

## AJUSTE Y PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS: EL IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA

Este artículo ha sido elaborado por Ignacio Hernando y Pedro del Río, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales, e Irene Pablos, del Banco Central Europeo.

### Introducción

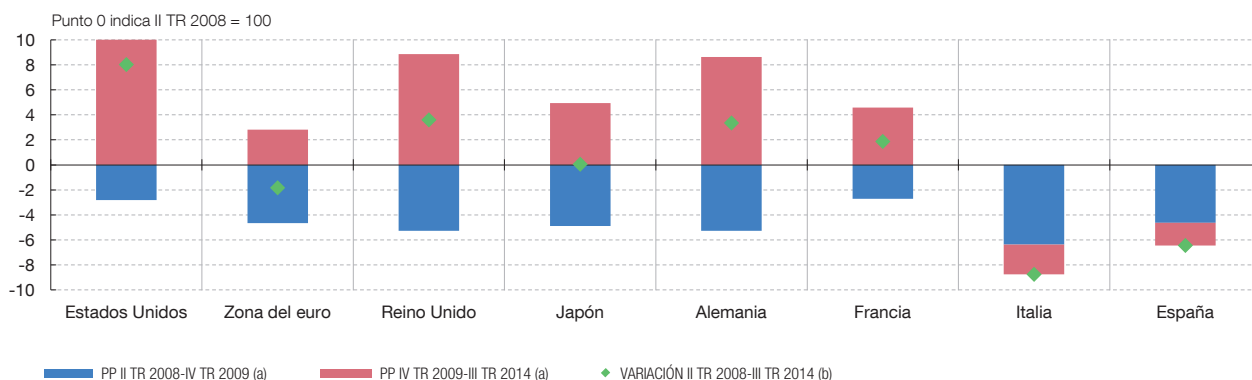
La crisis financiera global desencadenada en 2007-2008 ha sido la perturbación más grave experimentada por la economía mundial desde la Segunda Guerra Mundial. Como resultado de la crisis, el PIB de las principales economías desarrolladas se redujo entre un 3% y un 6% desde el máximo previo, a pesar de la respuesta rápida y coordinada de las autoridades económicas. Las medidas dirigidas a estimular la demanda agregada, dar apoyo al sector financiero y restaurar la confianza de los agentes permitieron quebrar la realimentación de efectos negativos entre la debilidad de los sistemas financieros y el deterioro de la economía real, y contribuyeron al inicio de una suave recuperación. Paulatinamente, el protagonismo de la política macroeconómica como soporte de la recuperación ha ido recayendo en mayor medida en la política monetaria, dado el deterioro experimentado por las finanzas públicas en muchas economías avanzadas.

A pesar del apoyo de la política monetaria, la recuperación en las principales economías está siendo lenta, frágil y desigual. Algunas de ellas, como la de Estados Unidos, han retornado a tasas de crecimiento próximas a las anteriores a la crisis; otras, entre las que se encuentran algunas del área del euro, siguen registrando ritmos de avance muy inferiores a los alcanzados en la fase de expansión previa, y han experimentando incluso nuevos retrocesos. Como resultado de todo ello, los niveles del PIB se sitúan muy por debajo de los que marcarían las tendencias previas a la crisis (véanse gráficos 1 y 2).

En este contexto, existe un intenso debate sobre las causas del bajo crecimiento persistente en las economías avanzadas, que tiene implicaciones importantes tanto para sus perspectivas como para las respuestas de política económica. Entre los múltiples factores que se han apuntado en este debate están los desequilibrios acumulados en el pasado —tanto en la fase previa a la crisis como durante esta—, algunas tendencias de más largo plazo, que ya se venían manifestando antes de que se desencadenase la crisis financiera global y que estarían detrás de la persistente debilidad de la demanda agregada —como el aumento de la desigualdad en la distribución de la renta o la mayor demanda de activos seguros—, y diversos fenómenos que apuntarían a una reducción del crecimiento potencial —como el envejecimiento de la población o la disminución del ritmo de progreso tecnológico—.

Este artículo realiza un amplio repaso de los trabajos que han ido apareciendo sobre el impacto de la crisis en las economías avanzadas, con objeto de determinar y evaluar los principales factores que están incidiendo en la debilidad de la recuperación de estas economías, y de reflexionar sobre las políticas económicas adecuadas para superar este período prolongado de crecimiento lento. En la siguiente sección se caracterizan los patrones habituales de salida de las crisis financieras y se comparan con la senda de recuperación actual. En la tercera sección se analizan los principales desequilibrios resultantes de la crisis, valorando en qué medida se están corrigiendo. En la cuarta se discuten las perspectivas de crecimiento potencial, mientras que en la quinta se repasa el papel de las políticas económicas en la situación actual. El artículo concluye con unas breves reflexiones finales.

VARIACIÓN EN EL NIVEL DEL PIB TRAS LA CRISIS FINANCIERA

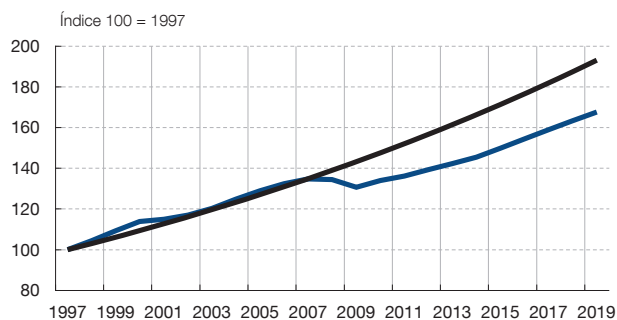


FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

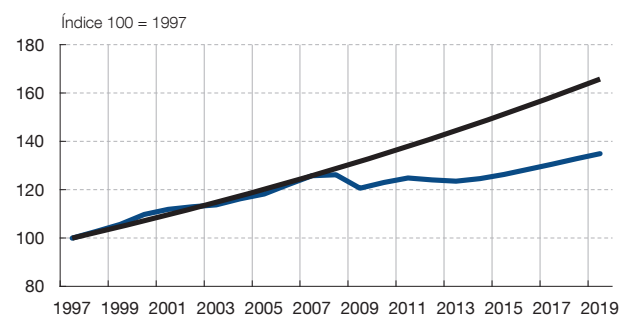
- a Contribución en puntos porcentuales (pp) a la variación del PIB por período.
- b Tasa de variación del PIB entre el segundo trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2014.

EVOLUCIÓN DEL PIB REAL EN LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS TRAS LA CRISIS. COMPARACIÓN CON LA TENDENCIA PREVIA (a)

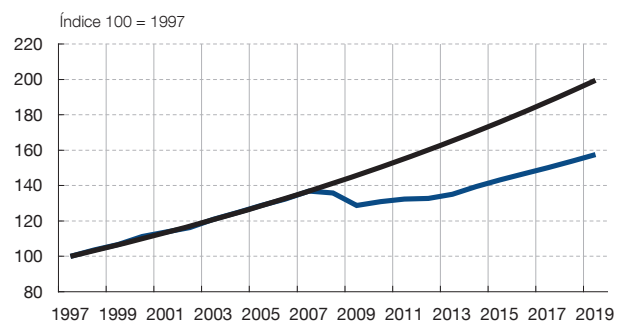
ESTADOS UNIDOS



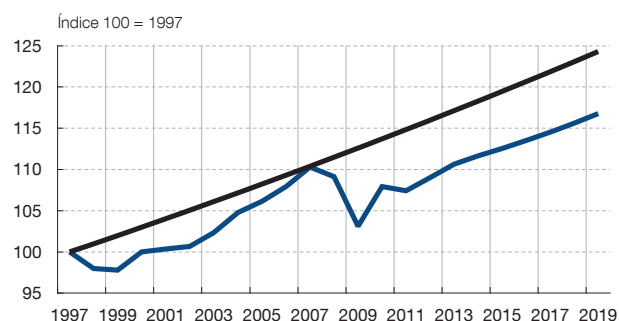
ZONA DEL EURO



REINO UNIDO



JAPÓN



FUENTE: Datos del WEO de octubre de 2014. Previsones desde 2014.

- a Tendencia previa calculada con el crecimiento promedio en los diez años anteriores a la crisis.

La crisis financiera global ha tenido un impacto adverso muy importante sobre el PIB de las economías avanzadas. Esta evolución está en línea con la experiencia histórica de las recesiones que tienen lugar después de crisis financieras<sup>1</sup>, que suelen dar lugar a una pérdida permanente en el nivel del PIB respecto a la tendencia previa, siendo poco frecuente que el crecimiento posterior permita recuperar ese nivel. Más bien, la evidencia histórica lleva a distinguir entre los casos en los que el crecimiento del PIB a medio plazo retorna a las tasas anteriores a la crisis y aquellos en los que el crecimiento permanece en ritmos inferiores. Esto puede deberse a los legados y excesos previos a la crisis, a una inadecuada respuesta de las políticas económicas o a que el crecimiento previo a la crisis no era sostenible<sup>2</sup>.

Los estudios sobre las recesiones que van ligadas a crisis financieras sugieren que las pérdidas en el nivel del PIB doblan las del resto de recesiones y que su duración es al menos dos veces mayor. Reinhart y Rogoff (2009) encuentran que el nivel del PIB se reduce en las crisis financieras severas cerca de un 9%, en promedio, en un lapso de unos dos años, mientras que las recesiones no financieras duran solo un año. Esta caída en la actividad viene seguida por un deterioro significativo del mercado de trabajo, con un aumento promedio de la tasa de paro de 7 puntos porcentuales (pp) durante un período medio de cuatro años. Con objeto de comparar con crisis financieras de la misma severidad que el episodio más reciente, Reinhart *et al.* (2014) examinan la evolución del PIB real per cápita en una muestra amplia de crisis sistémicas<sup>3</sup> y encuentran que, en promedio, las economías avanzadas registran pérdidas del 9,6% y tardan más de siete años en recobrar el nivel previo del PIB.

Más allá de las pérdidas de corto plazo producidas por la crisis, los estudios empíricos muestran que las crisis financieras tienen generalmente un efecto permanente en el nivel del PIB y pueden incluso tener un impacto sobre el crecimiento potencial a largo plazo. Cerra y Saxena (2008), referencia habitual en este tipo de estudios, encuentran que la recuperación del PIB real no compensa totalmente las pérdidas de la crisis y que, en la mitad de los casos, las tasas de crecimiento diez años después de la crisis son más bajas que antes de la crisis.

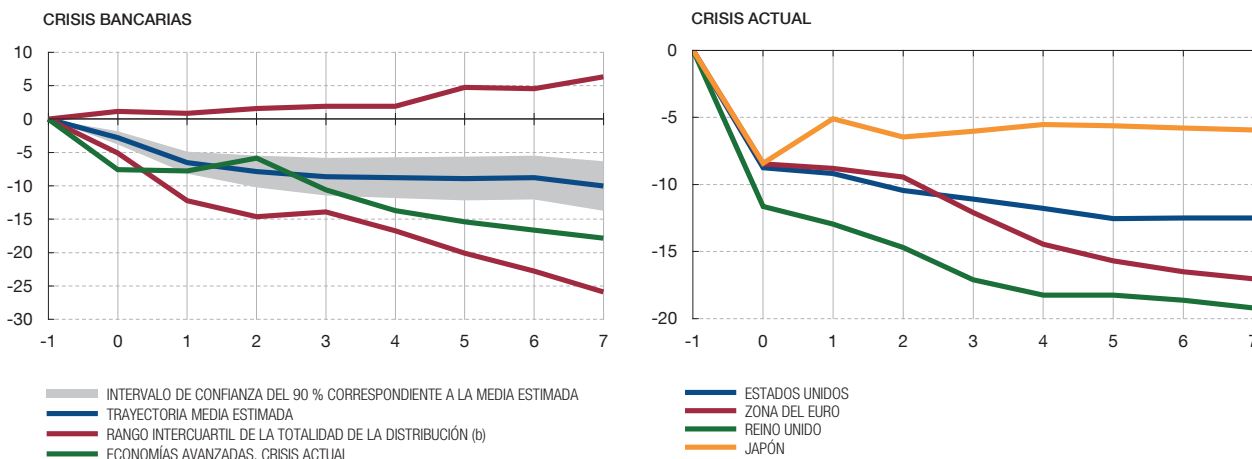
A modo de síntesis, el gráfico 3 compara la evolución de las economías desarrolladas en la fase de recuperación actual con el promedio observado en las fases de recuperación de las crisis financieras ocurridas desde los años setenta [FMI (2009b)]. En esos episodios, siete años después del inicio de las crisis, el PIB de las economías avanzadas se situaba, en promedio, 10 pp por debajo de la tendencia previa a las crisis; en la crisis actual, tras siete años, el promedio del PIB de las economías avanzadas está un 17% por debajo de la tendencia previa, aunque con notables diferencias entre la pérdida cercana al 20% en Reino Unido, al 17% en el área del euro, al 12% en Estados Unidos y al 6% en Japón.

Los análisis agregados de crisis financieras pueden complementarse con estudios de casos concretos, que permiten analizar los factores determinantes y el impacto de las políticas económicas. Las crisis sufridas por los países escandinavos (Suecia, Finlandia y Noruega) y por Japón a principios de los años noventa tienen especial interés, aunque

1 En esta sección se distingue entre las recesiones que tienen lugar después de crisis financieras y aquellas que no guardan relación con ellas. Dentro de las crisis financieras, nos centramos en las crisis bancarias (otras crisis financieras serían las cambiarias o las soberanas). En línea con la literatura [véase, por ejemplo, Laeven y Valencia (2013)], se suele diferenciar entre crisis bancarias sistémicas y no sistémicas, siendo las primeras las que muestran señales claras de tensiones en los sistemas bancarios (en términos de pérdidas, pánicos bancarios y/o liquidaciones de entidades) y, además, requieren una intervención significativa de las autoridades económicas.

2 Véanse Alberola *et al.* (2013) y Borio *et al.* (2013).

3 63 crisis en economías avanzadas, desde 1857.



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, *WEO* de octubre de 2009 y Banco de España.

- a Tendencia previa calculada con el crecimiento promedio en los diez años anteriores a la crisis.
- b El rango intercuartil representa el 50 % central de todas las crisis.

esos episodios no tuvieran el carácter global de la crisis actual —factor que tiende a acentuar la profundidad y la duración de las crisis [FMI (2009a)]—. El gráfico 4, que recoge la evolución del crecimiento tendencial del PIB en estos cuatro episodios, muestra una diversidad de resultados: Japón experimentó una caída duradera del crecimiento —debido posiblemente a una gestión inadecuada de la crisis, combinada con factores demográficos adversos—, de modo que la pérdida del PIB respecto a la tendencia previa no dejó de incrementarse; en los países escandinavos, sin embargo, las reformas estructurales y la reorientación de sus áreas de especialización productiva elevaron de nuevo sus tasas de crecimiento, algunos años incluso ligeramente por encima de los niveles precrisis, recuperando las pérdidas del PIB gradualmente.

ALGUNAS PARTICULARIDADES DE LAS CRISIS FINANCIERAS

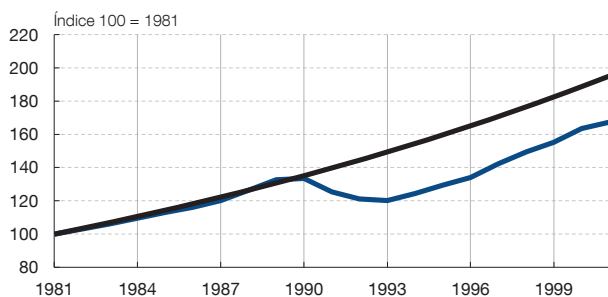
Existe, por tanto, un consenso que indica que las recesiones que siguen a las crisis financieras son inusualmente severas y largas, particularmente si son globales, y que las recuperaciones que las suceden suelen ser débiles, si bien los resultados varían en función de las condiciones de partida y los desequilibrios acumulados, de la respuesta de las políticas económicas y del entorno exterior más o menos favorable. Diversos trabajos han explorado qué factores contribuyen a explicar la severidad y la duración de las recesiones asociadas a crisis financieras. Por un lado, algunos trabajos<sup>4</sup> resaltan la importancia de las interacciones entre las variables macroeconómicas y las financieras. En concreto, las recesiones asociadas a crisis financieras están a menudo sincronizadas entre países y suelen coincidir con caídas del crédito y de los precios de los activos, como la bolsa y los precios de la vivienda, que suelen ser prolongadas y severas<sup>5</sup>.

Por otro lado, existe una amplia literatura que relaciona el coste de las crisis financieras y el tipo de ajuste posterior con los desequilibrios externos acumulados previamente. En

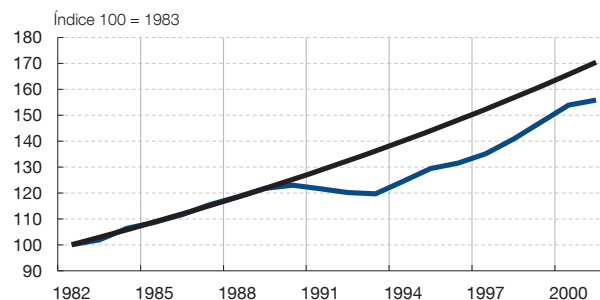
4 Como el de Claessens *et al.* (2012) y otros de los mismos autores. Un episodio de contracción de crédito suele durar dos años y medio, con una caída del crédito del 20 %; lo mismo suele durar una crisis bursátil, con caídas del 50 % de los precios en términos reales; y una crisis inmobiliaria suele durar aún más —cuatro años y medio—, con caídas del 30 % en los precios reales de la vivienda.

5 Distintos trabajos del BIS han incidido en las características de los ciclos financieros y su interrelación con los ciclos económicos [para una síntesis, véase BIS (2014)].

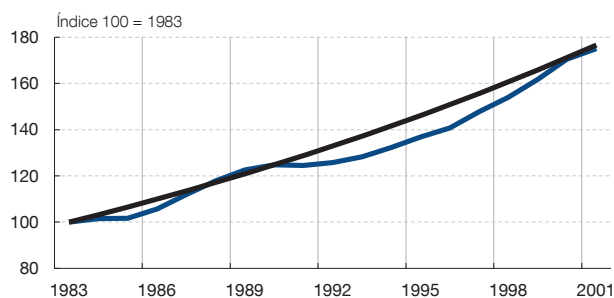
FINLANDIA



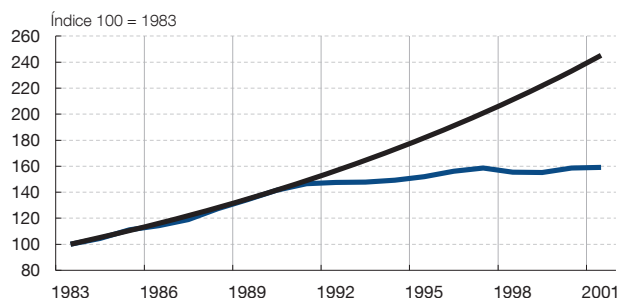
SUECIA



NORUEGA



JAPÓN



FUENTE: Datos del WEO de octubre de 2014.

a. Tendencia previa calculada con el crecimiento promedio en los diez años anteriores a la crisis.

términos generales, se observa<sup>6</sup> que en las economías deficitarias la fase expansiva suele estar financiada por recursos externos, por lo que la disminución de las entradas de fondos extranjeros durante la crisis obliga al sector privado (hogares y empresas) a reducir su consumo e inversión, dando lugar a una mayor corrección del PIB durante el ajuste. Por el contrario, el ahorro interno disponible en economías con superávit al inicio de la crisis permite que sean menos vulnerables ante las perturbaciones externas y tengan un mayor margen de maniobra para poner en marcha medidas estabilizadoras.

Algunos estudios que se centran en los desequilibrios generados por la intensidad en la creación de crédito (o apalancamiento) durante la expansión previa a la crisis encuentran que el tamaño del *boom* crediticio predice la caída del PIB. Según estos trabajos, la recuperación tras una recesión asociada a una crisis financiera es más lenta si se ha producido un exceso previo en la creación de crédito, de forma que, cuanto mayor sea el exceso de crédito previo, peores son la recesión y la recuperación posteriores<sup>7</sup>.

Por último, hay trabajos que se centran en el análisis de los procesos de recuperación que se producen sin crecimiento del crédito (*creditless recoveries*). Los datos muestran que este tipo de procesos sucede en cerca de una de cada cinco recuperaciones, y que el

6 Véase Nuño (2011), que distingue el patrón de ajuste tras una crisis financiera en función de si las economías presentaban déficit o superávit por cuenta corriente a su inicio.

7 Véanse Jordà *et al.* (2011) y Schularick y Taylor (2012), que utilizan el incremento de la ratio de crédito sobre el PIB respecto a una media histórica para medir el exceso de crédito. No obstante, Gadea y Pérez-Quirós (2015) destacan que el crédito presenta problemas como indicador adelantado del ciclo y señalan que la relación entre el crédito y la ocurrencia de recesiones, si existe, es muy débil, aunque se haya materializado en la última recesión.

crecimiento económico resultante suele ser inferior al de las recuperaciones «normales»<sup>8</sup>, siendo más comunes después de crisis bancarias, de *booms* de crédito previos y de ciclos *boom-bust* de precios de los activos inmobiliarios. Sin embargo, otros autores muestran que la caída en el crédito al sector privado no tiene por qué restringir necesariamente la recuperación económica tras una crisis financiera y señalan que las recuperaciones más rápidas se deben a ganancias de competitividad, vía depreciaciones del tipo de cambio, independientemente del proceso de desapalancamiento en marcha<sup>9</sup>.

## El legado de la Gran Recesión y el estancamiento secular de la demanda

La acumulación de importantes desequilibrios interrelacionados en la anterior fase expansiva muestra que el crecimiento en un elevado número de países avanzados era, en realidad, insostenible<sup>10</sup> y derivó, en última instancia, en el desencadenamiento de la crisis financiera global. La crisis, a su vez, favoreció la aparición de otros desequilibrios que habían permanecido larvados durante el período de bonanza. Más de seis años después de la quiebra de *Lehman Brothers*, punto álgido de la crisis financiera global, el avance en la corrección de estos desequilibrios ha diferido por países. A su vez, el proceso de recuperación de las economías sigue mostrándose titubeante y dependiente en exceso de unas políticas macroeconómicas muy laxas. Ambos fenómenos se retroalimentan: la existencia de ajustes pendientes lastra la salida de la crisis, y el bajo crecimiento dificulta una mayor progresión en el reequilibrio económico.

Entre los ajustes más costosos están los derivados del sobredimensionamiento de algunos sectores —principalmente, la construcción residencial— y de la excesiva acumulación de deuda privada. Pero también son relevantes otros desarrollos, como el aumento de la desigualdad de la renta o la escasez de activos seguros<sup>11</sup>, que suponen una rémora para la recuperación económica. Más allá de su impacto sobre la recuperación, estos desarrollos, junto con otras tendencias de más largo plazo, han podido favorecer una debilidad persistente de la demanda agregada. Estos temas se comentan a continuación.

## EL REDIMENSIONAMIENTO DE LOS SECTORES FINANCIERO E INMOBILIARIO Y LA RECOMPOSICIÓN SECTORIAL DEL EMPLEO

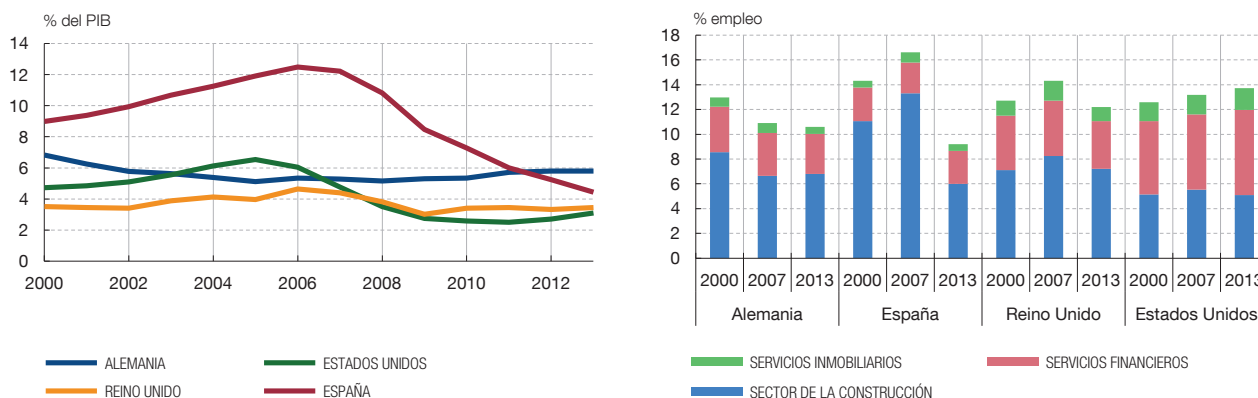
Uno de los desarrollos que estuvo en el origen de la crisis fue el crecimiento excesivo de los precios de la vivienda en algunos países, favorecido por el dinamismo de la financiación. El auge del sector de la vivienda y la expansión de la financiación —procesos que se realimentaron mutuamente durante la fase alcista, debido al carácter de colateral que tienen los activos inmobiliarios— incidieron notablemente en la estructura productiva de algunas economías. Como se aprecia en el gráfico 5, en los países (como Estados Unidos o España) que experimentaron un *boom* inmobiliario, el peso de la inversión residencial en el PIB y el peso de la construcción, los servicios inmobiliarios y los servicios financieros en el empleo registraron un aumento destacado. En otros países, como Reino Unido, en los que el crecimiento de los precios de la vivienda respondió principalmente a limitaciones de oferta, la expansión se circunscribió a la rama de servicios financieros, pero no se apreció un aumento significativo de la construcción o de los servicios inmobiliarios.

8 Véase Abiad et al. (2011).

9 Takáts y Upper (2013) examinan datos de 39 crisis financieras precedidas por *booms* crediticios y observan que la variación del crédito no muestra una correlación significativa con el crecimiento de la actividad durante los primeros años de la recuperación.

10 Lo que matiza, en cierto modo, las pérdidas calculadas respecto a la tendencia previa comentadas en el epígrafe anterior.

11 Según Caballero y Fahri (2014), dados los niveles extremadamente bajos de tipos de interés reales y tasas de inversión reducidas en numerosas economías avanzadas, es previsible que la escasez de activos seguros siga constituyendo un obstáculo a la recuperación. Si los tipos de interés nominales son ya cercanos a cero, no pueden reducirse para corregir la escasez de activos seguros y la insuficiencia de la demanda agregada. Los activos seguros inciden de modo destacado en la provisión de crédito al sector real, dado su papel crucial en el acceso de los intermediarios financieros a la financiación en mercados mayoristas.



FUENTES: OCDE, Eurostat y Bureau of Labor Statistics (US).

NOTA: En los datos de 2000 y 2007 (excepto Estados Unidos) se utiliza la clasificación NACE Rev. 1.1 con un nivel de desagregación de dos dígitos.

La paralización del mercado inmobiliario tras el estallido de la crisis dio lugar a un cambio drástico en estas tendencias sectoriales, especialmente en el sector de la construcción. La caída en el número de transacciones inmobiliarias detuvo la tendencia alcista del precio de la vivienda y aumentó el parque de viviendas sin vender —fenómenos que se apreciaron inicialmente en Estados Unidos y posteriormente en otros países—, provocando una abrupta contracción de la construcción de nuevas viviendas y una fuerte destrucción de empleo en ese sector.

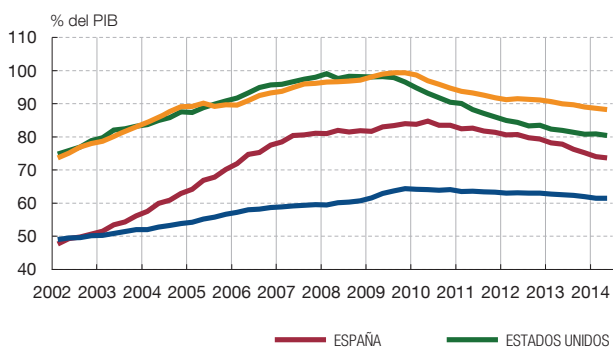
La velocidad del ajuste en el sector financiero difirió en función de la naturaleza de los problemas. En Estados Unidos se produjo una súbita pérdida de valor de activos financieros complejos (cuyo subyacente eran, en muchos casos, préstamos inmobiliarios) en los balances de las entidades financieras, y los problemas del sistema bancario emergieron pronto, lo que permitió actuar con celeridad para recapitalizar las entidades en dificultades. Dado que no es previsible que se produzca una recuperación de los niveles de actividad previos a la crisis en estos sectores, la reabsorción de los excedentes de empleo en otras ramas de actividad resulta crucial. En todo caso, este proceso plantea enormes retos; en particular, en el caso de la recolocación de los trabajadores procedentes de la construcción, debido a que su reducida cualificación dificulta su inserción en otras áreas productivas. Esta situación puede acabar desencadenando fenómenos de histéresis que contribuyan a elevar la tasa de paro estructural<sup>12</sup>.

EL DESAPALANCAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO

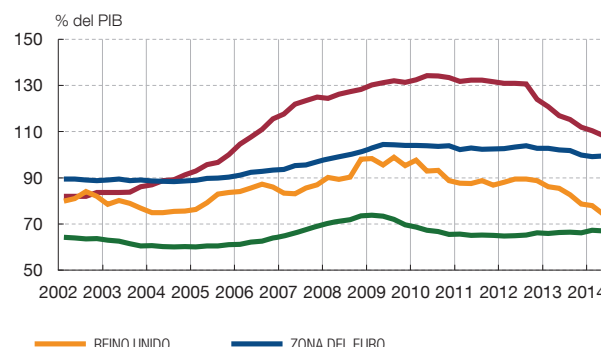
El sobredimensionamiento de los sectores financiero e inmobiliario en numerosas economías avanzadas —reflejo de una ineficiente asignación de los recursos productivos— se vio favorecido por la vigencia de unas condiciones financieras extraordinariamente laxas durante un período prolongado, que permitieron un notable incremento del endeudamiento de las familias y de las empresas no financieras. El aumento de los precios de los activos (y, en concreto, del de la vivienda) generó, en paralelo, un ascenso de la riqueza de los agentes, de modo que las ratios de deuda sobre activos mantuvieron una cierta estabilidad, que, como se pondría de manifiesto más adelante, ocultaba una creciente vulnerabilidad.

<sup>12</sup> En esta línea, Chen *et al.* (2011) muestran que los *shocks* sectoriales acaecidos durante la Gran Recesión —principalmente, en el sector de la construcción, pero también en el financiero— contribuyeron decisivamente a la elevación del desempleo de larga duración.

ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES



ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



FUENTE: Fuentes nacionales.

Como se aprecia en el gráfico 6, en la última fase alcista se produjo una elevación sustancial de la deuda del sector privado en España, Estados Unidos y Reino Unido, alcanzándose niveles máximos en 2009 en todos los casos. Las distintas características de la fase expansiva explican algunas diferencias en la composición de la deuda: en España el aumento fue más marcado en el caso de las empresas no financieras, mientras que en Estados Unidos lo fue en el de los hogares y en Reino Unido la intensidad fue similar en ambos sectores.

El estallido de la crisis financiera, con la consiguiente corrección de los precios de la vivienda, desencadenó un deterioro de los balances del sector privado y una interrupción de los flujos de financiación hacia hogares y empresas. Sin embargo, la intensa caída de la actividad y la inercia del stock de deuda retrasaron el comienzo del proceso de desapalancamiento que, con ligeras variaciones dependiendo del país y del sector institucional, comenzó a mediados de 2009. Desde entonces, la corrección del endeudamiento ha seguido sendas diferenciadas por países y agentes. En general, el proceso ha sido más intenso en Estados Unidos y Reino Unido, y el correspondiente a los hogares ha sido algo más pronunciado.

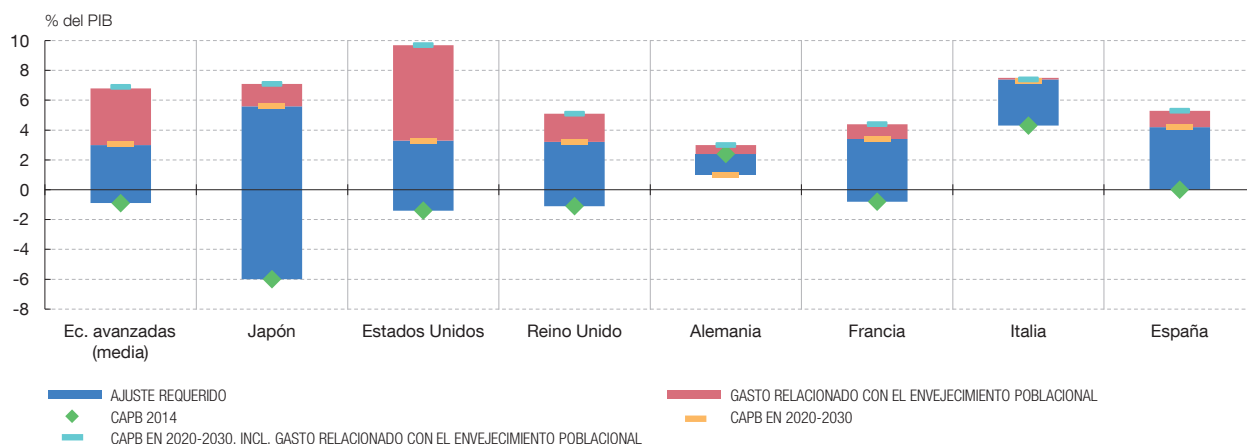
Los canales de ajuste del proceso de desapalancamiento también han diferido entre países<sup>13</sup>. En Estados Unidos, la mejora de la actividad económica y los saneamientos en la deuda de los hogares han contribuido significativamente a la reducción del ratio de deuda, mientras que en Reino Unido el mantenimiento de tasas de inflación moderadas por encima del objetivo del banco central —que erosiona el valor real de la deuda— ha desempeñado un papel importante; en España, la reducción de los flujos netos de financiación ha sido importante. En suma, el elevado endeudamiento del sector privado frena el gasto y ralentiza la recuperación, en la medida en que no se haya corregido el exceso de deuda<sup>14</sup>.

LA CONSOLIDACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

En la fase de mayor intensidad de la crisis, las autoridades económicas de las principales regiones avanzadas mostraron una reacción rápida y enérgica que permitió evitar la paralización de los mercados financieros internacionales y la intensificación del proceso de

13 Véase Garrote *et al.* (2013) para un análisis en detalle.  
 14 Mian y Sufi (2009) o Estrada *et al.* (2014) documentan extensamente el papel desempeñado por el sobreendeudamiento de los hogares en la gestación de la crisis, que precede a los problemas en el sistema bancario y que supone un obstáculo para la recuperación del gasto, incluso después de que el sistema bancario se haya saneado.





FUENTE: Fiscal Monitor, octubre de 2014.

retroalimentación entre los sectores real y financiero. Junto con la introducción de medidas no convencionales de política monetaria, la política fiscal desempeñó un papel destacado, tanto por el funcionamiento de los estabilizadores automáticos como por la aprobación de planes de estímulo dirigidos al reforzamiento del sistema financiero y a la reactivación de la demanda agregada. La introducción de estímulos fiscales fue generalizada, reflejando un elevado grado de consenso en su utilización.

La intensa utilización inicial de la política fiscal desembocó en un deterioro sustancial de las finanzas públicas, reflejado en una abrupta elevación de las cifras de déficit y deuda de las AAPP, que ha reducido severamente el margen de maniobra en este ámbito. La necesidad de consolidación presupuestaria reviste especial urgencia en economías en las que la sostenibilidad fiscal ha empeorado sustancialmente, provocando un aumento importante del coste de la financiación del sector público. En otros casos, como el de Estados Unidos, los mercados financieros no han presionado sobre el coste de financiación, dejando un mayor margen para acompasar el ritmo de la consolidación fiscal al de la recuperación. Pero también en estos casos es importante el compromiso con estrategias creíbles de ajuste fiscal a medio y largo plazo, porque, como se pone de manifiesto en el gráfico 7, el esfuerzo fiscal necesario para estabilizar la ratio de deuda sobre el PIB es muy elevado.

La prolongada debilidad de las economías ha generado un cierto debate sobre los efectos de la austeridad fiscal sobre la actividad y, en definitiva, sobre el ritmo óptimo de la consolidación fiscal. La evidencia empírica muestra que la consolidación fiscal conlleva un coste en términos de actividad en el corto plazo, si bien la magnitud de este efecto varía sustancialmente en función de las condiciones económicas y de la composición del ajuste; es decir, el multiplicador fiscal es positivo, pero su tamaño es incierto. Los multiplicadores fiscales tienden a ser mayores cuando la política monetaria no puede operar eficazmente, cuando la economía ha experimentado una recesión prolongada y cuando se está produciendo un ajuste sincronizado de numerosas economías<sup>15</sup>. Todas estas circunstancias se observan en la actualidad en mayor o menor grado en la mayoría de los países desarrollados. En todo caso, la consolidación fiscal tiene efectos beneficiosos en el largo plazo<sup>16</sup> y, además, la magnitud del impacto del ajuste en el corto plazo puede

<sup>15</sup> Véase Estrada y Vallés (2013) para un resumen de la literatura reciente sobre los multiplicadores fiscales.

<sup>16</sup> Como señalan Hernández de Cos y Thomas (2012).

verse atenuada, especialmente en situaciones de tensiones en los mercados financieros, por los efectos de confianza asociados al proceso de consolidación fiscal.

El hecho de que, seis años después del inicio de la crisis financiera global, las economías avanzadas muestren unas tasas de crecimiento muy modestas, a pesar de los estímulos monetarios extraordinarios que han venido recibiendo y del alivio de algunos de los lastres que han frenado la recuperación, como el endurecimiento de las condiciones financieras o la intensidad de la consolidación fiscal, ha llevado a algunos autores a plantearse la hipótesis de que las economías avanzadas se pueden encontrar en una situación de estancamiento secular, en la que una persistente debilidad de la demanda agregada lastra el crecimiento económico de forma permanente. De acuerdo con esta hipótesis<sup>17</sup>, en las últimas dos décadas se habría producido un descenso del tipo de interés real natural o de equilibrio compatible con el pleno empleo, que podría haber llegado incluso a tasas negativas.

El tipo de interés de equilibrio viene determinado por desplazamientos de las curvas de ahorro e inversión planeadas a escala global (véase gráfico 8). El incremento del ahorro y de las reservas internacionales en las economías emergentes y los efectos del progresivo envejecimiento de la población y de la mayor desigualdad en las desarrolladas habrían expandido la curva de ahorro global, incrementando, en particular, la demanda de activos seguros, mientras que el menor crecimiento demográfico, el aumento de la desigualdad, la ralentización de la productividad o el menor precio relativo de los bienes de capital habrían propiciado una caída tendencial de las tasas de inversión en las economías avanzadas en las últimas décadas. Estas tendencias se habrían intensificado como consecuencia de la crisis, por una menor confianza y mayor aversión al riesgo, o por los efectos del sobreendeudamiento público y privado.

En esta situación, el límite cero de los tipos de interés nominales y las bajas tasas de inflación impedirían que los tipos de interés reales efectivos alcanzasen los niveles negativos del tipo de interés real de equilibrio, de forma que las autoridades económicas tendrían crecientes dificultades para revitalizar la demanda agregada y restaurar el pleno empleo. Esta situación podría llegar a generar incluso una espiral deflacionista de caídas de precios y de salarios y aumentos del tipo de interés real —de modo similar al caso de Japón desde los años noventa—. Los intentos de estimular la demanda agregada con tipos de interés nominales cada vez más bajos durante más tiempo —o mediante otras medidas no convencionales— tendrían el efecto colateral de incrementar los riesgos para la estabilidad financiera, como sucedió en los años anteriores a la crisis global, en los que las economías avanzadas pudieron crecer a ritmos razonables sin generar inflación, pero a costa de una expansión insostenible del ciclo financiero.

Aunque existen otras explicaciones para justificar la prolongada falta de dinamismo de las economías avanzadas, la hipótesis de estancamiento secular tiene elementos que le dan una cierta virtualidad. En particular, los tipos de interés reales a largo plazo se han venido reduciendo en las últimas décadas (véase gráfico 8) y las estimaciones existentes del tipo de interés natural o de equilibrio en las economías avanzadas<sup>18</sup> muestran un descenso en las dos últimas décadas, llegando a situarse tras la crisis en territorio negativo (en el caso de Japón, desde mediados de los noventa).

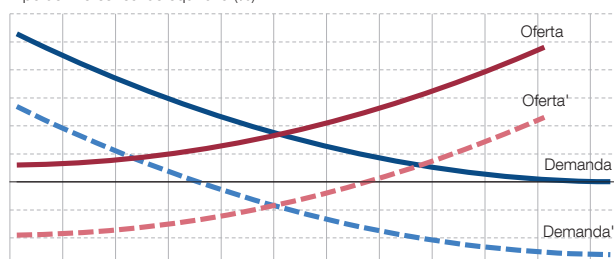
Las implicaciones de política económica en caso de que existiese un estancamiento secular son importantes. Dadas las limitaciones de la política monetaria para alcanzar el tipo

<sup>17</sup> Planteada por Summers (2013).

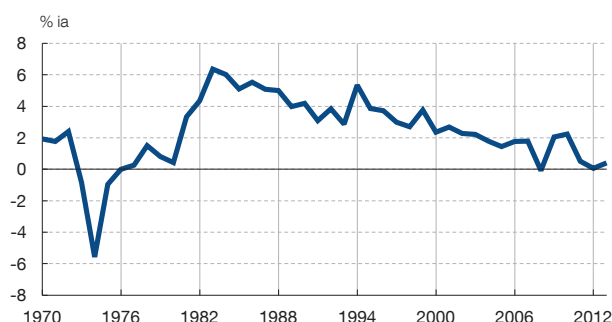
<sup>18</sup> Véase Rawdanowicz *et al.* (2014).

TIPOS DE INTERÉS REALES Y CAMBIOS EN LA OFERTA Y DEMANDA DE FONDOS

Tipo de interés real de equilibrio (%)



TIPO DE INTERÉS REAL MUNDIAL A LARGO PLAZO



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (2014).

de interés de equilibrio y los riesgos para la estabilidad financiera derivados de la vigencia prolongada de tipos de interés muy bajos, habría que recurrir a fomentar la inversión privada o a incrementar la inversión pública, mediante una política fiscal expansiva. Una alternativa que se ha avanzado para prevenir la posibilidad de alcanzar el límite cero de tipos de interés y poder alcanzar tipos de interés reales más negativos es elevar el objetivo de inflación a tasas más altas<sup>19</sup>, aunque esta opción conlleva riesgos claros en términos de la credibilidad de los bancos centrales.

Una consecuencia especialmente adversa del escenario de estancamiento de la demanda es que la debilidad de la inversión y los posibles efectos histéresis en el mercado de trabajo podrían haber afectado a la oferta, reduciendo el crecimiento potencial. Para algunos autores, el principal motivo de la atonía de la recuperación sería precisamente un menor crecimiento potencial<sup>20</sup>, consecuencia de diversos factores que vendrían operando desde antes de la crisis y que esta habría contribuido a agravar: un menor crecimiento demográfico, menores progresos educativos, una mayor desigualdad de la renta y la riqueza o menores avances en la productividad<sup>21</sup>.

### Perspectivas de crecimiento potencial

Para discernir los canales a través de los cuales las crisis pueden afectar al crecimiento potencial, se suele utilizar el PIB expresado mediante una función de producción, para analizar por separado cómo pueden verse afectados sus distintos componentes: capital, trabajo y productividad total de los factores<sup>22</sup>.

Una crisis de corta duración podría resultar en una caída moderada del nivel de empleo, sin afectar permanentemente al crecimiento del factor trabajo, dejando su contribución al crecimiento potencial a largo plazo inalterada. Un ajuste lento de precios y salarios y de la asignación sectorial del empleo puede incrementar temporalmente el desempleo durante la crisis, pero ese aumento no debería ser permanente en ausencia de rigideces estructurales importantes. Del mismo modo, pese al posible efecto sobre la tasa de

19 Como han propuesto Blanchard *et al.* (2010) o Krugman (2014).

20 Véase Gordon (2012).

21 Rogoff (2014) da una explicación alternativa a la lentitud de la recuperación como una consecuencia lógica del sobreendeudamiento. Otros factores que han podido contribuir a debilitar el crecimiento de la demanda en el corto plazo son el aumento de la desigualdad de la renta, que tiende a retraer el consumo por la menor propensión al consumo de los hogares con rentas más altas [Berg y Ostry (2011) o Estrada y Valdeolivas (2012)], la mayor demanda de activos seguros [Caballero y Farhi (2014)] o la creciente incertidumbre asociada a la política económica, que frena el gasto [Bloom (2009)].

22 Véase, por ejemplo, Comisión Europea (2009).

participación<sup>23</sup> y sobre las horas trabajadas a corto plazo, estas variables deberían volver a su tendencia previa si la recesión es poco duradera. En cambio, si la crisis es persistente, los incentivos a trabajar y los flujos del mercado laboral pueden reducirse, resultando en una reasignación ineficiente y en un aumento de la NAIRU. Asimismo, si las instituciones del mercado de trabajo son ineficientes, el aumento en el desempleo puede hacerse estructural, reduciendo el PIB potencial. Por tanto, la duración de la recesión es determinante para el daño que puede sufrir este factor.

Los efectos de las crisis sobre la inversión discurren a través del aumento de las primas de riesgo y del tensionamiento de las condiciones de financiación, y en los sectores en los que haya habido sobreinversión, por el ajuste hacia ratios de inversión más normales. Estos efectos pueden verse potenciados —especialmente, si el proceso de inversión se caracteriza por irreversibilidades y costes hundidos— si se produce un aumento de la incertidumbre, que eleve las primas de riesgo y aumente el valor de diferir las inversiones. La perspectiva de que los costes de financiación sean permanentemente más altos o de que haya un deterioro del proceso de reasignación productiva en la economía eleva el riesgo considerable de que se reduzca el ritmo de acumulación de capital en el largo plazo.

Finalmente, el impacto sobre la productividad total de los factores es ambiguo. Por un lado, una serie de mecanismos —reducción del peso de actividades altamente productivas (como los servicios financieros), caída de la inversión en I + D, dificultades en el proceso de reestructuración tras la crisis por restricciones financieras y aumento del peso del sector servicios, menos productivo que las manufacturas— tenderían a reducir su crecimiento; por otro lado, la crisis podría impulsar un proceso de reestructuración y saneamiento de la economía, restando peso a actividades menos productivas, como la construcción. No obstante, si el proceso de reestructuración es lento, por problemas estructurales, el deterioro de la productividad total de los factores puede ser considerable (como ocurrió en Japón en los noventa).

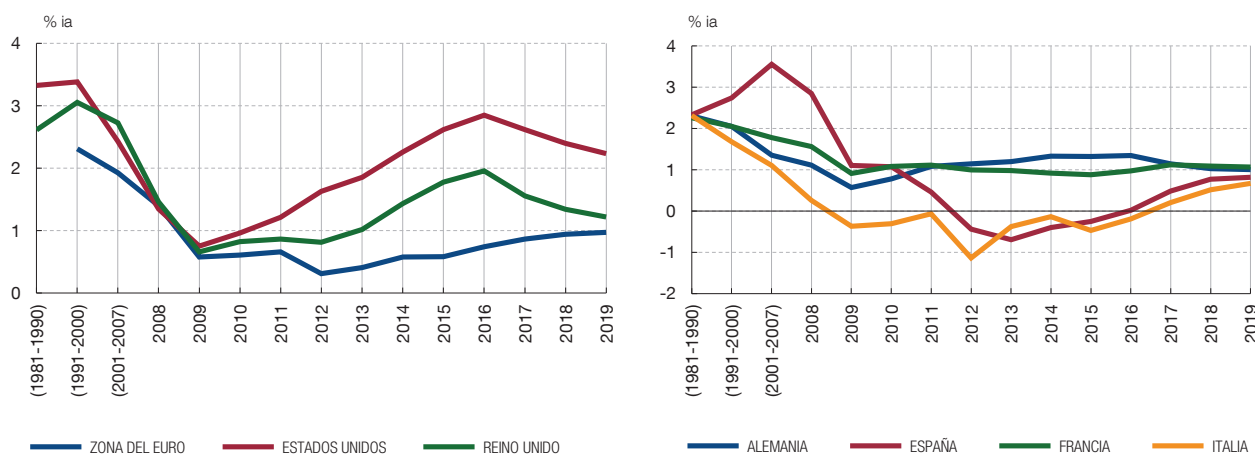
Aparte de estos canales directos, una crisis financiera puede afectar al PIB potencial a través de efectos indirectos, inducidos por la actuación de las políticas diseñadas para amortiguar la desaceleración económica. Por un lado, las mayores inversiones públicas en infraestructuras pueden elevar el PIB potencial. Por otra parte, los estímulos fiscales pueden incrementar permanentemente el tamaño del gasto público y los niveles de deuda, con efectos negativos sobre el crecimiento, mientras que otras políticas pueden introducir distorsiones o llevar a asumir riesgos excesivos. Pero las crisis financieras también pueden fomentar reformas estructurales que eleven el PIB potencial.

#### ESTIMACIÓN DEL CRECIMIENTO POTENCIAL TRAS LA CRISIS

En cualquier caso, los efectos de las crisis financieras sobre el PIB potencial son una cuestión empírica. En los ejercicios de previsiones de la Comisión Europea que se publican regularmente, se cuantifica, para un horizonte de corto y medio plazo, la evolución del crecimiento potencial a través de una función de producción, es decir, separando la contribución de trabajo, capital y productividad total de los factores<sup>24</sup>. La actualización más

23 Aunque el efecto sobre la tasa de participación también es ambiguo, pues en tiempos de dificultades económicas otros miembros de los hogares pueden incorporarse al mercado laboral para ayudar a compensar las pérdidas de renta o de riqueza de la familia.

24 Este procedimiento mejora las estimaciones del crecimiento potencial, en comparación con la simple extrapolación de la tendencia previa a la crisis. No obstante, la estimación del crecimiento potencial está sujeta a muchas dificultades, pues se trata de una variable no observable, por lo que su medición depende del método utilizado para su estimación y de los supuestos y simplificaciones que se adopten en cada caso, así como de las limitaciones de los datos y las técnicas econométricas utilizadas.



FUENTE: Comisión Europea. Previsiones de otoño de 2014.

reciente de este ejercicio, correspondiente a las previsiones de otoño de 2014, muestra que la crisis ha llevado a una revisión sustancial a la baja de las tasas de crecimiento potencial en el corto plazo en las principales economías avanzadas, que, combinada con una recuperación relativamente lenta en el medio plazo (con tasas algo más bajas en comparación con el período anterior a la crisis), darían lugar a pérdidas permanentes en el PIB. En cuanto al crecimiento potencial a medio plazo, las diferencias son sustanciales entre países: así, mientras que en algunos casos, como Estados Unidos, las tasas de crecimiento potencial prácticamente acaban retornando a sus niveles previos, en algunas economías europeas las reducciones son sustanciales (véase gráfico 9).

En Estados Unidos, el crecimiento potencial a medio plazo sería del 2,2 %, solo ligeramente inferior al promedio de los años 2001-2007 (2,4 %), tras reducirse durante los años de la crisis a un mínimo del 0,8 %. En el medio plazo, la contribución del capital y de la productividad total de los factores se reduciría ligeramente, mientras que la contribución del factor trabajo, tras ser negativa durante la crisis, pasaría a ser incluso mayor que antes de ella<sup>25</sup>. En cambio, en el caso del área del euro, el crecimiento potencial pasaría del 1,9 % antes de la crisis al 1 % a medio plazo, tras bajar a un mínimo del 0,3 % durante el período más intenso de la crisis en esta región. Por componentes, la contribución del factor trabajo sería casi nula, mientras que la contribución del capital se reduciría a la mitad y la de la productividad total de los factores bajaría ligeramente. En Reino Unido, el crecimiento potencial también se reduciría sustancialmente, del 2,8 % al 1,2 % a medio plazo (con un mínimo del 0,7 % durante la crisis), debido fundamentalmente a la menor contribución de la productividad total de los factores.

En todo caso, hay que tener en cuenta que las tasas de crecimiento potencial previas a la crisis pueden estar sobreestimadas. Los desequilibrios acumulados en ese período indicarían que ese crecimiento no era sostenible, por lo que las pérdidas de producto calculadas actualmente serían menores. En este contexto, algunos estudios recientes han mostrado la importancia de tener en cuenta tanto los factores financieros como los desequilibrios macroeconómicos para estimar el producto potencial<sup>26</sup>. El marco conceptual estándar para la

25 Gordon (2012) es mucho más pesimista respecto a las posibilidades de crecimiento en Estados Unidos a medio plazo, debido a la conjunción de unas tendencias demográficas desfavorables, un aumento de la desigualdad, menores avances educativos, el lastre de la deuda pública elevada y un menor crecimiento de la productividad.

26 Véanse Alberola *et al.* (2013) y Borio *et al.* (2013).

identificación del PIB potencial, basado exclusivamente en el mantenimiento de una inflación estable, puede no ser ya adecuado, pues no tiene en cuenta que en el período previo a la reciente crisis, aunque la inflación se mantuvo baja y razonablemente estable, otros desequilibrios macroeconómicos o financieros se ampliaron<sup>27</sup>. Los citados estudios proponen alternativas para estimar el producto sostenible utilizando un conjunto más amplio de indicadores de desequilibrio, y sus estimaciones de crecimiento sostenible en países con profundos desequilibrios tienden a rebajar las basadas en la definición tradicional en la fase previa a la crisis.

A más largo plazo, independientemente de los efectos de la crisis, cabe anticipar una reducción sustancial del crecimiento potencial derivada de factores demográficos, sobre todo de la caída de la población en edad de trabajar<sup>28</sup>. Este declive demográfico, que comenzó en Japón hace dos décadas, pero ya es perceptible en muchas economías avanzadas, supone un descenso en la población activa y, por tanto, del crecimiento potencial. El descenso de la población en edad de trabajar y el menor crecimiento del producto pueden reforzarse mutuamente, en la medida en que la ralentización del crecimiento reduce la inmigración por las menores oportunidades de trabajo. Además, la reducción de la población en edad de trabajar resta sostenibilidad a la deuda pública y privada, al distribuirse la carga asociada entre una población estable o en descenso, y el aumento de la población jubilada supone un mayor gasto en pensiones públicas (y tiene tasas de ahorro más bajas), todo lo cual puede incidir sobre la capacidad de crecimiento.

Aparte del efecto sobre la demanda de activos seguros y los tipos de interés reales, mencionado antes, el envejecimiento de la población puede tener un impacto negativo sobre el precio de otros activos, como la vivienda, debido a la contracción de la demanda, con consecuencias potencialmente importantes en los balances de los hogares y de las instituciones financieras y, en última instancia, sobre el crecimiento. La disminución del crecimiento en las economías avanzadas en las dos próximas décadas podría superar 1 pp, con respecto a las tasas anteriores a la crisis, debido únicamente a consideraciones demográficas<sup>29</sup>, aunque la incidencia por países reviste una notable heterogeneidad: los países más afectados por el declive demográfico (Alemania, Italia y Japón) registrarían un crecimiento significativamente por debajo de las tasas registradas en la década 1998-2007, mientras que en los países con perspectivas demográficas más favorables (Estados Unidos y Reino Unido), aunque también estaría por debajo de la década anterior a la crisis, sería más elevado.

Cabe matizar, sin embargo, que, aunque el horizonte demográfico no sea favorable para muchas economías avanzadas, otros factores (como la posibilidad de incrementar la cantidad y calidad de los factores productivos y de asignar los recursos más eficientemente) podrían impulsar el crecimiento de la productividad. En cualquier caso, estas perspectivas plantean retos importantes para la política económica, que debe introducir las reformas necesarias para afrontar en mejores condiciones un escenario potencialmente adverso de crecimiento en el largo plazo.

---

27 El crecimiento potencial se suele definir como el crecimiento de la producción compatible con una inflación estable, de forma que, en la estimación habitual, el único desequilibrio que se considera es el desempleo, que se materializa en presiones inflacionistas. Sin embargo, en los últimos años, fenómenos como la globalización de la producción, las reformas en los mercados de producto y trabajo o el éxito de los bancos centrales en el control de la inflación han hecho que la relación de la inflación con las fluctuaciones de la actividad en las economías desarrolladas haya sido menos estrecha que en el pasado. La inflación parece haberse desvinculado además de otros desequilibrios externos —elevados déficits por cuenta corriente— e internos —crecimiento acelerado del crédito o del precio de los activos—, dejando de ser un indicador suficiente para sintetizar otros desequilibrios de la economía [Alberola *et al.* (2013)].

28 Véase Nuño *et al.* (2012).

29 Véase Nuño *et al.* (2012).

## El papel de las políticas económicas para impulsar el crecimiento

En definitiva, la debilidad que está mostrando el proceso de recuperación en las economías avanzadas, tras la profunda y prolongada crisis financiera, se debe a factores tanto cíclicos como estructurales. En estas circunstancias, las políticas económicas se enfrentan al doble reto de estimular la demanda en el corto plazo, para cerrar la brecha de producción, y de introducir las reformas necesarias para elevar el crecimiento potencial. La persistencia de brechas de producción negativas requiere que la combinación de políticas macroeconómicas mantenga un sesgo expansivo. No obstante, los elevados niveles de deuda pública en muchas de estas economías exigen, por su parte, que el protagonismo de la acción recaiga sobre la política monetaria, a su vez sujeta a un debate sobre su efectividad y los riesgos asociados con el mantenimiento de un tono ultraexpansivo por un tiempo prolongado<sup>30</sup>. Por su parte, la consolidación fiscal debe proseguir en la mayor parte de estas economías, pero conjugando la gradualidad del proceso, para no entorpecer el afianzamiento de la recuperación, con la concreción de medidas creíbles, para lograr el equilibrio fiscal en el medio plazo.

La elevación del crecimiento potencial a escala global se ha convertido en una prioridad para las principales instituciones económicas multilaterales. Es particularmente relevante la puesta en marcha en el seno del G-20 del Marco para el Crecimiento (*Framework for Growth*), iniciativa que ha permitido identificar, primero, los factores que han lastrado la recuperación en los países miembros y exigir, después, la introducción de medidas para superar estos obstáculos. Los avances en la implementación de las reformas adoptadas a raíz de este análisis serán supervisados [OCDE (2014)]. Entre las medidas para expandir el crecimiento potencial, pueden distinguirse entre las encaminadas a aumentar la dotación de factores productivos, empleo y capital, y las orientadas a aumentar la productividad.

La destrucción de empleo en sectores como el inmobiliario o el financiero, que adquirieron una dimensión excesiva en la última fase expansiva, ha dado lugar a aumentos del desempleo de larga duración, en la medida en que estos excedentes laborales, dada su formación específica, eran difícilmente recolocables en otras ramas de actividad. El efecto desánimo, en combinación con regulaciones que proporcionaban incentivos equivocados en algunos ámbitos (laborales, de protección social e impositivos), ha contribuido a la reducción de la tasa de participación. En el ámbito del mercado laboral, resultan cruciales las políticas encaminadas a aumentar la formación de los trabajadores, a incrementar la tasa de participación y a reducir el desempleo de larga duración.

El aumento de la dotación de capital de la economía es otro factor esencial en la expansión del crecimiento potencial. En particular, la modernización de las infraestructuras es un objetivo clave en algunas economías avanzadas, para cuya consecución son necesarias reformas que aumenten la provisión de financiación de largo plazo (marco regulatorio, fomento de la colaboración público-privada, eliminación de obstáculos a la entrada de capital extranjero en determinados sectores) y la mejora de los mecanismos de gestión de las infraestructuras para elevar su rentabilidad y facilitar su viabilidad.

El aumento de la productividad de la economía está vinculado al desplazamiento de la frontera tecnológica o bien a la difusión de la tecnología para favorecer procesos de convergencia. Diversas regulaciones dificultan la consecución de mejoras de productividad significativas. En el plano interno, muchos sectores presentan una falta de competencia que puede limitar el desarrollo de actividades de innovación. En algunas economías avan-

<sup>30</sup> Véase, por ejemplo, Berganza *et al.* (2014).

zadas sigue habiendo margen para mejorar el clima empresarial y reforzar el cumplimiento de la legislación de defensa de la competencia. En el ámbito externo, las restricciones a la entrada de competidores extranjeros y la orientación proteccionista pueden también limitar las posibles ganancias de productividad.

Aunque existe un consenso generalizado sobre el impacto positivo en el largo plazo de las reformas estructurales antes comentadas, en los últimos años se ha generado un cierto debate sobre el momento oportuno para su introducción. Se ha argumentado que las reformas estructurales —en particular, las dirigidas a aumentar la competitividad en los mercados de factores y productos— adoptadas cuando la política monetaria está limitada por estar los tipos oficiales próximos a cero pueden profundizar la recesión, acentuar las presiones deflacionistas y aumentar los tipos de interés reales. No obstante, también es posible que los efectos deflacionistas se vean compensados, incluso a corto plazo, por las mejores expectativas de crecimiento y recuperación del valor del colateral<sup>31</sup>.

Finalmente, en una perspectiva global, la posible ampliación de los desequilibrios globales al avanzar el proceso de recuperación supone un factor de riesgo para la consecución de ritmos de crecimiento sostenibles en el medio plazo. En esta línea se enmarcan las recomendaciones habituales del G-20 de reformas encaminadas a expandir la demanda interna en las economías con superavit y a reorientar la economía hacia el sector exterior en las deficitarias. En el caso de las economías avanzadas, las recomendaciones para las economías con superavit se concretan en potenciar la inversión, promover la liberalización de los servicios y aumentar la inversión pública; para las deficitarias, en mejorar la competitividad externa. Además, es imprescindible intensificar la cooperación internacional en diversas áreas: regulación financiera, comercio internacional o imposición internacional, para evitar resultados subóptimos. En materia comercial, es necesario revisar algunas de las medidas proteccionistas puestas en marcha a raíz de la crisis, avanzar en la liberalización de los servicios y reducir las barreras comerciales en bienes industriales y agrícolas.

## Conclusiones

El proceso de recuperación de las economías avanzadas tras la Gran Recesión está discurriendo con una acusada debilidad, de modo que los ritmos de crecimiento se han situado, en general, por debajo de las tendencias precrisis y, en algunos casos, se ha recaído en la recesión. La experiencia histórica sugiere que las crisis que tienen un origen financiero suelen generar una contracción de la actividad más profunda y una recuperación más gradual del crecimiento; de hecho, la prolongada atonía de las economías avanzadas y su elevada dependencia de los estímulos monetarios han llevado a repetidas revisiones a la baja de sus proyecciones de crecimiento.

Aunque el debate sobre los factores que subyacen a la fragilidad de la actual fase de recuperación está abierto, parece razonable pensar que existe una multiplicidad de causas. Por un lado, los desequilibrios acumulados en el período previo a la crisis financiera global (los elevados niveles de endeudamiento y el sobredimensionamiento de los sectores financiero e inmobiliario) constituyen un freno a la recuperación de la demanda, cuya atonía dificulta a su vez la corrección de los desequilibrios. Pero, más allá de este círculo vicioso entre sobreendeudamiento y falta de pulso de la demanda, la atonía de esta última también puede responder, en parte, a las tendencias al aumento del ahorro y a la reducción de la inversión, a escala global, vigentes durante las últimas tres décadas y acentuadas a raíz de la crisis.

---

31 Véanse Eggertsson *et al.* (2014), para el primer argumento, y Andrés *et al.* (2014), en sentido contrario.



Por otro lado, la debilidad de la demanda ha venido repercutiendo sobre el proceso de acumulación de capital físico y sobre la calidad del capital humano (a través del deterioro derivado del desempleo de larga duración). De prolongarse en el tiempo, podría acabar incidiendo, mediante efectos histéresis, en el crecimiento potencial de la economía. En todo caso, la evidencia empírica sí apunta hacia una reducción genuina de este, asociada a diversos fenómenos: el envejecimiento de la población, el descenso de las tasas de inversión y la disminución del ritmo de progreso tecnológico.

Los retos para la política económica en este contexto son de una enorme magnitud, y los campos de actuación, múltiples. Las políticas de demanda deben mantener un sesgo expansivo, con el fin de cerrar las brechas de producción negativas y evitar que se consolide un escenario de debilidad crónica de la demanda, pero atendiendo también a los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas. Las reformas estructurales son necesarias para revertir parte del retroceso de crecimiento potencial, tanto aquellas que permitan aumentar la acumulación de factores productivos como las que faciliten ganancias genuinas de productividad.

19.1.2015.

## BIBLIOGRAFÍA

- ABIAD, A., G. DELL'ARICCIA y B. LI (2011). *Creditless recoveries*, IMF WP/11/58.
- ALBEROLA, E., Á. ESTRADA y D. SANTABÁRBARA (2013). *Growth beyond imbalances. Sustainable growth rates and output gap reassessment*, Documentos de Trabajo, n.º 1313, Banco de España.
- ANDRÉS, J., Ó. ARCE y C. THOMAS (2014). *Structural reforms in a debt overhang*, Documentos de Trabajo, n.º 1421, Banco de España.
- BERG, A., y J. OSTRY (2011). *Inequality and Unsustainable Growth: Two Sides of the Same Coin?*, IMF Staff Discussion Note 11/88.
- BERGANZA, J. C., I. HERNANDO y J. VALLÉS (2014). *Los desafíos para la política monetaria en las economías avanzadas tras la Gran Recesión*, Documentos Ocasionales, n.º 1404, Banco de España.
- BIS (2014). «Debt and the financial cycle: domestic and global», capítulo 4 del *84th BIS Annual Report*.
- BLANCHARD, O., G. DELL'ARICCIA y P. MAURO (2010). *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note, SPN/10/03.
- BLOOM, N. (2009). «The Impact of Uncertainty Shocks», *Econometrica*, 77 (3), pp. 623-685.
- BORIO, C., P. DISYATAT y M. JUSELIOUS (2013). *Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle*, BIS WP n.º 404.
- CABALLERO, R. J., y E. FARHI (2014). *The Safety Trap*, NBER Working Paper n.º 19927.
- CERRA, V., y S. C. SAXENA (2008). «Growth dynamics: The myth of economic recovery», *American Economic Review*, 98:1, pp. 439-457.
- CHEN, J., P. KANNAN, P. LOUNGANI y B. TREHAN (2011). *New evidence on cyclical and structural sources of unemployment*, IMF Working Paper n.º 11/106.
- CLAESSENS, S., M. A. KOSE y M. E. TERRONES (2012). «How do business and financial cycles interact?», *Journal of International Economics*, 87 (1), pp. 178-190.
- COMISIÓN EUROPEA (2009). *Impact of the current economic and financial crisis on potential output*, Occasional Papers 49.
- EGGERTSSON, G., A. FERRERO y A. RAFFO (2014). «Can structural reforms help Europe?», *Journal of Monetary Economics*, 61, pp. 2-22.
- ESTRADA, Á., y E. VALDEOLIVAS (2012). *The fall of the labour income share in advanced economies*, Documentos Ocasionales, n.º 1209, Banco de España.
- ESTRADA, Á., y J. VALLÉS (2013). «El debate de la consolidación fiscal tras la crisis de 2008», *Cuadernos de Información Económica*, n.º 232, febrero.
- ESTRADA, Á., D. GARROTE, E. VALDEOLIVAS y J. VALLÉS (2014). *Household debt and uncertainty: private consumption after the Great Recession*, Documentos de Trabajo, n.º 1415, Banco de España.
- FMI (2009a). «From recession to recovery: How soon and how strong?», cap. 3, en *WEO*, abril.
- (2009b). «What's the damage: Medium term output dynamics after financial crises», cap. 4 en *WEO*, octubre.
- (2014). «Perspectives on global real interest rates», cap. 3, en *WEO*, octubre.
- GADEA, M. D., y G. PÉREZ-QUIRÓS (2015). «The failure to predict the Great recession. A view through the role of credit», *Journal of the European Economic Association*, de próxima publicación.
- GARROTE, D., J. LLOPIS y J. VALLÉS (2013). *Los canales del desapalancamiento del sector privado: una comparación internacional*, Documentos Ocasionales, n.º 1302, Banco de España.
- GORDON, R. (2012). *Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds*, NBER Working Paper n.º 18315.
- HERNÁNDEZ DE COS, P., y C. THOMAS (2012). *El impacto de la consolidación fiscal sobre el crecimiento económico. Una ilustración para la economía española a partir de un modelo de equilibrio general*, Documentos Ocasionales, n.º 1205, Banco de España.
- JORDÀ, O., M. SCHULARICK y A. M. TAYLOR (2011). *When credit bites back: Leverage, business cycles and crises*, NBER WP 17621.

- KRUGMAN, P. (2014). «Inflation Targets Reconsidered», Paper presented to ECB Forum, Sintra Portugal.
- LAEVEN, L., y F. VALENCIA (2013). «Systemic Banking Crises Database», *IMF Economic Review*, vol. 61, n.º 2, pp. 225-270.
- MIAN, A., y A. SUFI (2009). «Household Leverage and the Recession of 2007 to 2009», Paper presented at the 10th Jacques Pollak Annual Research Conference, IMF, noviembre.
- NUÑO, G. (2011). «El proceso de ajuste económico después de crisis financieras: una perspectiva histórica», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España.
- NUÑO, G., C. PULIDO y R. SEGURA-CAYUELA (2012). «Crecimiento a largo plazo y perspectivas demográficas en las economías avanzadas», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.
- OCDE (2014). «Economic Policy Reforms 2014. Going for Growth Interim Report», febrero.
- RAWDANOWICZ, Ł., R. BOUIS, K. INABA y A. K. CHRISTENSEN (2014). *Secular Stagnation: Evidence and Implications for Economic Policy*, OECD Economics Department Working Papers n.º 1169.
- REINHART, C., y K. ROGOFF (2009). *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, NJ, Princeton University Press.
- REINHART, C. M., K. S. ROGOFF y M. HARRIS (2014). «Output Cycles and Financial Crises, 1800-2013», mimeo.
- ROGOFF, K. (2014). «Secular Stagnation, Debt Overhang and Other Rationales for Sluggish Growth, Six Years On», documento presentado en la 13.ª Conferencia Anual del BIS, Lucerna, 27 de junio.
- SCHULARICK, M., y A. M. TAYLOR (2012). «Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles and financial crises, 1870-2008», *American Economic Review*, 102 (2), pp. 1029-1061.
- SUMMERS, L. (2013). «IMF Economic Forum: Policy Responses to Crises», 14.ª Conferencia de Investigación Anual del FMI en honor de Stanley Fisher, 8 de noviembre.
- TAKÁTS, E., y C. UPPER (2013). *Credit and growth after financial crises*, BIS Working Papers n.º 416, julio.