0,6	-0,4	-0,2	-0,5	-0,7	-1,0	-1,2	-0,6	-0,3	0,5
IAPC (% ia) (a)	1,6	2,7	2,5	1,4	2,7	2,5	2,5	2,3	1,9	1,4	1,4	0,8
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	0,1	0,1	1,3	2,3	-0,2	1,1	1,8	2,6	1,0	2,4	2,0	3,6
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-6,2	-4,2	-3,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda pública neta	65,6	68,2	72,2	74,9	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Reino Unido</b>												
PIB (% ia)	1,7	1,1	0,3	1,8	0,6	0,0	0,2	0,2	0,7	1,8	1,9	2,7
IPC (% ia) (a)	3,3	4,5	2,8	2,6	3,5	2,7	2,4	2,7	2,8	2,7	2,7	2,1
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-2,7	-1,5	-3,7	-	-3,1	-4,4	-3,6	-3,8	-4,7	-1,5	-5,1	-
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-10,0	-7,8	-6,2	-5,8	-7,8	-5,9	-6,0	-6,2	-5,3	-6,1	-6,0	-5,8
Deuda pública neta	65,0	70,4	74,4	75,7	70,9	71,4	72,4	74,4	73,8	74,3	74,5	75,7
<b>Japón</b>												
PIB (% ia)	4,7	-0,5	1,4	1,5	3,2	3,2	-0,2	-0,3	0,0	1,2	2,3	2,6
IPC (% ia) (a)	-0,7	-0,3	0,0	0,4	0,3	0,2	-0,4	-0,2	-0,6	-0,3	0,9	1,4
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	3,9	2,1	1,1	0,7	1,6	1,5	1,2	1,1	0,9	1,0	1,0	0,7
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-7,5	-7,9	-8,2	-	-8,8	-8,7	-8,3	-8,2	-7,6	-7,6	-7,3	-
Deuda pública neta	113,9	127,1	130,7	-	122,4	129,9	133,5	131,5	129,5	127,6	129,6	-
<b>China</b>												
PIB (% ia)	10,4	9,3	7,7	7,7	8,1	7,6	7,4	7,9	7,7	7,5	7,8	7,7
IPC (% ia) (a)	3,3	5,4	2,7	2,6	3,8	2,9	1,9	2,1	2,4	2,4	2,8	2,9
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	4,0	1,9	2,3	2,0	2,1	2,2	2,5	2,3	2,6	2,5	2,1	2,0
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,5	-1,8	-1,5	-1,9	-2,2	-2,2	-2,8	-1,5	-1,7	-1,7	-1,4	-1,9
<b>Asia emergente (excluida China) (b)</b>												
PIB (% ia)	8,3	5,9	4,6	4,4	4,7	4,3	4,1	5,2	4,1	5,2	4,2	4,2
IPC (% ia) (a)	7,6	6,6	6,1	6,9	5,3	6,6	6,2	6,3	6,2	6,3	7,1	6,5
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	0,9	0,4	-1,2	-	-0,2	-0,5	-0,7	-1,2	-0,7	-1,2	-1,3	-
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-1,9	-3,4	-2,8	-	-2,5	-2,8	-3,1	-2,8	-3,1	-2,8	-2,5	-
<b>América Latina (c)</b>												
PIB (% ia)	6,2	4,5	2,9	-	3,6	2,8	2,5	2,9	1,9	3,5	2,8	-
IPC (% ia) (a)	4,0	4,8	4,5	4,5	4,7	4,3	4,5	4,4	4,5	4,9	4,4	4,3
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-0,9	-1,0	-1,6	-	-1,0	-1,3	-1,4	-1,6	-2,1	-2,3	-2,5	-
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,2	-2,1	-2,3	-	-2,0	-1,8	-2,0	-2,1	-2,0	-2,2	-2,6	-
<b>Europa del Este (d)</b>												
PIB (% ia)	1,9	3,2	0,8	1,3	1,8	1,0	0,3	0,1	0,2	0,6	1,8	2,6
IPC (% ia) (a)	3,0	3,8	3,7	1,4	3,8	3,6	4,0	3,4	2,2	1,5	1,2	0,7
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-3,1	-3,6	-3,1	-	-3,8	-3,1	-2,9	-2,5	-2,0	-1,2	-0,9	-
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-6,5	-3,7	-3,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Pro memoria: crecimiento del PIB (e)</b>												
Global (% ia)	5,2	3,9	3,1	3,0	3,7	3,2	2,9	2,9	2,5	2,7	3,2	-
Economías avanzadas (% ia)	3,0	1,7	1,4	1,3	2,0	1,7	1,3	0,8	0,5	1,1	1,5	2,1
Economías emergentes (% ia)	7,5	6,2	4,9	4,7	5,8	5,2	5,0	5,6	4,9	4,8	5,3	-
<b>Pro memoria: inflación (a) (e)</b>												
Global (% ia) (a)	3,6	4,8	4,0	3,8	3,6	3,2	3,0	3,1	3,1	3,0	3,2	3,1
Economías avanzadas (% ia) (a)	1,5	2,7	2,0	1,4	2,4	1,9	1,8	1,8	1,5	1,3	1,5	1,2
Economías emergentes (% ia) (a)	5,9	7,1	6,0	6,1	5,0	4,9	4,7	4,7	5,1	5,1	5,4	5,5

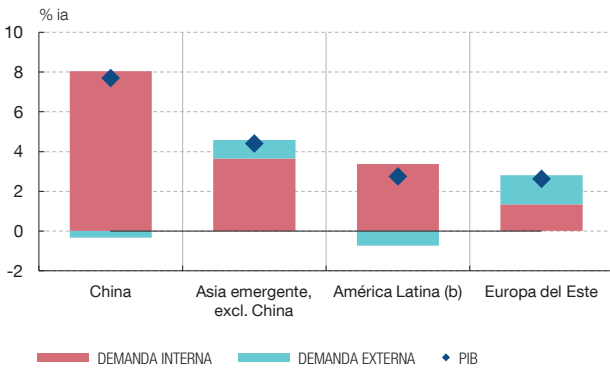
FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco de España, Eurostat y estadísticas nacionales.

- a IPC trimestral se corresponde con la media del trimestre.
- b Asia emergente incluye: China, India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Hong Kong y Singapur.
- c América Latina: Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Perú y Chile. Se excluyen Argentina y Venezuela para el agregado del IPC, y Venezuela para el agregado del saldo de las Administraciones Públicas.
- d Europa del Este: Polonia, República Checa, Rumanía, Hungría, Bulgaria, Croacia, Lituania y Letonia.
- e Los datos anuales reflejan las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional públicamente disponibles a la fecha de cierre de este informe. Los datos trimestrales se calculan sobre una muestra de 41 economías (17 avanzadas y 24 emergentes) que representan casi el 90 % del PIB mundial, ponderadas según su peso en PPP. Todas las economías a las que se hace referencia en las notas b, c y d están incluidas en la muestra.

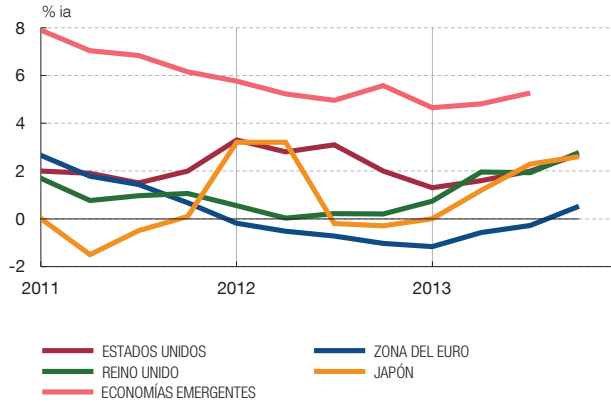
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS



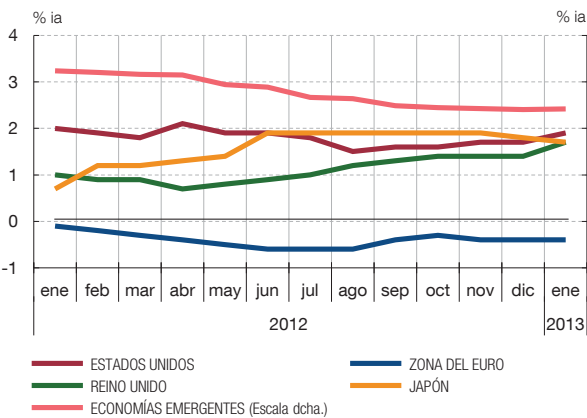
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB EN 2013. ECONOMÍAS EMERGENTES



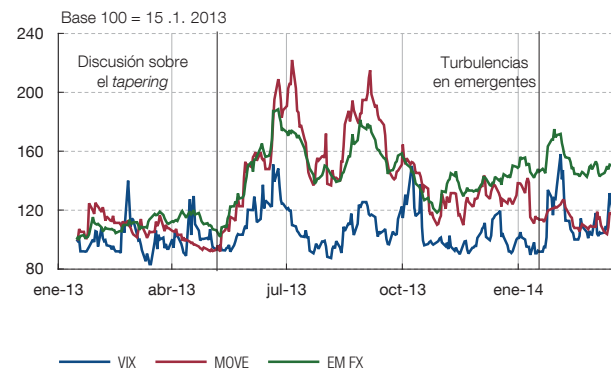
CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB



PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA 2013



ÍNDICES DE VOLATILIDAD



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, estadísticas nacionales, Consensus Forecast, CEIC y Datastream-Thomson Reuters.

- a Para la composición de países, consultar notas al pie del cuadro 1.
- b Calculado sobre los tres primeros trimestres de 2013.

crecimiento mundial de la ralentización que venía apreciándose en las economías emergentes, que, en el caso de las asiáticas, tendió a estabilizarse en la parte final del año. Este concluyó con un tono positivo en los mercados, baja volatilidad y menor incertidumbre sobre el curso de las políticas económicas en el corto plazo. De hecho, cuando finalmente se decidió iniciar el

*tapering*, en diciembre, los mercados reaccionaron favorablemente, ante las expectativas de recuperación en las economías avanzadas y de estabilización en las economías emergentes.

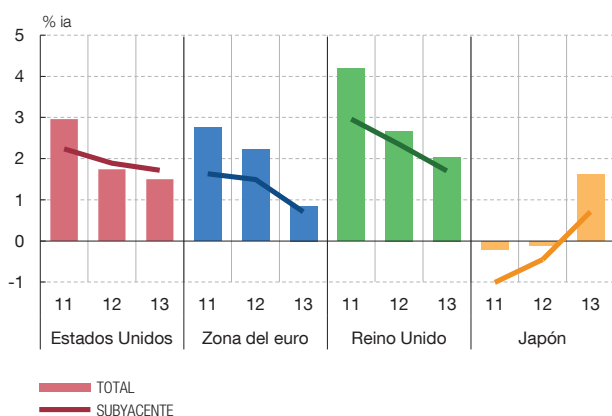
El inicio de 2014 ha estado marcado, sin embargo, por un nuevo episodio de turbulencias en los mercados emergentes, cuyo impacto inicial fue de nuevo generalizado, aunque esta vez la diferenciación entre países se produjo de un modo muy rápido. En esta ocasión, el episodio se desencadenó a raíz de acontecimientos de relevancia —*a priori*— limitada, como las tensiones cambiarias en Argentina —un país sin acceso a los mercados financieros globales—, con el trasfondo de nuevos signos de debilitamiento de la actividad y de riesgos para la estabilidad financiera en China. Aunque la turbulencia ha sido pasajera, la sucesión de datos económicos algo peores de lo esperado y la tensión en Ucrania han contribuido a enfriar las buenas expectativas económicas y financieras con las que había comenzado el ejercicio.

En resumen, en 2013 la economía global registró un ritmo de avance similar al del ejercicio precedente —3 %, frente al 3,1 %—, si bien se observaron una notable heterogeneidad regional y oscilaciones marcadas en el dinamismo de la actividad. Las economías avanzadas crecieron en 2013 un 1,3 % en promedio anual (1,4 % en 2012), si bien su ritmo de avance interanual pasó del 0,8 % en el cuarto trimestre de 2012 a más del 2 % en el último trimestre de 2013, resultado del fortalecimiento paulatino de la actividad. La mejora de la actividad se vio impulsada fundamentalmente por la demanda interna —consumo privado, sobre todo, y, en el caso de Japón, también la inversión pública—, a excepción del área del euro. Aunque el perfil de gradual aceleración fue generalizado, las diferentes situaciones de partida se reflejan en divergencias en las tasas de crecimiento anual, que fueron desde el 1,9 % en Estados Unidos y el 1,8 % en Reino Unido al 1,5 % en Japón —en este caso, con perfil descendente— y al -0,4 % en el área del euro, siendo positivo en el cuarto trimestre por primera vez desde 2011.

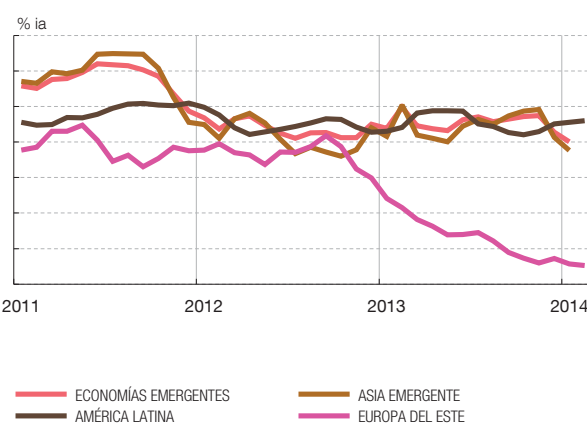
Las economías emergentes crecieron un 4,7 % en 2013 (4,9 % en 2012), sin mostrar un patrón temporal tan definido como las avanzadas, con la excepción de los nuevos Estados miembros de la UE —cuyo ciclo está más vinculado al de la zona del euro—, que sí reflejaron una paulatina recuperación. El crecimiento en las economías emergentes siguió basándose en la expansión de la demanda interna, aunque se observó cierta moderación respecto al año previo. En general, la actividad de las economías asiáticas mostró un perfil ligeramente descendente en la primera parte del año, que tendió a revertir posteriormente, mientras que en América Latina no se observó una tendencia definida a lo largo del año. En cuanto a la intensidad relativa del dinamismo en las distintas regiones emergentes, 2013 fue similar al año previo: China creció un 7,7 %, el resto de Asia emergente un 4,4 %, América Latina en el entorno del 3 % y los nuevos Estados miembros de la UE un 1,3 %. Cabe señalar la notable heterogeneidad dentro de América Latina, con avances por debajo de lo esperado en Brasil y México, un deterioro significativo en Argentina y Venezuela, y el mantenimiento de tasas de crecimiento relativamente robustas en Chile, Colombia y Perú.

Pasando a la evolución de los precios, la continuada reducción de las tasas de inflación en las economías avanzadas en 2013 resulta llamativa en un contexto de recuperación del crecimiento y de políticas monetarias muy acomodaticias. Al cierre del ejercicio, la tasa de inflación general se situó en el 2 % en Reino Unido, en torno al 1,5 % en Estados Unidos y por debajo del 1 % en la UEM. En todos los casos son tasas inferiores a las del año anterior, en más de un punto en el caso del área del euro. En Japón, por el contrario, la inflación repuntó hasta el 1,6 %, alejada de las tasas negativas de los años anteriores

PRECIOS DE CONSUMO EN ECONOMÍAS AVANZADAS (a)



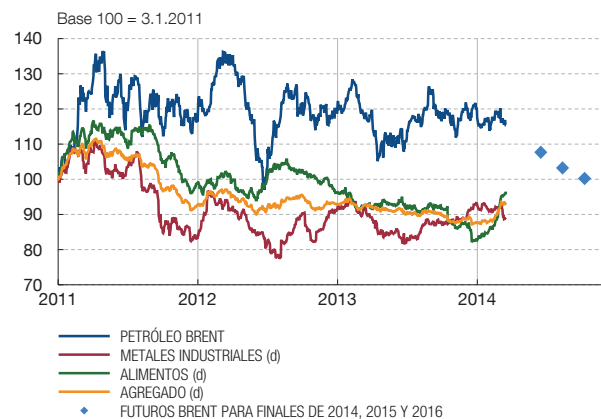
PRECIOS DE CONSUMO EN ECONOMÍAS EMERGENTES. ÍNDICE GENERAL (b)



TIPOS DE CAMBIO FREENTE AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE



PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

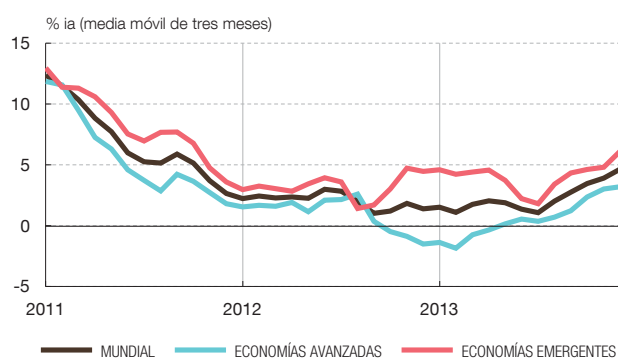


FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Eurostat, Datastream-Thomson Reuters, estadísticas nacionales y *Commodity Research Bureau*.

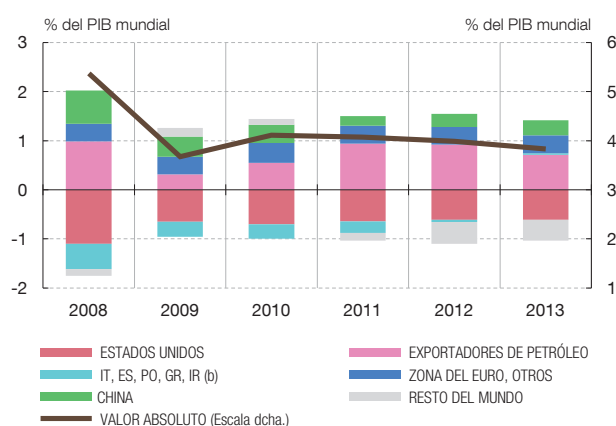
- a Datos de cierre de año.
- b Para la composición de países, consultar notas al pie del cuadro 1.
- c Economías emergentes vulnerables incluye: Brasil, Indonesia, India, Turquía y Sudáfrica.
- d Índices elaborados por el *Commodity Research Bureau*.

(véase gráfico 3). En las economías emergentes, la evolución ha sido más heterogénea, apreciándose tasas reducidas en Europa del Este —posiblemente, explicadas por la debilidad de la demanda procedente de la UEM— y relativamente moderadas en Asia y América Latina. No obstante, algunos países —como Brasil, India, Indonesia y Turquía— terminaron el año con tasas entre el 6% y el 9%; en parte, como resultado de las presiones depreciatorias que experimentaron sus monedas en diversas partes del año. A esta evolución de la inflación contribuyeron, en el caso de las economías avanzadas, la existencia de brechas de producto negativas y la reversión del impacto de la subida de impuestos indirectos de años precedentes (en Reino Unido y en algunos países de la UEM), y, más en general, la moderación de los precios de las materias primas —con caídas en alimentos y metales—. En este sentido, resulta particularmente destacable la estabilidad del precio del petróleo desde comienzos de 2013. El barril de Brent se ha situado en el entorno de los 110 dólares por barril, en línea con el promedio de los últimos tres años, lo que resulta coherente con el ajuste de la producción por parte de la OPEP en respuesta a diversas perturbaciones: cambios en las perspectivas de demanda de las economías emergentes y fluctuaciones de la oferta por factores geopolíticos, y, sobre todo, el sustancial

VOLUMEN DE COMERCIO (EXPORTACIONES) (a)



BALANZA DE CUENTA CORRIENTE POR ÁREAS



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Datastream-Thomson Reuters y CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

- a Se consideran los agregados de la CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
- b Italia, España, Portugal, Grecia e Irlanda.

aumento de la producción de petróleo de fuentes no convencionales (*shale oil*) en Estados Unidos y Canadá, que se está convirtiendo en un factor relevante para la dinámica del mercado de hidrocarburos.

Por último, el comercio mundial volvió a experimentar una notable debilidad en 2013, en línea con la evolución de la actividad global, y solo creció un 2,9% (1,9% en 2012), con un perfil de desaceleración hasta mediados de año. Desde entonces se ha apreciado cierta recuperación tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, cerrando el año en ritmos de avance ligeramente por encima del 4%, que se espera se mantengan en 2014 (véase gráfico 4). En 2013 se alcanzó un acuerdo de la Organización Mundial de Comercio en Bali que simplifica las trabas aduaneras, y se intensificaron las iniciativas regionales, destacando, en particular, un posible acuerdo entre Estados Unidos y la Unión Europea, y el Acuerdo Transpacífico. En este contexto, la tendencia de ligera contracción de los desequilibrios globales se prolongó. Destaca la reducción del superávit de los países exportadores de petróleo, y, en sentido contrario, el mayor superávit del área del euro, reflejo, fundamentalmente, de la contracción de las importaciones en las economías bajo tensión financiera, en un entorno de limitada recomposición de la demanda en las economías con superávit. Las expectativas de normalización en la UEM, el estrechamiento del déficit en la balanza energética de Estados Unidos (por el auge de los hidrocarburos no convencionales) y la posible contención del superávit de China, al hilo de la reorientación de su modelo de crecimiento hacia la demanda interna, sugieren que los desequilibrios se mantendrán contenidos en el corto y en el medio plazo.

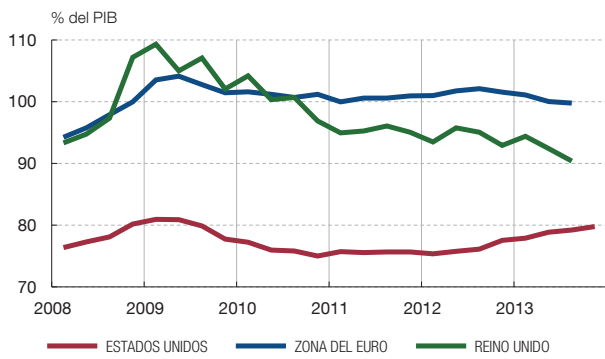
Rasgos fundamentales

LA MEJORÍA DE LOS FUNDAMENTOS EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS

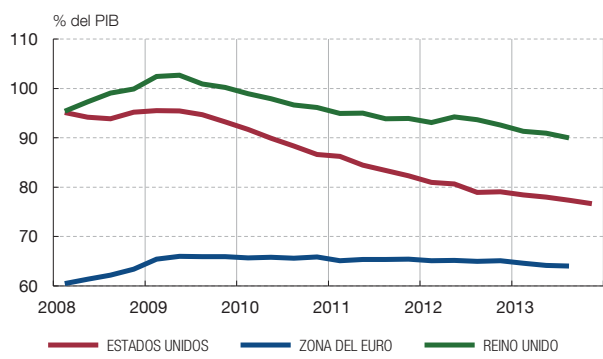
El prolongado y profundo proceso de ajuste posterior a la crisis en las economías desarrolladas siguió su curso en 2013 y, en algunos casos, se encuentra ya muy avanzado (véase gráfico 5). En particular, en Estados Unidos los progresos en este proceso consolidaron una mejoría de los fundamentales, necesaria para asentar una recuperación más sostenible y continuada. Los principales ámbitos en los que se aprecian estos avances son el saneamiento de los balances del sector privado, la recuperación gradual del mercado inmobiliario, el proceso de consolidación fiscal y la reducción de las elevadas tasas de desempleo.



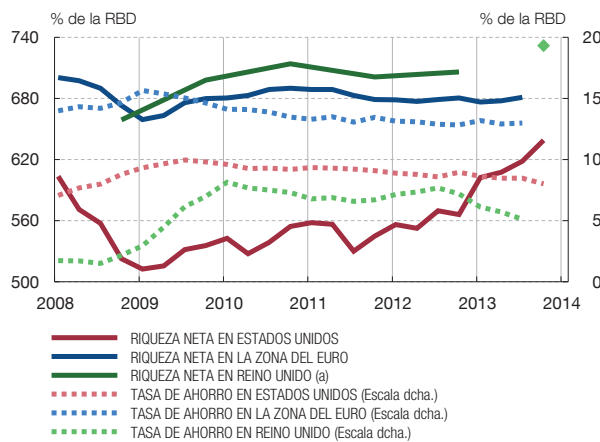
ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



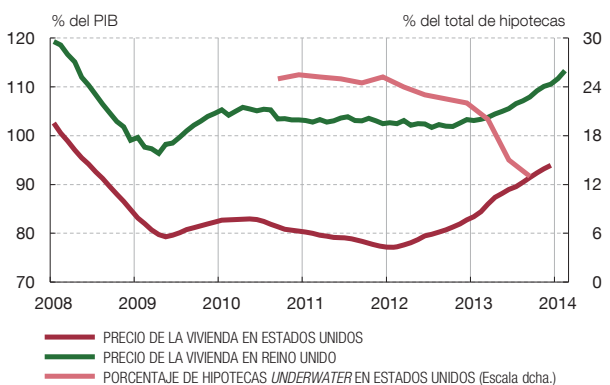
ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES



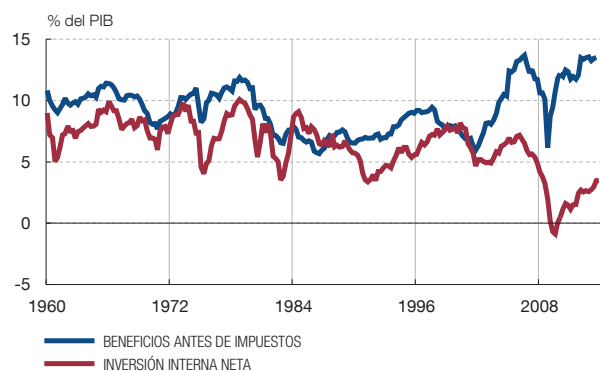
RIQUEZA NETA Y TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES



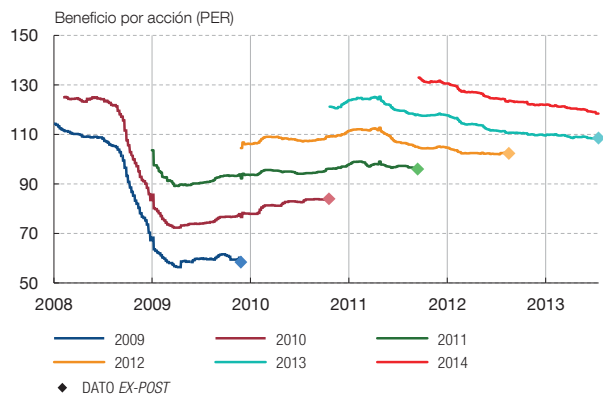
PRECIO DE LA VIVIENDA E HIPOTECAS UNDERWATER



BENEFICIOS ANTES DE IMPUESTOS E INVERSIÓN NETA EN ESTADOS UNIDOS



EXPECTATIVAS DE BENEFICIOS EN ESTADOS UNIDOS



FUENTES: Estadísticas nacionales, IBES y Standard & Poors Case-Shiller.

a El dato de 2013 muestra una estimación en base al crecimiento esperado de la riqueza neta y de la renta disponible.

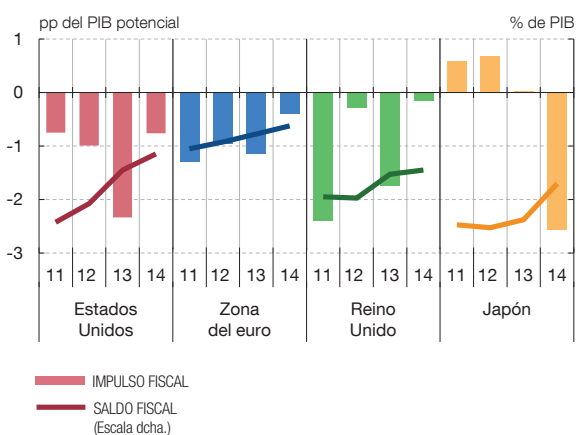
Estos avances, unidos a la atenuación de los graves riesgos de cola que han venido pesando sobre la economía mundial en los últimos años, y al asentamiento de las políticas económicas en una senda más predecible, han favorecido una reducción de la incertidumbre en los mercados financieros y, de forma más general, una mejora en la confianza de los agentes económicos, en un proceso que se ha ido retroalimentando en el último año.

En cuanto al saneamiento de los balances de hogares y empresas de los países más endeudados, el proceso de ajuste de los últimos cinco años ha permitido una reducción considerable de sus ratios de deuda, aunque con diferencias en el ritmo y la manera de llevar a cabo los ajustes. Así, desde principios de 2009 la deuda de los hogares se ha reducido en 19 puntos porcentuales (pp) del PIB en Estados Unidos y en 12 pp en Reino Unido, hasta el 76 % y el 91 % del PIB, respectivamente. Para las empresas no financieras, la ratio de endeudamiento se ha reducido especialmente en Reino Unido, pasando del 110 % al 91 % del PIB en ese mismo período, mientras que en Estados Unidos, donde se partía de un nivel relativamente reducido, en el último año y medio ha repuntado, en línea con la evolución más favorable del crédito en esa economía, pasando del 75 % al 80 % del PIB. Estos cambios contrastan con la lentitud del ritmo de desapalancamiento en el caso del área del euro en su conjunto, donde la corrección de la ratio de deuda de las sociedades y de los hogares ha sido de apenas 4 pp y 1 pp del PIB, respectivamente; no obstante, en el caso de los hogares se partía de una situación más saneada, en general, y en las economías sujetas a un mayor estrés financiero el ajuste ha sido más acusado.

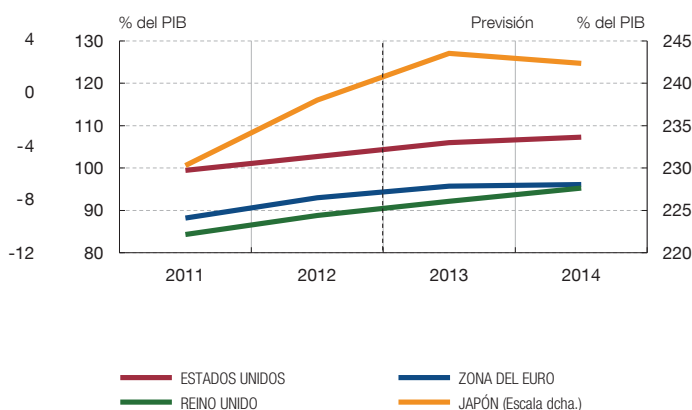
La reducción de los ratios de endeudamiento, junto con los tipos de interés más bajos, ha propiciado una menor carga financiera y el repunte de la *riqueza de hogares y sociedades*, gracias al buen comportamiento de los mercados financieros y al aumento de los precios inmobiliarios. Así, por ejemplo, tanto en Estados Unidos como en Reino Unido las ratios de riqueza sobre renta disponible se encuentran por encima de los niveles previos a la crisis. Ello ha dado soporte al avance del consumo privado y ha propiciado que las tasas de ahorro de los hogares, que repuntaron tras la crisis, se hayan vuelto a reducir en el último año. En el área del euro, los avances de la riqueza neta de los hogares y, por tanto, su impacto sobre el consumo fueron limitados, en un contexto en el que la tasa de ahorro permaneció estable. También la situación de liquidez y los beneficios de las empresas han mejorado sustancialmente en los últimos años —en Estados Unidos la ratio de beneficios antes de impuestos sobre el PIB está en niveles máximos en cincuenta años—, lo que, sumado a unas condiciones financieras más favorables y a la reducción de la incertidumbre, debería contribuir a impulsar la inversión empresarial, que se ha mostrado muy poco dinámica en la fase de recuperación en la mayor parte de las economías avanzadas.

Durante buena parte de 2013 continuó también la gradual recuperación de los mercados inmobiliarios en algunos de los países que sufrieron los mayores ajustes tras la crisis, como Estados Unidos o Reino Unido. A la mejoría de los indicadores de demanda y oferta, se sumó un repunte de los precios de la vivienda, que permitió, además de elevar la riqueza de los hogares, reducir sustancialmente el porcentaje de hipotecas con un valor superior al de la vivienda (*underwater*) en Estados Unidos. Si bien el anuncio del posible inicio del *tapering* en mayo produjo un incremento de los tipos de interés hipotecarios y cierta reducción de las solicitudes de hipotecas, en general se mantienen las perspectivas de recuperación para el sector inmobiliario en Estados Unidos. En Reino Unido, la reactivación del mercado se manifestó fundamentalmente en la demanda y en los precios, gracias, en parte, a los estímulos de los programas de apoyo público, como el *Funding for Lending Scheme* (FLS) —genérico— y el *Help to Buy* —centrado en la vivienda—, mientras que la oferta ha respondido en menor medida, por lo que las autoridades británicas han reaccionado anunciando una batería de medidas para contener los riesgos que pueden derivarse de la aceleración de los precios de la vivienda, y han reorientado el programa FLS hacia préstamos empresariales únicamente. Por el contrario, en la zona del euro la caída de los precios de la vivienda continuó en 2013, si bien a ritmos más moderados, en los países que partían de sobrevaloraciones más pronunciadas en este mercado.

SALDO E IMPULSO FISCAL (2011-2014) (a)



DEUDA PÚBLICA

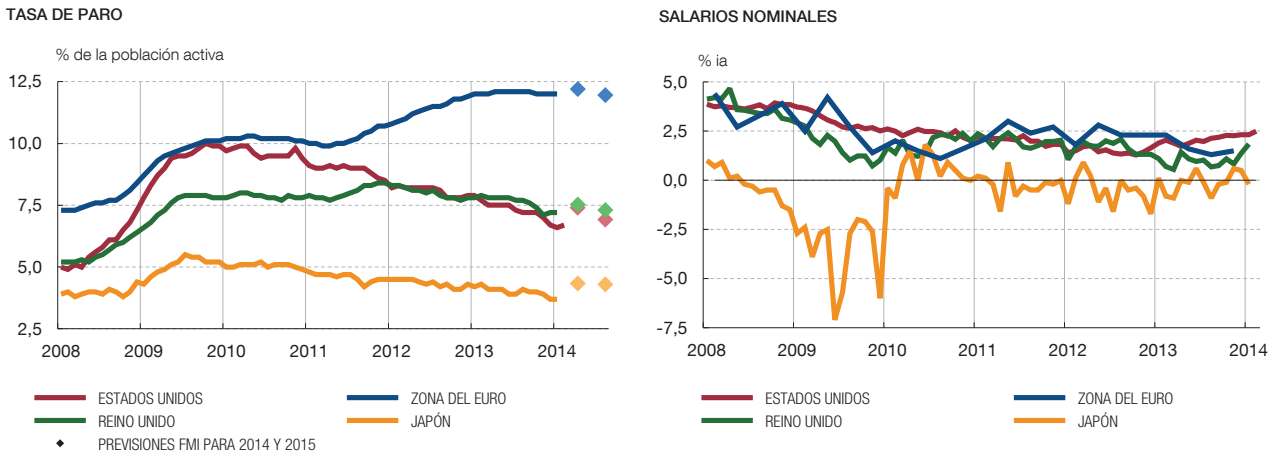


FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

a Los datos de 2013 y 2014 son previsiones del Fondo Monetario Internacional. El impulso fiscal se define como la variación del saldo público ajustado de ciclo.

Otro ámbito en el que se ha avanzado en los últimos años ha sido el de la consolidación fiscal (véase gráfico 6). Las economías desarrolladas redujeron su déficit público en 1,5 puntos del PIB en 2013 (con una reducción similar en términos ajustados al ciclo) y se prevé que en 2014 el ajuste sea algo menor, de 1 pp. La excepción a este perfil es Japón, donde el ajuste será mucho mayor este año y el próximo, por el aumento previsto del impuesto sobre el consumo, si bien el impacto contractivo se mitigará a través de paquetes fiscales compensatorios. La evolución fiscal en Estados Unidos estuvo marcada nuevamente por los desencuentros políticos, que propiciaron a principios de año un fuerte incremento de los impuestos y recortes del gasto (*sequester*), y que tuvo su momento culminante en octubre, con las dificultades para elevar el techo de la deuda pública y con el cierre parcial de la administración federal, ante la falta de acuerdo para prorrogar el presupuesto, si bien las tensiones que provocaron estas disputas afectaron menos a los mercados financieros que en ocasiones precedentes. Aunque la sucesión de acuerdos fiscales recientes en Estados Unidos parece atenuar uno de los riesgos de cola más importantes en el panorama global, los elevados niveles de deuda pública alcanzados en los países desarrollados y la ausencia de planes de reforma a medio plazo en algunos de ellos (los propios Estados Unidos y Japón) siguen suponiendo un riesgo importante para lograr un escenario fiscal sostenible a largo plazo.

En cuanto a los mercados laborales, en 2013 se produjeron notables descensos en las tasas de desempleo de las principales economías avanzadas fuera del área del euro, en algunos casos más intensos que en los años previos —en Estados Unidos pasó del 7,9 % al 6,7 %, en Reino Unido del 7,8 % al 7,2 % y en Japón del 4,3 % al 3,7 %; en contraste, en el área del euro se mantuvo en el entorno del 12 %—, en un contexto general de continua moderación salarial (véase gráfico 7). No obstante, aunque la reducción de las tasas de paro en Estados Unidos y Reino Unido ha sido mayor que la prevista, ha venido originada por desarrollos no totalmente favorables, como el fuerte descenso en la tasa de participación y el estancamiento de la tasa de empleo en Estados Unidos, o el mal comportamiento de la productividad en Reino Unido; además, esta evolución ha tenido implicaciones importantes para la gestión de las políticas monetarias de estos países, como se comenta en el recuadro 1 y en el epígrafe siguiente.



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Eurostat y estadísticas nacionales.

LA POLÍTICA MONETARIA EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS

Durante 2013 las políticas monetarias volvieron a tener un notable protagonismo, esta vez ligado a las perspectivas de cambio de ciclo monetario, especialmente en Estados Unidos. Aunque los tipos de interés siguen anclados en tasas muy cercanas a cero (véase gráfico 8), las tendencias de política monetaria apuntan ahora a la futura retirada de los grandes estímulos aplicados a raíz de la crisis, en especial en Estados Unidos y Reino Unido. Con ello se han abierto distancias en cuanto al tono de las políticas monetarias aplicadas por los principales bancos centrales, pues el Banco de Japón está inmerso en una nueva y ambiciosa fase de expansión cuantitativa (véase recuadro 2) y el BCE volvió a reducir los tipos de interés y está valorando la adopción de nuevas medidas no convencionales. Desde el punto de vista de la instrumentación de la política monetaria, cabe destacar la adopción generalizada de estrategias de guía de expectativas sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales — más conocidas como *forward guidance* (véase cuadro 2)—. Estas estrategias, que, en el período reciente, se habían desarrollado en Japón y en Estados Unidos para proporcionar mayor estímulo en situaciones de tipos de interés cercanos a cero, se han enfrentado a problemas de diseño y comunicación en la nueva fase, en la que se vislumbra ya la retirada gradual de esos estímulos.

En el caso de la Fed — que ya había ligado su política de *forward guidance* con la evolución del empleo en diciembre de 2012 (véase recuadro 1)—, en los meses de primavera se empezó a debatir la posible reducción en el ritmo de las compras de deuda pública y titulizaciones hipotecarias (*tapering*), al hilo del asentamiento gradual de la recuperación económica y de la creciente preocupación por los beneficios menguantes de estas medidas y los posibles riesgos de estas, fundamentalmente en términos de distorsiones en los mercados financieros. En el mes de mayo, la Fed mencionó la posibilidad de iniciar el proceso de reducción de compras en alguna de las siguientes reuniones — antes de lo que anticipaban los mercados— si continuaba la mejora en el mercado laboral. En concreto, en junio el presidente de la Fed sugirió la posible finalización de las compras a mediados de 2014, cuando esperaban que la tasa de paro llegase al 7 %. Estos anuncios generaron cierta confusión en los mercados financieros, que ligaron el proceso de reducción de compras con un adelantamiento de las subidas esperadas de tipos oficiales, provocando una subida de más de un 1 % en los tipos de interés a largo plazo de la deuda de Estados Unidos y un impacto muy notable en los mercados financieros internacionales. La reacción, más intensa que la prevista por la Fed, motivó que esta se esforzase en clarificar su

Las estrategias de *forward guidance* pueden tomar diversas formas: señalización de que se mantendrá una determinada política monetaria durante un período indefinido de tiempo (como decidió el Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal —FOMC— en diciembre de 2008, o como recientemente ha anunciado el BCE); alusión a fechas concretas (desde agosto de 2011, el FOMC anunció períodos de tiempo en los que no se elevaría el tipo oficial); o modalidades contingentes a determinadas variables económicas, como las adoptadas por el FOMC en diciembre de 2012 y el Comité de Política Monetaria (MPC) del Banco de Inglaterra (BoE) en agosto de 2013. Las estrategias basadas en compromisos ligados a fechas concretas presentan un problema de inconsistencia temporal, ya que el banco central tendrá incentivos a reajustar sus planes si cambian las condiciones económicas, incumpliendo su anuncio inicial. Las estrategias contingentes, en las que la autoridad monetaria condiciona su compromiso a la evolución de ciertas variables —por ejemplo, la senda de inflación o la tasa de paro—, preservan cierto margen de flexibilidad para reaccionar ante sucesos inesperados, al tiempo que reducen el riesgo de pérdida de credibilidad por actuar en un sentido distinto al anunciado, de ahí su atractivo, *a priori*.

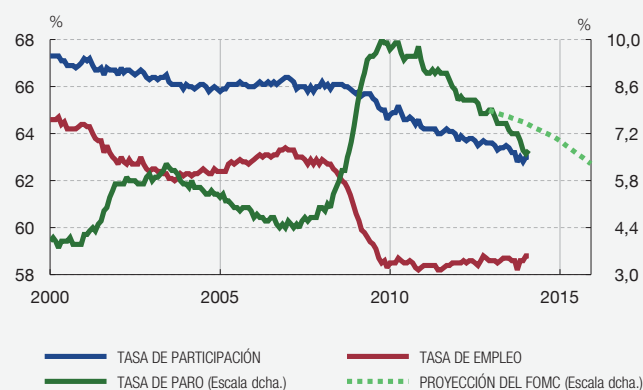
Tanto la Reserva Federal (Fed) como el BoE adoptaron estrategias de orientación de expectativas basadas en compromisos condicionados a que ciertas variables, como la tasa de paro y la inflación, alcancen determinados valores de referencia (umbrales o *thresholds*). En diciembre de 2012, la Fed se comprometió a no aumentar el tipo oficial, siempre que la tasa de paro continuase por encima del 6,5 %, la previsión de inflación entre uno y dos años no superara el 2,5 % y las expectativas de largo plazo de inflación continuaran bien ancladas. El BoE anunció en agosto de 2013 que mantendría el tipo oficial y la cuantía del programa de compra de activos, al menos, hasta que la tasa de paro no se redujera hasta el 7 %, siempre que la previsión de inflación en un horizonte de 18 a 24 meses no superase el 2,5 %, las expectativas de inflación en el medio plazo se mantuviesen bien ancladas

y el Comité de Política Financiera del propio BoE considerase que este compromiso no supone una amenaza a la estabilidad financiera que no pueda contrarrestarse mediante los instrumentos macroprudenciales habituales. En ambos casos, se trataba de condiciones necesarias pero no suficientes, lo que aportaba un margen de flexibilidad adicional para responder ante cambios no previstos en la situación económica.

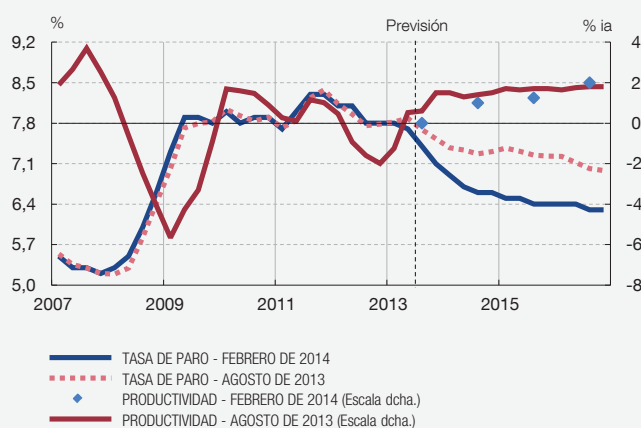
Sin embargo, en un breve lapso de tiempo se han puesto de manifiesto problemas de diseño y comunicación en ambas propuestas. En particular, las tasas de paro de ambos países se han aproximado a los umbrales establecidos mucho antes de lo previsto, en un contexto en el que los mercados laborales han mostrado peculiaridades que generan notable incertidumbre sobre la evolución futura de las tasas de paro y su relación con otras variables macroeconómicas.

En Estados Unidos, la Fed proyectaba, en el momento de introducir el *forward guidance* contingente, que la tasa de paro se situaría cercana al umbral del 6,5 % en la segunda mitad de 2015 y, sin embargo, todo apunta a que puede llegar a ese valor en el primer trimestre de 2014 (véase el panel izquierdo del gráfico adjunto). Este rápido descenso de la tasa de paro no se ha debido a la mayor creación de empleo, sino a la importante caída de la tasa de participación, que se ha reducido en 2,7 pp (hasta el 63 %, cerca del mínimo histórico) desde el inicio de la recuperación. Se estima que alrededor de 1,4 pp de caída se deben a factores estructurales (como las características demográficas o la incorporación de la mujer al mercado laboral); el resto se explicaría por factores coyunturales, que pueden tener una mayor o menor persistencia. El debate se centra precisamente en qué parte de estos factores tiene naturaleza meramente cíclica y en si una situación transitoria puede convertirse en permanente por efectos de histéresis. Este debate es clave para determinar en qué medida la evolución de la tasa de paro recoge la capacidad ociosa de la economía y, por tanto, para la actuación de la Fed.

EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE PARTICIPACIÓN, PARO Y EMPLEO EN EEUU



REINO UNIDO. TASA DE PARO Y PRODUCTIVIDAD (a)



FUENTES: Bureau of Labor Statistics, Banco de Inglaterra, estadísticas nacionales y Datastream-Thomson Reuters.

a Elaboración propia a partir de datos de los informes de inflación del Banco de Inglaterra publicados en agosto de 2013 y febrero de 2014.

En el caso del Reino Unido, la evolución de la tasa de paro ha estado estrechamente ligada a la de la productividad. Desde que se inició la crisis, la productividad aparente del trabajo ha mostrado una gran debilidad, que resulta difícil de explicar solo como un desajuste temporal entre las respuestas de la producción y el empleo. Algunos análisis señalan que la baja productividad refleja una tendencia subyacente de la economía británica ligada a una insuficiencia de capital, mientras que otros lo relacionan más bien con factores de demanda. El BoE, al anunciar su compromiso de *forward guidance*, asumió que la productividad se recuperaría rápidamente a medida que el crecimiento de la demanda redujese la capacidad ociosa existente, de modo que la tasa de paro alcanzaría el 7 % solo a finales de 2016 (véase el panel derecho del gráfico). Sin embargo, el mayor dinamismo de la actividad en Reino Unido en los últimos trimestres ha venido acompañado de un notable repunte del empleo y de una escasa respuesta de la productividad, de forma que la tasa de paro se ha aproximado rápidamente al umbral de referencia y se espera ahora que este se alcance en el segundo trimestre de 2014.

Esta rápida convergencia a los umbrales establecidos ha impulsado una reformulación de los compromisos vigentes. Ambos bancos centrales han introducido nuevamente elementos cualitati-

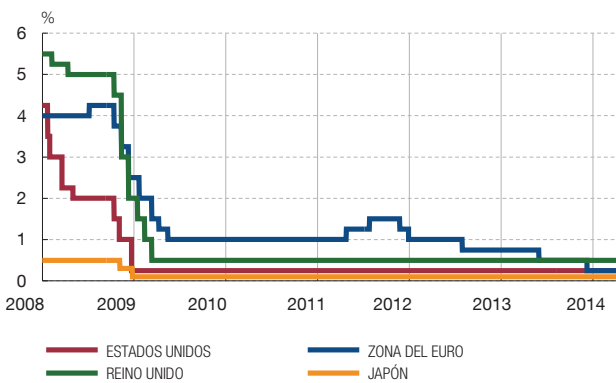
vos en sus estrategias, para señalar que los tipos oficiales se mantendrán en sus niveles actuales más allá de los umbrales. Así, la Fed anunció, tras su reunión de diciembre de 2013, que ve apropiado mantener el tipo oficial en su rango actual por un tiempo prolongado una vez que la tasa de paro se sitúe por debajo del 6,5 %, especialmente si la inflación proyectada se sigue manteniendo por debajo del 2 % (objetivo oficial). Y posteriormente, en su reunión de marzo de 2014, ha abandonado sus umbrales para la tasa de paro y las expectativas de inflación, y los ha sustituido por una valoración cualitativa de indicadores de las condiciones del mercado de trabajo, de las presiones inflacionistas y de la estabilidad financiera. Por su parte, el BoE, en su *Informe de Inflación* de febrero de 2014, ha prescindido de la tasa de paro como referencia única del grado de capacidad ociosa, ampliando el conjunto de indicadores de referencia. Al mismo tiempo ha reformulado su compromiso señalando que es preciso reabsorber esa capacidad ociosa antes de elevar el tipo oficial y que, cuando esto se produzca, se realizará de forma gradual y no llegará a alcanzar el promedio de la etapa anterior a la crisis (5 %). Estas dos experiencias ilustran la complejidad de las estrategias de orientación de expectativas basadas en referencias cuantitativas, especialmente si el margen de incertidumbre que rodea la proyección de las variables de referencia es muy elevado, como en la situación actual.

estrategia, desligando el proceso de *tapering* de la eventual subida del tipo oficial, que vendría guiada por la política de *forward guidance*. En concreto, subrayó que la situación en el mercado de trabajo seguía sin ser satisfactoria y que, una vez cesasen las compras de activos, pasaría un intervalo de tiempo antes de que comenzase el proceso de subidas de los tipos de interés oficiales.

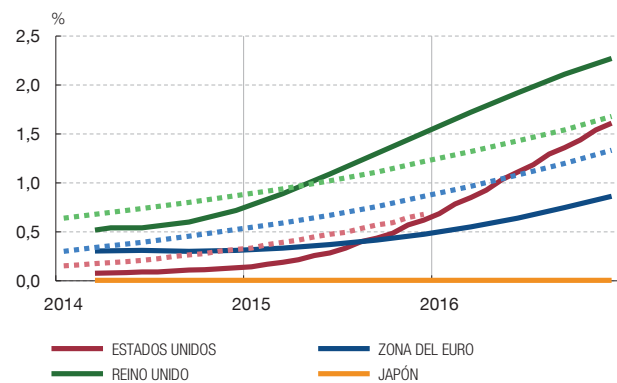
El repunte de los tipos a largo plazo inducido por las expectativas de reducción de estímulos monetarios en Estados Unidos afectó a los tipos de interés de otras economías desarrolladas, cuyos bancos centrales intentaron separarse de estos movimientos utilizando asimismo estrategias de *forward guidance*. El Banco de Inglaterra (ya bajo la batuta de su nuevo gobernador) lo hizo en agosto, estableciendo un umbral de tasa de paro del 7 %; y el BCE, de forma más cualitativa, en ese mismo mes, para reconducir las expectativas de los agentes respecto a la senda futura de tipos oficiales. Estas medidas y la decisión de la Fed, en septiembre, de no iniciar el proceso de *tapering* —ante la moderación en la creación de empleo, el tensionamiento de las condiciones financieras y la incertidumbre sobre las negociaciones fiscales— calmaron notablemente a los mercados financieros. Finalmente, en su reunión de diciembre, la Fed anunció el comienzo de la reducción en el ritmo de compras de activos a partir de enero de 2014, de 85 mm a 75 mm de dólares mensuales, minoración de 10 mm de dólares que se ha repetido en las reuniones posteriores de enero y de marzo.

Un aspecto destacable en el ámbito de las estrategias monetarias de los principales bancos centrales fueron las dificultades para comunicarlas de un modo satisfactorio. A la experiencia negativa de la Fed cuando apuntó su intención de recortar gradualmente las compras de activos se unieron los problemas derivados del uso de estrategias de *forward guidance*

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



EXPECTATIVAS DE TIPOS DE INTERÉS (a)



FUENTES: Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de Japón y Datastream-Thomson Reuters.

a Las líneas continuas indican los últimos datos disponibles, mientras que las líneas discontinuas indican los datos a 4 de enero de 2013.

condicionadas a umbrales cuantitativos en Estados Unidos y Reino Unido, que han llevado a matizar o modificar dichas estrategias en los últimos meses, en vista de la reducción más rápida de lo previsto de las tasas de paro, como se comenta en el recuadro 1.

#### ECONOMÍAS EMERGENTES

El año 2013 se caracterizó por un empeoramiento en la percepción respecto de las perspectivas económicas y vulnerabilidades de las economías emergentes. Dicho cambio tuvo su correlato en la evolución desfavorable desde comienzos del año, que se intensificó a partir de mayo, una vez descontado el inicio del cambio de ciclo monetario mundial. Este cambio de percepción parece persistente y se está incorporando en las perspectivas de evolución de estas economías —para las que se ha revisado a la baja su crecimiento potencial— y de la economía mundial en los próximos años. El episodio de volatilidad iniciado en mayo expuso las principales vulnerabilidades acumuladas en los últimos años en algunos países, en particular aquellos con posiciones exteriores más débiles, como Brasil, India, Indonesia o Turquía (véase gráfico 9). La abundante liquidez global y el elevado atractivo relativo de estos mercados no solo habían hecho pasar desapercibidas tales vulnerabilidades previamente, sino que contribuyeron a incrementarlas.

Pueden identificarse, al menos, dos razones por las que los países emergentes han sido tan sensibles a la percepción de un cambio en el ciclo monetario mundial:

- Por un lado, se venía de una fase marcada por la resistencia de las economías emergentes a la crisis global y una rápida e intensa recuperación entre 2008 y 2010, de tal modo que presentaban un mayor atractivo relativo —en términos tanto de rentabilidad como incluso de riesgo, en algunos casos— respecto a las economías avanzadas. En buena medida, esta percepción favorable se fundamentó en una reducción de las vulnerabilidades tradicionales asociadas a los países emergentes, como el excesivo endeudamiento en moneda extranjera, la debilidad del sistema bancario, o los regímenes de tipos de cambio fijos artificialmente sobrevalorados. Esta situación, en combinación con las condiciones de liquidez y financiación holgadas, derivadas de las políticas monetarias ultraexpansivas de las economías avanzadas para superar la crisis, provocó una afluencia intensa de flujos financieros hacia las economías emergentes —por encima de sus tendencias de largo plazo—,

La economía de Japón ha estado sumida durante dos décadas en un proceso deflacionario que, a pesar de las distintas iniciativas adoptadas por las autoridades, parecía difícil de romper. En diciembre de 2012 Shinzo Abe fue elegido primer ministro, en un contexto en el que la economía caía en recesión por quinta vez en 15 años, la deuda pública excedía el 200 % del PIB —veáse gráfico 6 del texto— y el persistente descenso de los precios deprimía el consumo, la confianza y la inversión corporativa. Su programa electoral tenía como objetivos reanimar la economía y terminar con la deflación, y estaba basado en una estrategia bautizada como *Abenomics*, estructurada sobre tres pilares —monetario, fiscal y estructural—, que se reforzarían mutuamente.

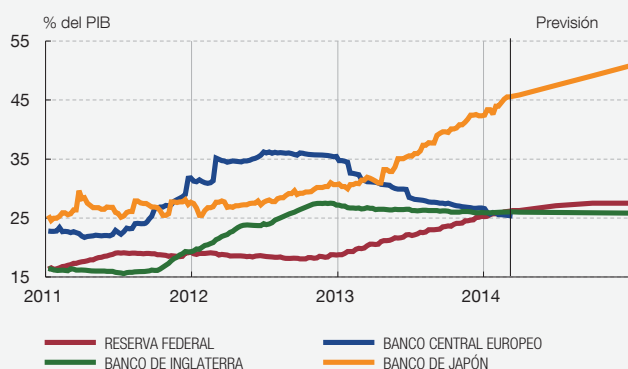
El primer pilar se activó con la aprobación en abril de 2013, tras el nombramiento del nuevo gobernador del banco central, de un ambicioso programa de expansión monetaria con el objetivo de alcanzar un crecimiento estable de los precios, fijado en una inflación interanual del 2 % en el transcurso de dos años. Para ello, el Banco de Japón anunció que duplicaría el tamaño de su balance en ese plazo mediante compras de bonos del Gobierno (de mayor plazo que en anteriores programas), principalmente, por importe de entre 60 y 70 billones de yenes anuales, no siendo descartable que se adopten medidas adicionales si no se alcanzan los objetivos. Esta expansión monetaria excede por su magnitud a las realizadas por otros bancos centrales durante la crisis, pues frente a la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra o el BCE, cuyos balances se sitúan en torno al 25 % del PIB, el del Banco de Japón rebasará, previsiblemente, el 50 % del PIB a finales de 2014 (véase gráfico 1). La expansión monetaria ha reforzado la tendencia de depreciación del yen japonés que se inició tras anunciarse dos expansiones monetarias en otoño de 2012 y con la convocatoria anticipada de elecciones, y ha llegado a una depreciación acumulada del 35 % a finales de diciembre de 2013. Esta estrategia monetaria ha incidido positivamente en la actividad económica por dos vías principales: el estímulo del consumo, por el efecto riqueza asociado a la subida de la bolsa, y el impacto sobre las exportaciones, por la depreciación. No obstante, este último efecto ha

sido más que compensado por el encarecimiento de las importaciones de productos energéticos y el aumento de la dependencia energética del exterior (consecuencia del maremoto de 2011 y posterior escape nuclear en Fukushima), de modo que el saldo corriente se ha deteriorado hasta situarse en territorio deficitario en los últimos meses de 2013.

El segundo pilar consiste en una política fiscal flexible que impulse la economía a corto plazo, con el compromiso de restablecer la sostenibilidad de la deuda pública en el medio y largo plazo. Para ello se fija como objetivo reducir el déficit a la mitad en el ejercicio fiscal 2015 y alcanzar el equilibrio presupuestario en el ejercicio fiscal 2020. En enero de 2013 se anunció un paquete fiscal expansivo por importe de 10,3 billones de yenes, equivalentes al 2,2 % del PIB, reforzado en diciembre con un nuevo programa de 5,5 billones de yenes (1,1 % del PIB). El elevado nivel de deuda pública —junto con los compromisos derivados del envejecimiento de su población— exige también un plan de consolidación a medio y largo plazo, para lo que ya se habían aprobado por el anterior Gobierno dos aumentos en el impuesto sobre el consumo, del 5 % al 8 % en abril de 2014, y del 8 % al 10 % en octubre de 2015. El primero ya es firme, pero el segundo está sujeto a que las condiciones económicas del momento lo permitan. La confirmación de la primera subida ha sido criticada por su impacto sobre la actividad, pero desde el punto de vista de la sostenibilidad fiscal resultaba inaplazable. De hecho, los aumentos impositivos previstos actualmente resultan claramente insuficientes para garantizar esta sostenibilidad y, aunque la subida de impuestos ha sido un paso en la buena dirección, siguen existiendo dudas sobre el compromiso del Gobierno para cumplir sus objetivos fiscales.

El tercer pilar, centrado en las reformas estructurales, persigue aumentar la tasa de crecimiento de la economía en el largo plazo. Para reforzar este pilar se han creado comisiones de seguimiento de los distintos planes y la agenda reformista será evaluada el próximo junio. Entre las medidas contempladas —la mayor parte por desarrollar— se incluye la reducción de normas proteccionistas

1 BALANCES DE LOS BANCOS CENTRALES: TOTAL ACTIVOS



2 EVOLUCIÓN BOLSA, TIPO DE CAMBIO Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



FUENTES: Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de Japón, Barclays Capital y Datastream-Thomson Reuters.



en sectores como la agricultura, la comercialización de productos farmacéuticos, o la energía; la eliminación de rigideces en el mercado laboral para promover, entre otros objetivos, la incorporación de la mujer; y medidas encaminadas a mejorar la educación, promover la innovación y eliminar la regulación ineficiente. Como aspecto más destacado en este ámbito, cabe destacar que en 2013 Japón ha completado su incorporación al Acuerdo Estratégico Trans-Pacífico para la Cooperación Económica, alianza que tiene por objetivo la creación de una plataforma que permita la potencial integración económica de la región Asia-Pacífico.

Un año después de su inicio, la valoración sobre la *Abenomics* no es todavía concluyente. Por un lado, la tasa de inflación se ha asentado en terreno positivo, alcanzando en enero de 2014 el 1,4 % interanual (la subyacente, el 0,7 %), al tiempo que las expectativas de inflación a medio plazo superan el 1,3 % interanual (véase gráfico 2). No obstante, se trata de un incremento impulsado en buena medida por el alza de los precios de las importaciones derivada de la depreciación del yen, cuyos efectos se irán disipando a lo largo del año. Así, el dinamismo de los precios internos y, más aún, de los salarios será decisivo para consolidar el aumento de la inflación. En esta línea, se espera que los salarios

aumenten en la ronda de negociación de primavera, al tiempo que los empleados públicos recuperarán el 10 % que se les recortó tras la catástrofe de Fukushima. Por otra parte, la depreciación ha contribuido al repunte de los beneficios de las compañías exportadoras, que, junto con la mejora de la confianza, se ha reflejado en un importante aumento de la bolsa. Por otro lado, los paquetes fiscales introducidos han contribuido a estimular la actividad —aunque la tasa de crecimiento se ha reducido en la segunda mitad de 2013—, y se espera que el aprobado a finales de año mitigue el impacto del alza impositiva, no siendo descartables nuevos impulsos monetarios. En definitiva, las medidas fiscales y, sobre todo, monetarias han ejercido una influencia notable sobre la actividad, en gran medida, afectando a las expectativas de los agentes y favoreciendo la expansión del gasto interno. Sin embargo, estos efectos de demanda —sobre todo, teniendo en cuenta la necesidad de una fuerte consolidación fiscal a medio plazo— tenderán a difuminarse si no se le da un impulso fuerte al pilar de las reformas estructurales, que operan mayormente por el lado de la oferta. La escasez de avances en este sentido y la oposición de numerosos grupos de interés a las reformas estructurales aumentan la incertidumbre en torno a los resultados finales de la estrategia.

con la correspondiente compresión de diferenciales de crédito, apreciación cambiaria y elevación de precios de los activos.

- Por otro lado, desde 2011 se estaba produciendo una desaceleración en cierto modo inesperada en las principales economías emergentes, cuyas tasas de crecimiento defraudaron reiteradamente las expectativas de recuperación albergada por el consenso de los analistas. Esta evolución ha terminado traducándose en una significativa revisión a la baja de las previsiones económicas y, de modo más relevante, del crecimiento potencial (entre 0,25 pp y 1,5 pp para el caso de los BRIC, según el FMI). En el caso específico de China, la revisión ha venido influida por el cambio de modelo de crecimiento que se estima necesario para corregir sus desequilibrios internos y garantizar la sostenibilidad a largo plazo, y que pasa probablemente por una menor velocidad en el ritmo de desarrollo económico. China parece avanzar en un proceso de desapalancamiento tras años de fuerte crecimiento del crédito y el nuevo Gobierno ha indicado una mayor intención reformista y liberalizadora en el ámbito del sistema financiero y del comercio.

Así las cosas, el inicio del cambio de ciclo monetario global y el menor diferencial de crecimiento esperado entre economías emergentes y avanzadas se han conjugado durante 2013 para provocar una notable volatilidad en los mercados y una moderada reversión de flujos de capitales, que podría interpretarse como una normalización. Desde esta perspectiva, en la que la consolidación de la recuperación de las economías avanzadas anticipa un horizonte económico global más favorable y estable y una mayor demanda externa para las economías emergentes, la situación no debe ser valorada necesariamente de modo negativo, a pesar de la elevada sensibilidad mostrada recientemente por los mercados.

## Anuncios de los bancos centrales

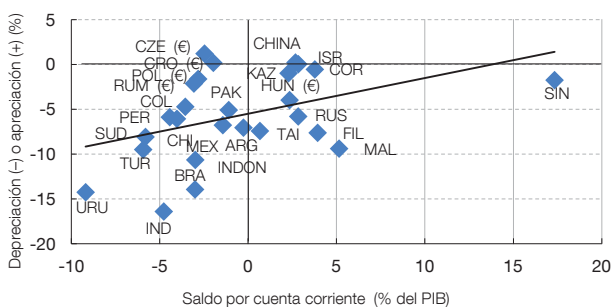
Banco Central	Tipo de <i>forward guidance</i>	Fecha de decisión	Anuncio
Banco Central	Contingente	Febrero de 2012	«Hasta que la estabilidad de precios esté a la vista, con un objetivo del 1 % de inflación»
Banco de Japón	Contingente	Abril de 2013	«El Banco continuará con la expansión monetaria cuantitativa y cualitativa durante el tiempo necesario para mantener la estabilidad de precios en el objetivo del 2 %, con un horizonte temporal de unos dos años»
	Indefinido	Diciembre de 2008	«Durante algún tiempo»
	Indefinido	Marzo de 2009	«Por un período prolongado»
	Periodo determinado	Agosto de 2011	«Al menos, hasta mediados de 2013»
	Periodo determinado	Enero de 2012	«Al menos, hasta finales de 2014»
	Periodo determinado	Septiembre de 2012	«Al menos, hasta mediados de 2015»
Reserva Federal de Estados Unidos	Contingente	Diciembre de 2012	«Mientras la tasa de desempleo se mantenga por encima del 6,5 %, la previsión de inflación en un horizonte de entre uno y dos años no supere el 2,5 % y las expectativas de largo plazo de inflación continúen bien ancladas»
	Contingente con mayor valoración cualitativa	Diciembre de 2013	«Se valorarán más indicadores del mercado de trabajo y es posible que se mantengan los tipos oficiales hasta bastante tiempo después de que la tasa de paro se sitúe por debajo del 6,5 %, especialmente si la inflación prevista sigue situándose por debajo del objetivo del 2 %»
	Contingente con valoración cualitativa	Marzo de 2014	«Para determinar cuánto tiempo el tipo de interés oficial se mantendrá en el intervalo actual del 0-0,25 %, se tendrán en cuenta una serie de indicadores sobre el mercado de trabajo, las presiones inflacionistas, las expectativas de inflación y la evolución financiera»
Banco de Inglaterra	Contingente	Agosto de 2013	«Al menos, hasta que la tasa de desempleo caiga al 7 %, sujeto a tres <i>knockouts</i> relacionados con la inflación y la estabilidad financiera»
	Contingente con mayor valoración cualitativa	Febrero de 2014	«Aún queda capacidad ociosa que absorber antes de aumentar el tipo oficial. La senda de tipos en los próximos años dependerá de la evolución económica, si bien la subida de tipos sería gradual y se mantendría por debajo del 5 %»
Banco Central Europeo	Indefinido	Julio de 2013	«Por un período prolongado de tiempo. Esta expectativa se basa en el mantenimiento a medio plazo de unas perspectivas de inflación en general contenidas, dada la debilidad generalizada de la economía y la atonía de la evolución monetaria»
Banco de Canadá	Período determinado	Abril de 2009	«Hasta el segundo trimestre de 2010, condicionado a las perspectivas de inflación»
Banco de Suecia	Período determinado	Abril de 2009	«Hasta principios de 2011».

FUENTE: Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de Japón, Banco de Canadá y Banco de Suecia.

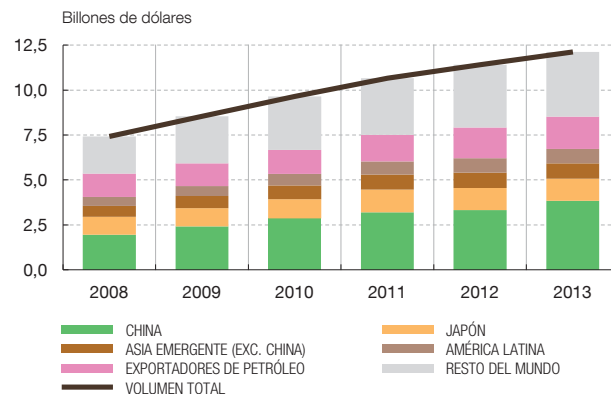
NOTA: Contingente: condicionado a variables económicas.

El resultado final dependerá de los fundamentos y del grado de vulnerabilidad de estas economías. En este sentido, conviene observar que en los últimos años las posiciones corrientes y fiscales y el crédito de algunas economías emergentes (algunas asiáticas y varias latinoamericanas), que fueron muy sólidas hasta mediados de la década pasada, habían tendido a deteriorarse. Salvo excepciones, el deterioro ha sido moderado, y los niveles de vulnerabilidad, menores que en el pasado; además, existen mecanismos de mitigación, como la capacidad de absorción generada por la flexibilidad cambiaria —en un contexto de menores descalces

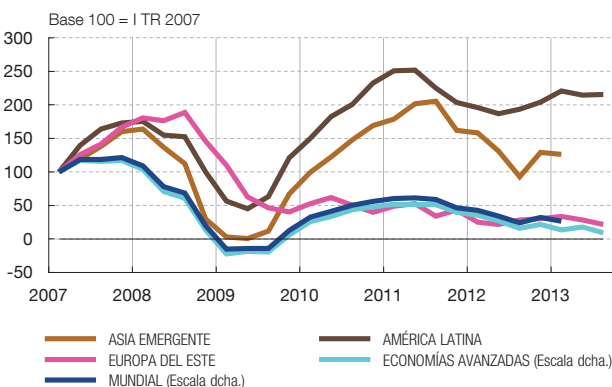
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (a) Y TIPO DE CAMBIO (b)



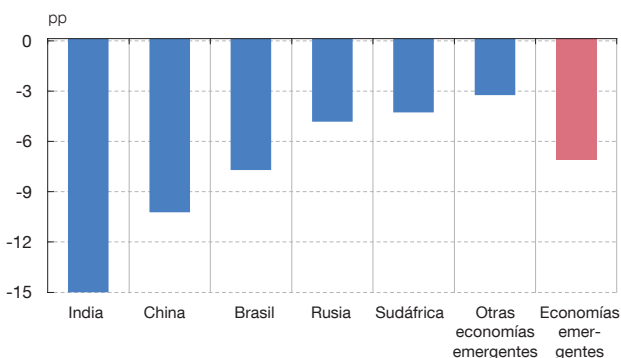
VOLUMEN DE RESERVAS INTERNACIONALES



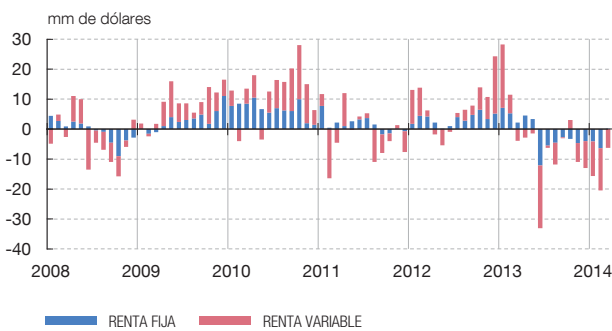
FLUJOS FINANCIEROS. ENTRADAS DEL EXTERIOR (c)



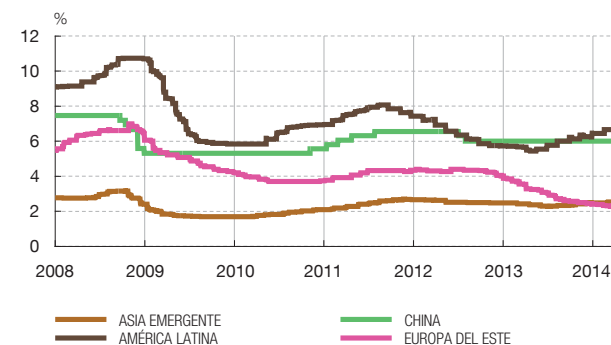
REDUCCIÓN ACUMULADA EN LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO DESDE 2012 A 2016 (f)



FLUJOS NETOS DE CAPITALES (d)



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES (e)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, estadísticas nacionales, Bloomberg, Datastream-Thomson Reuters y EPFR Global.

- a Datos del primer trimestre de 2013.
- b Frente al dólar o al euro, y en el período 22 de mayo a 27 de agosto de 2013.
- c Para la composición de los agregados de países, consultar notas al pie del cuadro 1.
- d Flujos a fondos de renta fija y de renta variable.
- e Áreas consideradas: Asia emergente: India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia y Filipinas. América Latina: Brasil, México, Colombia, Perú y Chile. Europa del Este: Polonia, República Checa, Rumanía y Hungría.
- f Diferencias entre el WEO de octubre de 2013 y el WEO de septiembre de 2011.

de moneda— y el elevado nivel de reservas de muchos de estos países. En cualquier caso, la mayor sensibilidad de los mercados, materializada en las turbulencias de 2013 y principios de 2014, puede interpretarse como una llamada de atención (*wake up call*) que puede tener efectos disciplinadores sobre los agentes y las políticas. También ha propiciado que los mercados

sean más selectivos, penalizando más a aquellos países con vulnerabilidades mayores, hasta el punto de generar dudas sobre la sostenibilidad de alguno en un contexto de menor disponibilidad de financiación. Es destacable que se haya producido una cierta discriminación entre riesgos y que la solidez de los fundamentos o los avances en la agenda reformista de países como México, Perú o Colombia haya sido valorada favorablemente por los mercados.

También se han producido modificaciones importantes en la conducción de las políticas monetarias, en parte explicadas por este cambio de percepción. Así, mientras que los países con fundamentos más sólidos pudieron permitirse la flotación de los tipos de cambio y reducir los tipos de interés (entre ellos, México, Chile o Corea), aquellos con problemas de inflación o financiación exterior (Brasil, India, Indonesia, Turquía) tuvieron que endurecer sus políticas monetarias, lo que supone un retorno al sesgo procíclico en las políticas económicas. Asimismo, se revirtieron algunas medidas de carácter macroprudencial instrumentadas en la fase expansiva para frenar los flujos de capital en países como Brasil o Perú, mientras que las políticas fiscales tuvieron poco protagonismo.

#### SITUACIÓN FINANCIERA Y BANCARIA

La situación de los mercados y sistemas financieros en los países desarrollados experimentó cierta mejoría en 2013, acorde con los indicios de recuperación económica y el avance en las reformas regulatorias en el sector bancario hacia un modelo más estable y con menos prociclicidad (veáanse gráficos 1 y 10). Esta tendencia contrastó con el tono de los mercados de las economías de países emergentes, que se vieron influenciados por unas perspectivas de crecimiento económico menos positivas y por los episodios de volatilidad ya comentados.

En todo caso, durante 2013 los indicadores financieros siguieron evolucionando en un contexto de extraordinaria liquidez coincidente con la reducción de importantes riesgos de cola presentes en la valoración de los mercados en determinadas áreas. En este entorno, el apetito por el riesgo se mantuvo elevado y la volatilidad reducida (véase gráfico 1), y se observaron caídas de los diferenciales de riesgo de crédito y menores diferencias entre los indicadores de riesgo de crédito de la zona del euro y Estados Unidos. En el mismo sentido, las cantidades de deuda emitidas en segmentos considerados como de mayor riesgo se mantuvieron en niveles elevados.

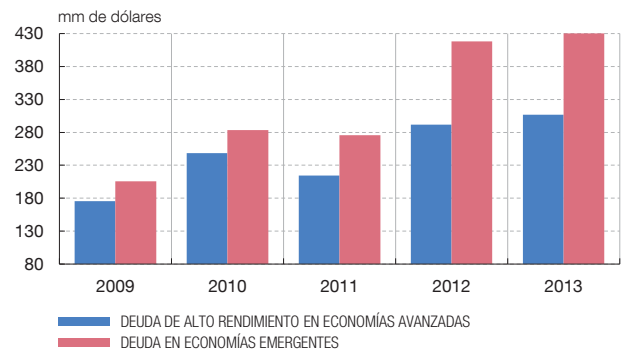
La discusión sobre el *tapering* en el mes de mayo sirvió para poner de manifiesto la vulnerabilidad de algunos agentes ante un escenario de incrementos en los tipos de interés, lo que favoreció que estos adoptasen medidas para mitigar los efectos de este escenario de riesgo en el futuro. En este entorno, se ha reducido la importancia para los mercados financieros de la incertidumbre proveniente de la política monetaria y los riesgos de cola, y han ganado protagonismo las dudas sobre el ritmo de crecimiento económico. Así, las turbulencias observadas a principios de 2014 apenas tuvieron incidencia en la volatilidad de la renta fija estadounidense y sus efectos fueron más relevantes en el caso de los mercados cambiarios y de acciones.

Por otro lado, los mercados financieros siguen condicionados por los cambios estructurales ocurridos tras la crisis financiera y por la reacción regulatoria e institucional posterior. En este sentido, continúa observándose un proceso de desintermediación bancaria que tiene su reflejo en los mercados primarios con reducidos volúmenes de emisión por parte del sector bancario, y una mayor presencia en el caso de las colocaciones realizadas por parte de las entidades no financieras. Este proceso —en parte, vinculado con los cambios regulatorios destinados a reforzar la situación de solvencia y liquidez de las entidades de crédito y a limitar los niveles de apalancamiento que pueden alcanzar— también se observa en la evolución del crédito, que crece moderadamente, incluso en las áreas que registran un mayor dinamismo, como Estados Unidos.

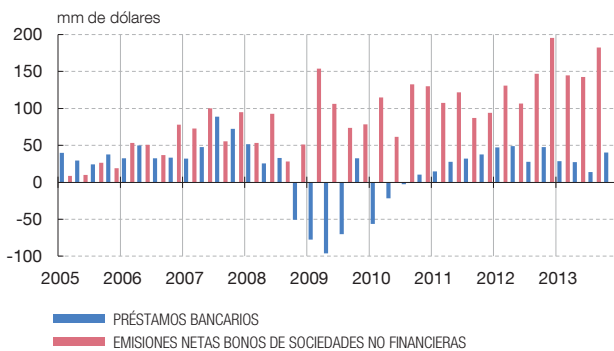
RATIOS DE CDS



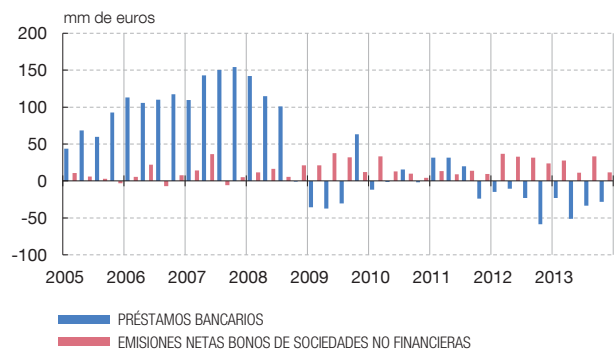
VOLUMEN DE EMISIONES DE DEUDA CORPORATIVA DE ALTO RENDIMIENTO EN ECONOMÍAS AVANZADAS Y DE DEUDA EN ECONOMÍAS EMERGENTES



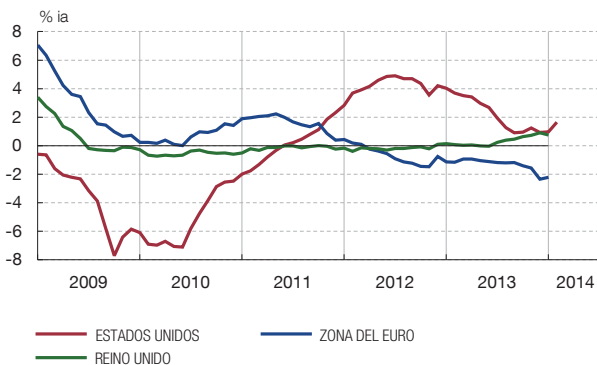
FLUJOS DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN ESTADOS UNIDOS



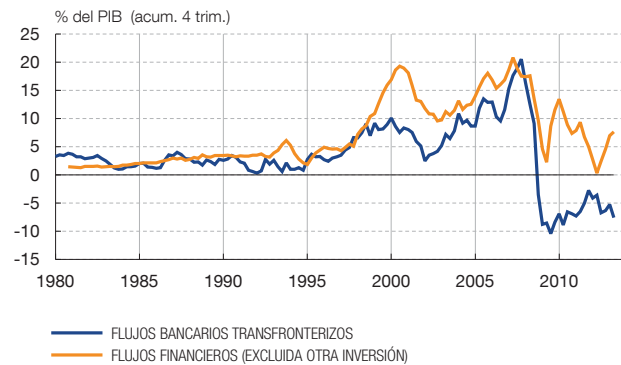
FLUJOS DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN LA ZONA DEL EURO



EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO



FLUJOS FINANCIEROS HACIA LAS ECONOMÍAS AVANZADAS (a)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco de Pagos Internacionales, Reserva Federal, Banco Central Europeo, Datastream-Thomson Reuters, Bloomberg y JP Morgan.

a Media simple de 17 países.

Este proceso de desintermediación está teniendo una intensidad diferenciada, tanto a escala geográfica, con una mayor incidencia en el caso de las áreas con un mayor grado de bancarización, como a escala sectorial, siendo más evidente en el caso de las grandes empresas. La consecuencia es que están apareciendo dificultades para sustituir la financiación bancaria por fuentes alternativas en algunos segmentos, como las pymes o la financiación de proyectos a largo plazo. El retorno muy gradual de la actividad en productos financieros complejos, como las titulaciones, observado desde 2012, puede facilitar que las entidades bancarias canalicen fondos hacia estos segmentos.

Por último, los flujos de capitales continúan deprimidos a escala global, y en particular entre las economías avanzadas. Esta evolución se deriva, en parte, de la fuerte reducción en los niveles de interconexión transfronteriza entre entidades bancarias, en especial las europeas. Esta tendencia obedece tanto a factores coyunturales —relacionados con la profundidad de la crisis y la reasignación de flujos conforme cambian las perspectivas de rentabilidad y riesgo— como a factores de carácter regulatorio, ante los mayores requisitos por parte de los reguladores nacionales en relación con la actividad que desarrollan los bancos extranjeros.

## Perspectivas y riesgos

El escenario central para 2014 contempla un ligero repunte del crecimiento para la economía mundial, que se situaría en torno al 3,5 %, medio punto por encima del registrado en 2013. Esta evolución vendría impulsada principalmente por el afianzamiento de la recuperación en las economías avanzadas —que en promedio crecerían algo por encima del 2 %, en torno a 1 pp más que en 2013— y por una estabilización (o ligero avance en algún caso) en las regiones emergentes —cuyo crecimiento medio se situaría alrededor del 5 %, unas pocas décimas por encima del registro de 2013—, si bien las tensiones en los mercados y la publicación de algunos datos macroeconómicos adversos en este inicio de año pueden poner en cuestión la ligera mejoría en estas economías.

En las economías avanzadas cabe anticipar que la ganancia de tracción será generalizada, en un entorno en el que el tono de la política monetaria continuará siendo previsiblemente acomodaticio y el menor ritmo de la consolidación de las cuentas públicas propiciará un tono menos contractivo de la política fiscal. En este contexto, se espera que prosigan la mejoría de los mercados laborales y la recuperación de los flujos comerciales. De acuerdo con las previsiones más recientes, se espera para 2014 un aumento del ritmo de crecimiento de en torno a 1 pp en Estados Unidos y Reino Unido (hasta casi el 3 % en ambos casos) y cercano a 1,5 pp —hasta alrededor del 1 %— en el área del euro. La economía japonesa —que mantendría su crecimiento alrededor del 1,5 %— puede constituir una excepción, en la medida en la que la elevación del impuesto sobre el consumo prevista en 2014 incida sobre este componente del gasto y se disipe el impacto positivo inicial derivado de los profundos cambios de política económica.

En todo caso, con un horizonte algo más dilatado, el recorrido de la recuperación sigue limitado por la capacidad de crecimiento a largo plazo y algunos elementos que la condicionan: endeudamiento público, aumento del desempleo de larga duración, mayor peso de actividades con menor productividad o, incluso, aumento de la desigualdad (que puede limitar el nivel de consumo de las economías). Tampoco hay que olvidar que la persistencia de amplios estímulos monetarios constituye una fuente de incertidumbre para las perspectivas de largo plazo. Precisamente, el alcance y el impacto de los factores estructurales antes mencionados están y seguirán estando presentes en la gestión de las políticas monetarias en la salida de la crisis, y en particular en el proceso de retirada de los estímulos, como se puso de manifiesto en el recuadro 1.

Las previsiones para las principales economías emergentes apuntan a una estabilización en tasas algo más bajas que las registradas en los últimos años. Cabe anticipar una recomposición en las fuentes de crecimiento, con una cierta rotación hacia la demanda externa —apoyada en la mejoría de las economías avanzadas—. En cualquier caso, las perspectivas se presentan algo más inciertas, sobre todo por la adaptación a un contexto de moderación de los flujos de capital al hilo de la normalización de la política monetaria en las economías avanzadas, principalmente en Estados Unidos, que en principio provocará un endurecimiento gradual de las condiciones financieras globales y un menor ritmo de

entradas de capitales. En el caso de China, su transición a un modelo de crecimiento más sustentado en el consumo privado conducirá previsiblemente a ritmos de crecimiento en torno al 7,5 %, inferiores a los observados en los últimos años. La menor demanda de China podría ser un factor moderador de la actividad de otras economías emergentes, sobre todo en Asia y en los países exportadores de materias primas. En todo caso, se prevé una estabilización del crecimiento (o ligeros avances) en Asia emergente (excluida China), América Latina y Europa del Este.

El balance de riesgos sobre este escenario central se presenta menos sesgado a la baja que en ejercicios anteriores, debido a que los riesgos de cola que acompañaron a la economía mundial en los últimos años se han mitigado en gran medida.

No obstante, persisten riesgos a la baja sobre el crecimiento de las economías avanzadas. En primer lugar, no es descartable que este se resienta si el proceso de normalización monetaria derivase en una elevación brusca de los tipos de interés a lo largo de la curva, que podría deprimir la demanda interna y afectar a la estabilidad financiera. Por otro lado, la inflación permanece en registros muy reducidos, en particular en el área del euro; aunque las expectativas de inflación continúan ancladas en torno a los objetivos de los bancos centrales, la propia persistencia de tasas muy bajas de inflación plantea riesgos para la recuperación. A más largo plazo, las finanzas públicas, sobre todo en Japón, pero también en Estados Unidos y en otras economías avanzadas, se mueven en un delicado equilibrio entre consolidación fiscal en el largo plazo e implementación de un ajuste más suave en un horizonte inmediato, que no entorpezca la recuperación. Una actitud demasiado laxa podría quebrar la confianza en la sostenibilidad fiscal y propiciar una elevación brusca del coste de la deuda pública, especialmente en el actual contexto de perspectivas de normalización monetaria. Finalmente, el crecimiento de las economías avanzadas podría verse afectado por perturbaciones en alguna de las economías emergentes sistémicas. No obstante, cabe identificar también algunos riesgos al alza, en particular si el círculo virtuoso entre mejora de la actividad, de la confianza y de la demanda gana tracción, favoreciendo una recuperación de la inversión mayor que la esperada.

En las economías emergentes los riesgos están más sesgados a la baja. La turbulencia de principios de año ha mostrado que los mercados financieros son ahora más sensibles a la situación de estas economías, de modo que el endurecimiento esperado de las condiciones financieras puede venir acompañado de episodios de volatilidad, con un impacto en las economías más vulnerables. No obstante, aun existiendo fragilidades importantes, buena parte de las economías emergentes tienen hoy fundamentos más sólidos y mejores políticas económicas que en anteriores períodos de crisis, por lo que los riesgos de cola sobre las economías emergentes parecen acotados y se circunscriben a un número limitado de economías vulnerables.

En definitiva, la economía mundial se encamina hacia un horizonte de normalización económica —y de las políticas económicas—, respaldado por el afianzamiento de la recuperación en las economías avanzadas. Este proceso no está exento de riesgos y dificultades, que, en el contexto actual, parecen afectar en mayor medida a las regiones emergentes. No obstante, la recuperación en las economías avanzadas, aun cuando sus tasas de crecimiento no retornen a las previas a la crisis, puede sustentar un panorama global más estable y una recuperación progresiva de los flujos comerciales y financieros, del que se beneficiará la economía global en su conjunto.

20.3.2014.

