

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

Introducción

Las expectativas sobre la recuperación de la economía mundial que había al comienzo de 2014 se vieron frustradas, en alguna medida, en el transcurso del ejercicio. Como se analiza en detalle en el segundo apartado de este artículo, la debilidad de la actividad se extendió a varias regiones (zona del euro, Japón y América Latina), e incluso China se desaceleró en algunas décimas, aunque continuó creciendo a tasas superiores al 7%. En cambio, otras áreas mostraron una evolución más favorable (Estados Unidos, Reino Unido y Europa emergente). Este comportamiento diferenciado de la actividad se produjo en un contexto de políticas monetarias acomodaticias y menos restrictivas en el ámbito fiscal. Por su parte, la caída de los precios de las materias primas (y, en particular, de los del petróleo) impactó a la baja sobre unas tasas de inflación ya reducidas, que tendieron a situarse por debajo de lo esperado en muchas economías avanzadas.

La evolución de la economía mundial en 2014 vino marcada por una serie de acontecimientos que tendrán repercusiones de calado en el año en curso. Entre ellos, destaca el ya mencionado descenso del precio del petróleo, que adquirió notable intensidad en la segunda mitad del año, y que solo se ha detenido ya comenzado 2015. Aunque el impacto de esta perturbación es, en conjunto, positivo para el crecimiento mundial (y, en particular, para los países importadores de esta materia prima), sus efectos adversos sobre los países exportadores están siendo muy notables. Además, como ya se ha señalado, la caída de los precios del petróleo incide a la baja (en principio, de manera transitoria) sobre unas tasas de inflación ya muy reducidas en las economías avanzadas, recortando el margen de maniobra de los bancos centrales ante posibles perturbaciones adversas. A ello se añade la intensificación de las diferencias cíclicas entre las principales economías avanzadas, que ha reforzado las expectativas de divergencias en el tono de sus políticas monetarias, con potenciales repercusiones para los mercados internacionales de capitales y los flujos de financiación. Sobre los mercados de capitales inciden también otras tendencias de más largo plazo, resultado de la desintermediación bancaria y de cambios en la regulación, que afectan a los patrones de financiación de las economías y, por tanto, a sus posibilidades de crecimiento. Y, por último, este es un factor más de los que conforman las perspectivas de las economías emergentes. En algunos casos —como América Latina—, la desaparición de las favorables condiciones externas que les permitieron crecer en el pasado plantea un reto importante para la sostenibilidad de su crecimiento, mientras que en otros casos —como China— se observa una reorientación de la estrategia de crecimiento hacia un patrón más equilibrado. Estos temas, a los que se añaden los riesgos de tipo geopolítico, se abordan en el tercer apartado.

En general, las previsiones para el año 2015, recogidas en el cuarto apartado, apuntan a una estabilización del crecimiento mundial en tasas moderadas (en el entorno del 3%-4%), resultado de un mayor dinamismo de las economías avanzadas y de una desaceleración adicional de las emergentes. Los riesgos parecen estar equilibrados a escala global, dado que a los efectos favorables de la bajada de los precios del petróleo y de las políticas económicas más expansivas se contraponen las vulnerabilidades asociadas a los bajos niveles de inflación, el posible impacto negativo en los mercados de las divergencias entre políticas monetarias en las economías avanzadas, la posible sobrevaloración de algunos activos financieros y los riesgos geopolíticos.

En 2014, la economía mundial creció un 3,3 %, tasa similar a la de 2013 (véase cuadro 1) pero inferior, de nuevo, a la que se esperaba al inicio del ejercicio (3,7 %). Ello se debió a la debilidad mostrada por muchas economías emergentes y por algunas desarrolladas (véase panel superior izquierdo del gráfico 1), a pesar del apoyo prestado por las políticas económicas. El comercio mundial creció tan solo un 3,1 % (frente al 3,4 % de 2013 y al 4,5 % esperado a principios de año), de forma que la elasticidad aparente del comercio con respecto al PIB mundial volvió a ser inferior a la derivada de la relación histórica entre ambas variables (véase panel superior derecho del gráfico 1). Este hecho refleja tanto factores transitorios —como el comportamiento débil de la inversión, componente con un alto contenido importador— como cuestiones más estructurales (véase recuadro 1).

En cuanto a los precios, la inflación global se mantuvo en niveles reducidos en la primera mitad del año, para retomar una senda descendente posteriormente, arrastrada por la bajada de los precios de las materias primas, acabando el año por debajo del 2 % (véase panel inferior derecho del gráfico 1). Los precios del barril de petróleo Brent, que hasta junio se mantuvieron estables alrededor de los 110 dólares/barril, se desplomaron a partir de julio, hasta rozar los 45 dólares/barril a mediados de enero de 2015, marcando un descenso del 50 % en 2014 (véase panel inferior izquierdo del gráfico 1). Como se analiza con más detalle en el siguiente apartado, esta fuerte caída ha sido debida a factores tanto de demanda como de oferta. Los precios de otras materias primas experimentaron, en conjunto, un descenso del 12 % a lo largo del año.

Los mercados financieros siguieron enmarcados en un contexto de elevada liquidez en 2014, si bien hubo dos etapas bien diferenciadas en el año. En la primera mitad, las expectativas de normalización ordenada de la política monetaria en Estados Unidos y Reino Unido favorecieron un contexto de apetito por el riesgo, búsqueda de rentabilidades y baja volatilidad. Ese entorno fue compatible con una cierta corrección de los excesos de valoración en algunos segmentos con elevado riesgo de crédito, como el de deuda corporativa de alto rendimiento —*high yield*—. A partir de agosto, el tono de los mercados empeoró y aumentó la aversión al riesgo, por la confluencia de varios factores. A las dudas respecto a la fortaleza del crecimiento global se unieron la intensificación de los riesgos geopolíticos (Ucrania, Oriente Medio) y la propia intensidad del desplome del precio del petróleo, rebajando el optimismo vigente en el período anterior. Esto se tradujo en repuntes bruscos de la volatilidad (especialmente, en tipos de cambio y tipos de interés) y en una mayor sensibilidad a noticias adversas, lo que afectó a la evolución de las bolsas. En los meses transcurridos de 2015, la preocupación por estos factores parece haber disminuido, en un entorno más favorable, alentado por el inicio del programa de compras del Eurosistema y por la estabilización del precio del petróleo.

Además del aumento de la volatilidad, otro rasgo característico del comportamiento de los mercados en 2014 fue la fuerte apreciación del dólar frente a otras divisas (véase panel superior del gráfico 2), en un contexto en el que la diferente situación cíclica de las principales economías avanzadas (Estados Unidos y Reino Unido, frente a la zona del euro y Japón) siguió respaldando un tono diferenciado para sus políticas monetarias. No obstante, las rentabilidades de la deuda a largo plazo de esas economías tendieron a caer de forma conjunta desde el verano —llegando a mostrar rentabilidades negativas en algunos casos—, en un movimiento que refleja la búsqueda de activos refugio y la huida hacia la calidad.

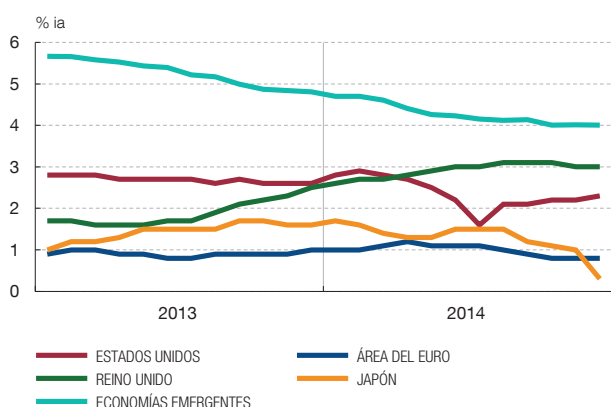
En el caso de los mercados financieros de economías emergentes, la situación de vulnerabilidad que presentaban desde mediados de 2013 se vio agravada por el continuado

	2011	2012	2013	2014	2013				2014			
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Estados Unidos												
Producto interior bruto	1,6	2,3	2,2	2,4	1,7	1,8	2,3	3,1	1,9	2,6	2,7	2,4
Índice de precios de consumo (b)	3,2	2,1	1,5	1,6	1,7	1,4	1,6	1,2	1,4	2,1	1,8	1,2
Balanza por cuenta corriente	-3,0	-2,9	-2,4	0,0	-2,6	-2,6	-2,4	-2,0	-2,4	-2,3	-2,3	0,0
Saldo de las Administraciones Públicas	-9,4	-8,1	-5,2	-4,6	-5,8	-4,7	-5,8	-4,5	-4,7	-4,8	-4,7	-4,4
Deuda pública bruta (c)	124,6	127,5	125,6	126,1	127,7	126,7	126,1	125,6	126,8	124,9	125,4	126,1
Tasa de paro	8,5	7,9	6,7	5,6	7,5	7,5	7,2	6,7	6,6	6,1	5,9	5,6
Zona del euro												
Producto interior bruto	1,8	-0,8	-0,4	1,1	-1,2	-0,6	-0,3	0,4	1,3	1,0	1,0	1,1
Índice de precios de consumo (b)	2,7	2,5	1,4	0,4	1,9	1,4	1,4	0,8	0,7	0,6	0,4	0,2
Balanza por cuenta corriente	-0,1	1,5	2,2	2,3	1,2	2,0	2,1	3,4	1,4	1,7	2,9	3,4
Saldo de las Administraciones Públicas	-4,2	-3,6	-2,9	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Deuda pública bruta	88,3	92,9	95,2	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Tasa de paro	10,7	11,9	11,9	11,3	12,0	12,0	12,0	11,9	11,7	11,6	11,5	11,3
Reino Unido												
Producto interior bruto	1,6	0,7	1,7	2,6	0,9	1,7	1,6	2,4	2,5	2,6	2,5	2,7
Índice de precios de consumo (b)	4,5	2,8	2,6	1,5	2,8	2,7	2,7	2,1	1,7	1,7	1,4	0,9
Balanza por cuenta corriente	-1,7	-3,7	-4,5	—	-3,9	-2,3	-6,0	-5,6	-5,1	-5,4	-6,0	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-7,6	-8,3	-5,7	-5,6	-7,6	-6,1	-6,0	-5,7	-5,8	-6,2	-6,1	-5,6
Deuda pública bruta	75,3	88,6	94,2	91,5	85,4	86,6	86,5	87,3	87,8	88,6	88,0	89,6
Tasa de paro	8,4	7,8	7,2	5,7	7,8	7,8	7,6	7,2	6,8	6,3	6,0	5,7
Japón												
Producto interior bruto	-0,5	1,8	1,6	0,0	0,5	1,4	2,2	2,3	2,4	-0,3	-1,4	-0,8
Índice de precios de consumo (b)	-0,3	0,0	0,4	2,7	-0,6	-0,3	0,9	1,4	1,5	3,6	3,3	2,5
Balanza por cuenta corriente	2,1	1,0	0,7	0,6	1,0	1,0	1,0	0,8	0,4	0,0	-0,1	0,2
Saldo de las Administraciones Públicas	-7,7	-8,6	-7,2	—	-7,8	-7,5	-7,3	-7,2	-6,8	-5,9	-5,7	—
Deuda pública bruta	209,5	216,5	224,2	230,0	218,8	220,8	222,5	224,2	225,7	227,1	228,8	230,0
Tasa de paro	4,5	4,3	3,7	3,4	4,1	3,9	4,0	3,7	3,6	3,7	3,6	3,4
China												
Producto interior bruto	9,5	7,7	7,7	7,4	7,8	7,5	7,9	7,6	7,4	7,5	7,3	7,3
Índice de precios de consumo (b)	5,4	2,7	2,6	2,0	2,4	2,4	2,8	2,9	2,3	2,2	2,0	1,5
Balanza por cuenta corriente	1,9	2,6	1,9	—	2,2	2,3	2,7	2,6	1,5	1,7	2,0	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-1,8	-1,5	-1,8	—	-2,2	-2,2	-2,8	-1,5	-1,8	-2,3	-2,4	—
Deuda pública bruta	36,5	37,4	39,4	40,7	—	—	—	—	—	—	—	—
Asia emergente (excluida China) (d)												
Producto interior bruto	2,3	2,5	5,4	5,4	4,3	5,8	6,0	5,5	4,7	5,5	5,7	5,7
Índice de precios de consumo (b)	2,3	6,4	6,7	5,4	6,8	6,2	6,8	7,2	6,2	6,1	5,3	4,1
Balanza por cuenta corriente	1,9	-1,7	-0,2	—	-1,5	-1,6	-1,1	-0,3	0,3	0,9	0,8	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-0,1	-3,1	-3,1	—	-2,6	-3,0	-3,0	-3,0	-2,6	-2,7	-2,6	—
Deuda pública bruta	51,1	51,6	49,6	49,3	—	—	—	—	—	—	—	—
América Latina (e)												
Producto interior bruto	4,5	2,8	2,6	—	1,9	3,4	2,7	2,3	1,9	0,3	0,7	—
Índice de precios de consumo (b)	4,9	4,5	4,6	5,0	4,6	5,0	4,5	4,4	4,7	4,9	5,1	5,2
Balanza por cuenta corriente	-1,0	-1,6	-2,7	—	-2,1	-2,3	-2,6	-2,6	-2,7	-2,7	-2,6	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-0,6	-0,6	-1,1	—	0,3	-0,9	-1,0	-1,1	-1,0	-1,2	-1,7	—
Deuda pública bruta	50,2	51,5	52,5	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Europa del Este (f)												
Producto interior bruto	3,2	0,6	1,4	2,8	0,1	0,5	2,1	2,9	3,1	2,8	2,9	2,5
Índice de precios de consumo (b)	3,9	3,8	1,5	0,3	2,3	1,6	1,3	0,7	0,5	0,3	0,3	0,0
Balanza por cuenta corriente	-3,6	-3,1	-1,1	—	-2,0	-1,3	-0,7	-0,3	0,0	-0,3	-0,2	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-3,6	-3,4	-3,2	-0,2	—	—	—	—	—	—	—	—
Deuda pública bruta	50,2	51,5	52,5	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Pro memoria: crecimiento del PIB (a) (g)												
Global	4,1	3,4	3,3	3,3	2,8	3,3	3,6	3,8	3,5	3,2	3,3	—
Economías avanzadas	1,7	1,2	1,3	1,9	0,7	1,1	1,5	2,2	1,9	1,8	1,7	—
Economías emergentes	6,2	5,1	4,7	4,5	4,9	5,5	5,7	5,4	5,1	4,7	4,9	—
Pro memoria: inflación (a) (g)												
Global	5,2	4,2	3,9	3,8	3,3	3,2	3,4	3,4	3,1	3,4	3,1	—
Economías avanzadas	2,7	2,0	1,4	1,4	1,5	1,3	1,5	1,2	1,2	1,7	1,5	1,0
Economías emergentes	7,3	6,1	5,9	5,5	5,2	5,1	5,5	5,7	5,0	5,2	4,9	—

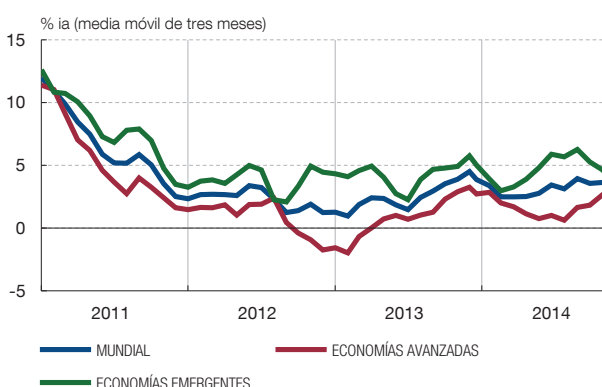
FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco de España, Eurostat y estadísticas nacionales.

- a PIB e inflación se muestran en tasa de variación interanual; balanza por cuenta corriente, saldo de las Administraciones Públicas y deuda pública bruta se muestran en porcentaje del PIB.
- b IPC trimestral se corresponde con la media del trimestre.
- c Pasivos del Gobierno federal y de los Gobiernos estatales y locales, incluyendo los compromisos de pago de pensiones a los empleados públicos. Obtenido de las cuentas financieras publicadas por la Reserva Federal.
- d Asia emergente incluye: China, India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Hong Kong y Singapur.
- e 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.
- f Europa del Este: Polonia, República Checa, Rumanía, Hungría, Bulgaria y Croacia.
- g 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 paridad de poder adquisitivo (PPP, por sus siglas en inglés). Todas las economías a las que se hace referencia en las notas b, c y d están incluidas en la muestra.

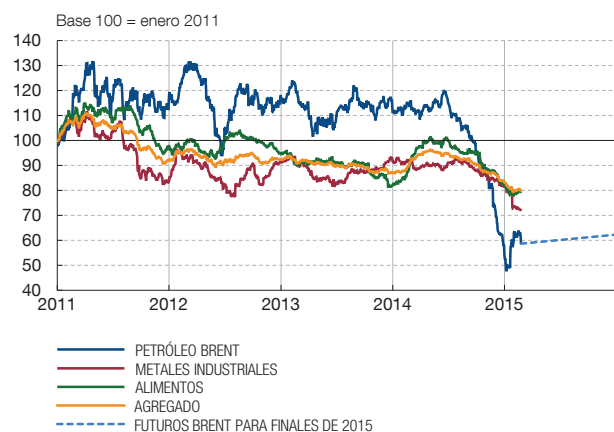
EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA 2014



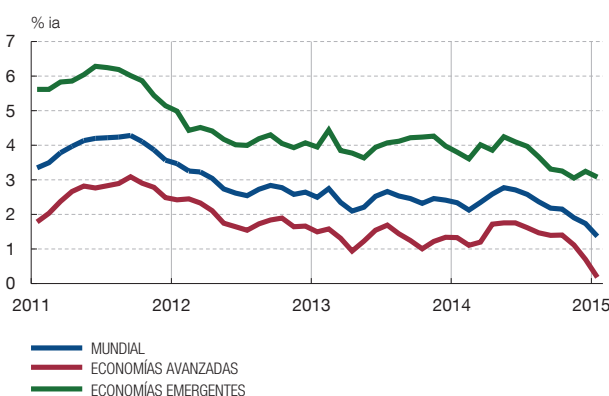
VOLUMEN DE COMERCIO (EXPORTACIONES)



PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



IPC GENERAL



FUENTES: CPB World Trade Monitor, Consensus Forecast, ICIS Pricing, Datastream-Thomson Reuters, Commodity Research Bureau y estadísticas nacionales.

recorte de sus perspectivas de crecimiento, que lastró la evolución de los índices bursátiles. Además, la apreciación del dólar redujo el atractivo de las operaciones de *carry trade* en los mercados emergentes, que registraron salidas de capitales en algunos segmentos y una depreciación significativa de sus monedas. Desde octubre, estas tendencias desfavorables se agudizaron —de manera más acusada, en América Latina y en Europa del Este— y las primas de riesgo de algunos de estos países alcanzaron máximos desde 2009. El deterioro alcanzó no solo a algunos países considerados vulnerables, sino también a otros que en episodios previos destacaron por su fortaleza, pero para los que el petróleo es la principal mercancía de exportación y fuente de ingresos públicos.

En 2014, la actividad en las economías avanzadas mostró un mayor dinamismo que el año anterior, aunque inferior al esperado (1,8%, frente al 2,2%). Como se aprecia en el panel superior del gráfico 3, esta evolución esconde una clara divergencia entre la mayor fortaleza en la recuperación de Estados Unidos (que creció un 2,4%, a pesar de la adversa meteorología del primer trimestre del año) y Reino Unido (2,6%), y la del área del euro (0,8%) y Japón (0%). En los dos primeros países, el crecimiento se apoyó en la demanda interna, fortalecida por una corrección de sus desequilibrios (endeudamiento, etc.), unas condiciones monetarias y financieras favorables, y una mejora sustancial del mercado laboral, pues la tasa de paro bajó del 6,7% al 5,6% en Estados Unidos, y del 7,1% al 5,8% en Reino Unido (véase panel inferior izquierdo del gráfico 3). En el caso de Japón, el crecimiento a partir del primer

Tradicionalmente, el comercio mundial crecía a ritmos superiores a los del PIB; de hecho, en la década de los noventa se alcanzó un diferencial máximo, al superarlo en casi 2,1 veces. Sin embargo, en los últimos años el avance del comercio mundial ha tendido a aproximarse al del PIB, hasta ser tan solo 1,4 veces superior en el promedio de la última década (véase gráfico 1); en 2014 ha crecido incluso por debajo del PIB.

Las explicaciones que se han propuesto para justificar esta reducción en la relación comercio-PIB son principalmente tres. En primer lugar, una menor fragmentación de la cadena de valor a escala internacional —o incluso procesos de relocalización que pudieran revertir la tendencia de globalización anterior—, que podría ocasionar una reducción de la intensidad de comercio en los procesos de producción o, lo que es equivalente, una reducción del volumen de transacciones internacionales por unidad de valor añadido. En segundo lugar, cambios en los patrones de gasto de los agentes, que han derivado en un mayor peso de productos con menor intensidad de comercio, como los servicios y el gasto público, y en una pérdida de relevancia de los bienes de inversión o de consumo duradero. Finalmente, la tercera explicación comúnmente apuntada hace referencia a un resurgimiento del

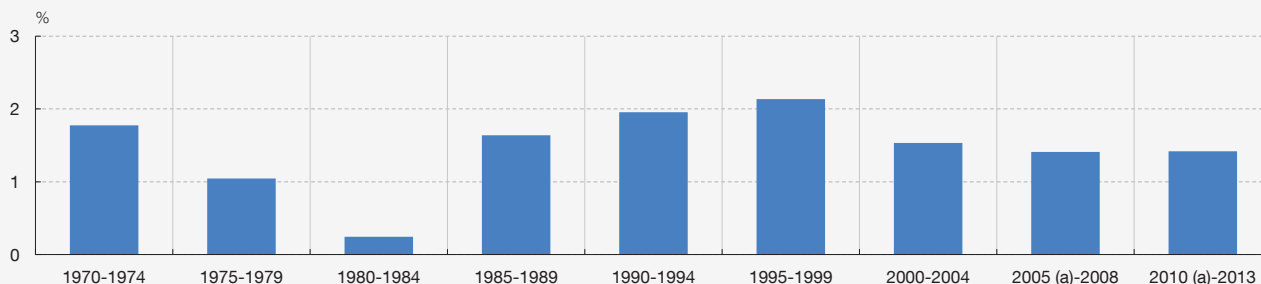
proteccionismo (por ejemplo, mediante un aumento de barreras no arancelarias, tales como estándares de calidad o normativa sanitaria) o, en este mismo sentido, un menor avance de los procesos de liberalización e integración comercial. Sin embargo, existen posibles explicaciones alternativas, como son el cambio en los precios y productividades relativas entre bienes comercializables y no comercializables y las consecuencias que estas modificaciones tienen sobre la distribución del gasto, los efectos estadísticos que dificultan la medición adecuada del comercio (como la existencia de precios de transferencia distorsionados o la cuantificación correcta del valor añadido incorporado al comercio de servicios) o el agotamiento de innovaciones tecnológicas que propiciaron el impulso al comercio (por ejemplo, contenerización).

Utilizando datos anuales desagregados para 33 países de la OCDE, para el período 1950-2013 se estima un modelo estadístico en que las importaciones globales dependen del PIB mundial y que diferencia los efectos de corto y largo plazo¹. Esta

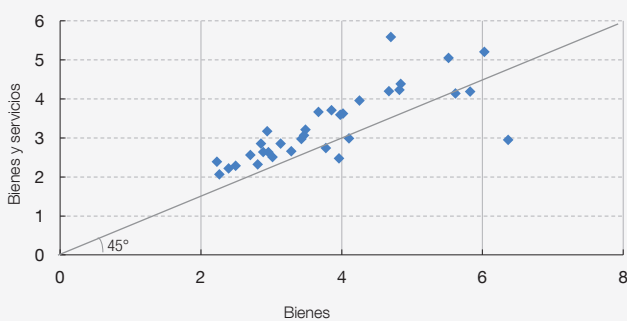
1 Véase Constantinescu, Mattoo y Ruta (2015).

EVOLUCIÓN DE LA ELASTICIDAD DEL COMERCIO MUNDIAL

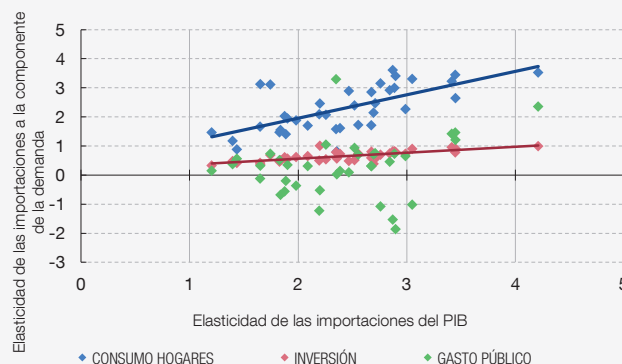
1 EVOLUCIÓN DE LA ELASTICIDAD APARENTE DE LAS IMPORTACIONES AL PIB (PROMEDIO DE 5 AÑOS)



2 ELASTICIDAD DEL COMERCIO AL PIB MUNDIAL POR PAÍSES



3 ELASTICIDAD DEL COMERCIO AL PIB MUNDIAL POR PAÍSES Y COMPONENTES DE LA DEMANDA



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, OCDE y Banco de España.

a Promedio de cuatro años.

aproximación permite también descomponer la elasticidad global en una media ponderada de la elasticidad de cada país y, dentro de este, de cada producto. En general, se observa que la elasticidad del comercio de bienes manufacturados al PIB se ha reducido muy sustancialmente a partir del 2000, mientras que la de las materias primas ha aumentado. En particular, la importación de materias primas en Estados Unidos presenta una elasticidad de 4.

Los resultados sugieren que la reducción de la sensibilidad del comercio al PIB a escala global es un fenómeno bastante persis-

tente, al estimarse una elasticidad de largo plazo de 1,3, similar a la que se obtenía en los años setenta y muy inferior a la del período previo a la entrada de China en la OMC, en la que se promedió una elasticidad de 2,1. Desde el punto de vista de los productos comerciados, el aumento de relevancia de los servicios sería coherente con una menor elasticidad del comercio mundial al PIB, ya que el comercio de estos productos es menos sensible a la actividad (véase gráfico 2). Algo similar ocurre con el consumo público. En cambio, la caída de la inversión explica un porcentaje muy reducido de la reducción observada en la elasticidad (véase gráfico 3).

trimestre fue inferior al esperado, pues los efectos de la subida del impuesto sobre el consumo, en abril, fueron más severos de lo anticipado y llevaron a la economía a entrar de nuevo en recesión, al caer con fuerza el PIB en el segundo y tercer trimestres del año. En el último trimestre se apreció un cierto repunte tanto en Japón como en el área del euro, apoyado en los efectos positivos de los menores precios de la energía. En Estados Unidos y Reino Unido, el crecimiento siguió siendo robusto, pero inferior al de trimestres anteriores.

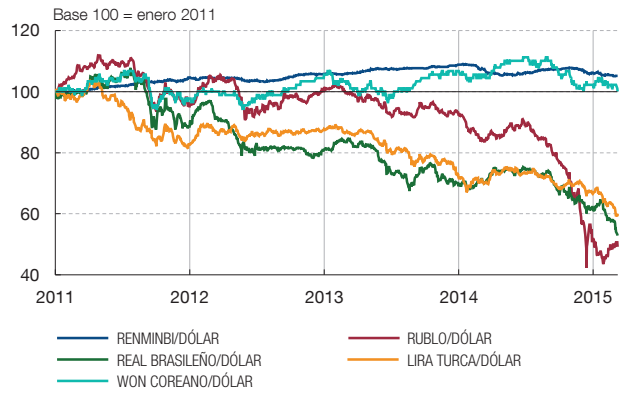
Las tasas de inflación de las economías avanzadas, que ya estaban situadas en niveles reducidos —y muy por debajo de los objetivos de los bancos centrales en el área del euro y en Japón—, se redujeron abruptamente desde mediados del año, arrastradas por los precios del petróleo (véase panel inferior derecho del gráfico 3). En Estados Unidos la inflación finalizó el año en el 0,8 % y en Reino Unido en el 0,5 %, en un entorno de crecimiento moderado de los salarios y de apreciación de los tipos de cambio. En el área del euro, la inflación se situó en terreno negativo (-0,2 %) en diciembre de 2014, y ha habido descensos adicionales en los meses iniciales de 2015. En Japón, la tasa de inflación terminó el año en el 2,4 %, aunque descontando el efecto del alza impositiva, se mantuvo muy por debajo del objetivo del 2 % y cerró el ejercicio en el 0,4 %. Las tasas de inflación subyacente fueron más estables, pero también descendieron algo en la segunda mitad del año, y en algún caso —como el de la zona del euro— siguieron muy alejadas de la referencia del 2 %; también descendieron las expectativas de inflación derivadas de instrumentos financieros, mientras que las procedentes de encuestas se mostraron más estables.

En este contexto, las políticas monetarias mantuvieron un tono muy acomodaticio, pero diferenciado, de acuerdo con las distintas posiciones cíclicas de las economías (véanse paneles superiores del gráfico 4). En Japón y en el área del euro se introdujeron nuevas medidas expansivas, mientras que en Estados Unidos la Reserva Federal redujo gradualmente sus compras de activos financieros, hasta finalizarlas en octubre, y eliminó las referencias cuantitativas a la tasa de paro en su política de *forward guidance*, pasando a una formulación más cualitativa. El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo oficial en el 0,5 % y el volumen del programa de compra de activos, y adoptó medidas macroprudenciales restrictivas, encaminadas a reducir los riesgos derivados del aumento de los precios de la vivienda para los hogares endeudados; además, a finales de 2014 prolongó el *Funding for Lending Scheme* un año más —solo para préstamos a pymes—. El Banco de Japón

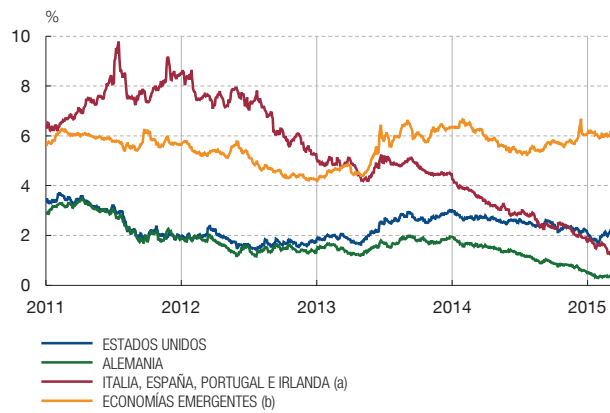
TIPOS DE CAMBIO. ECONOMÍAS DESARROLLADAS



TIPOS DE CAMBIO. ECONOMÍAS EMERGENTES



TIPOS DE INTERÉS A DIEZ AÑOS



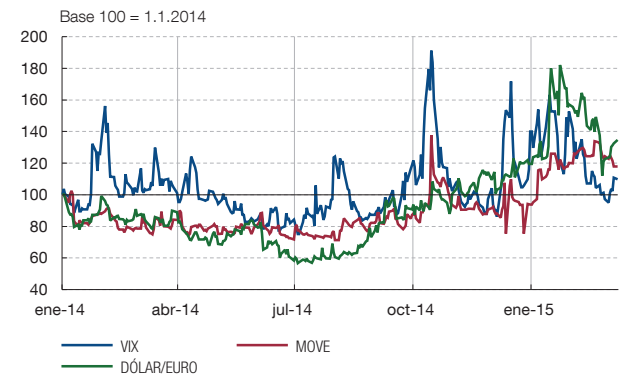
DIFERENCIALES SOBERANOS (c)



EVOLUCIÓN DE LAS BOLSAS



ÍNDICES DE VOLATILIDAD

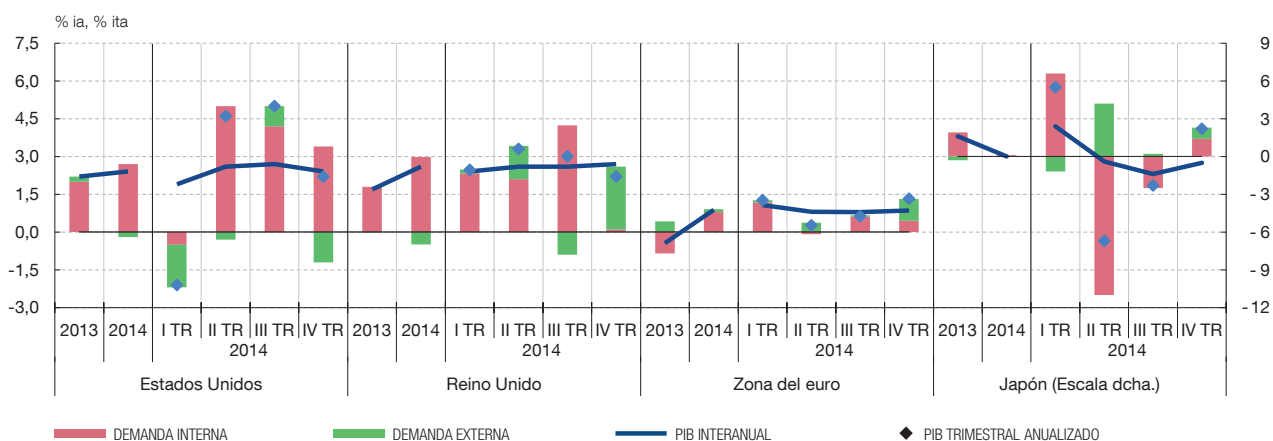


FUENTE: Datastream-Thomson Reuters.

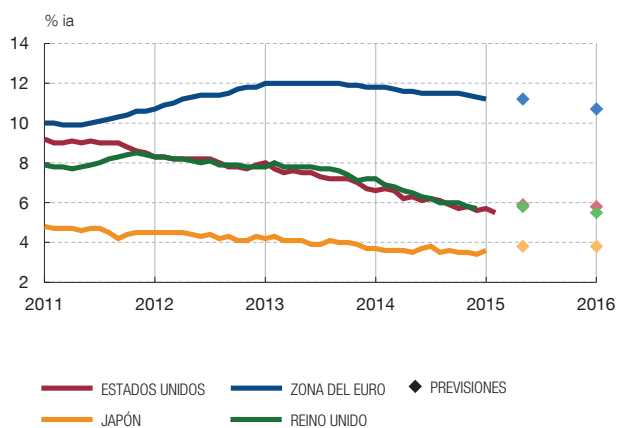
- a Media simple de los países.
- b Economías emergentes se calcula sumando el diferencial del EMBI + *Composite* al tipo de interés de Estados Unidos.
- c Diferenciales, en puntos básicos, de los tipos de los bonos soberanos frente al dólar.

expandió a finales de octubre su programa de compra de activos de forma indefinida, incrementando el ritmo anual de compras de 60-70 billones de yenes a 80 billones, y extendió las medidas de apoyo a la financiación. Por su parte, ante la disminución de la inflación y el deslizamiento de las expectativas a medio plazo, el BCE adoptó entre junio y septiembre de 2014 nuevas decisiones de relajación monetaria: reducción de sus tipos

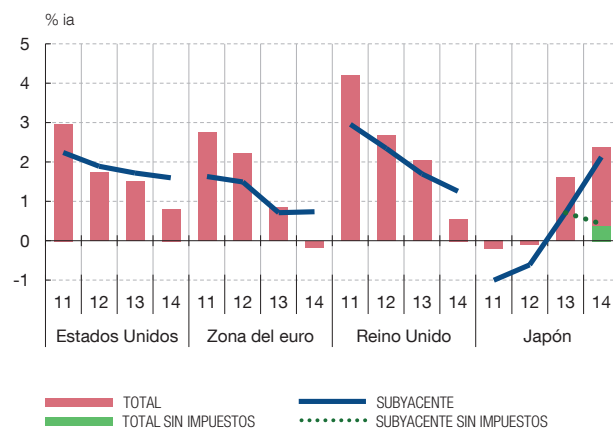
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS



TASA DE PARO



PRECIOS DE CONSUMO



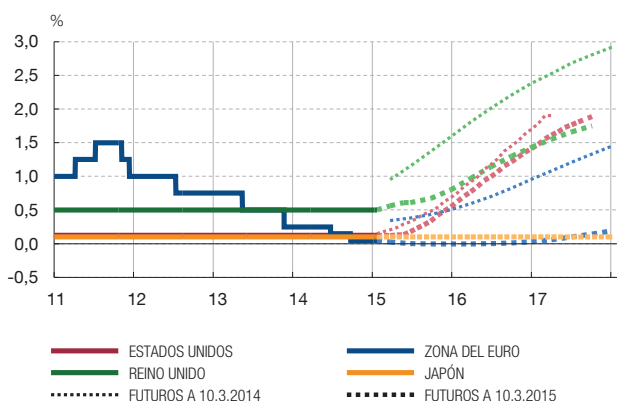
FUENTES: Fondo Monetario Internacional, estadísticas nacionales, *Consensus Forecast*, Barclays Live y Datastream-Thomson Reuters.

oficiales y compromiso de mantenimiento en niveles reducidos por un período prolongado, introducción de una nueva facilidad de financiación a más largo plazo, vinculada a la concesión de préstamos, y dos programas de compras de deuda privada, que en enero de 2015 se han extendido a la compra de valores públicos.

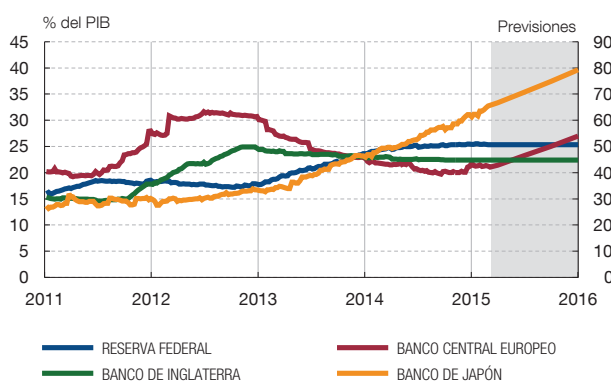
Entre los bancos centrales de otras economías avanzadas, los de Suecia, Canadá, Australia y Noruega redujeron los tipos de interés oficiales en la segunda mitad del año para hacer frente a la desaceleración de sus economías y a la baja inflación. Así, el Banco de Suecia situó el tipo oficial en terreno negativo a principios de 2015 y anunció un programa de compra de deuda pública. Los de Dinamarca y Suiza tuvieron que reaccionar a la actuación expansiva del BCE para contener las presiones sobre sus tipos de cambio: en el caso danés, con intervenciones cambiarias de elevada magnitud y poniendo en negativo los tipos de depósito; y, en el caso suizo, abandonando el límite cambiario del franco suizo con el euro, que había mantenido desde 2011, ante la dificultad de defender ese límite y el elevado nivel alcanzado por el balance del banco central.

Las políticas fiscales se mantuvieron en una senda de consolidación en las economías avanzadas, aunque a menor ritmo que en años precedentes, salvo en Japón (véase panel

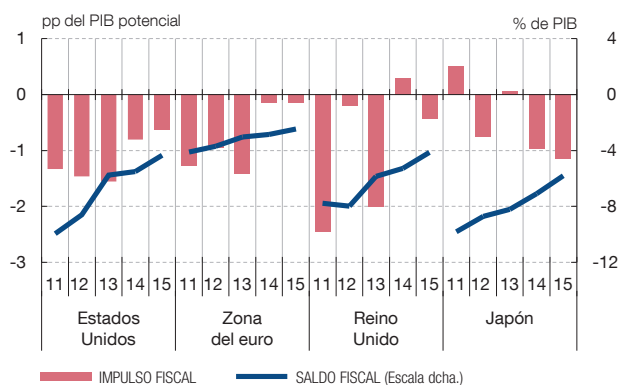
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y EXPECTATIVAS DE TIPOS DE INTERÉS



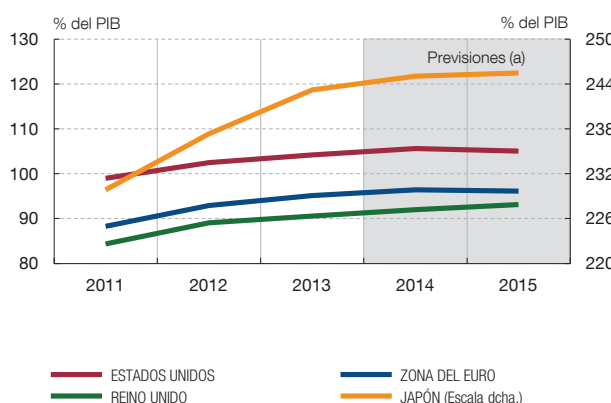
BALANCES DE LOS BANCOS CENTRALES: TOTAL ACTIVOS



SALDO E IMPULSO FISCAL (2011-2015)



DEUDA PÚBLICA



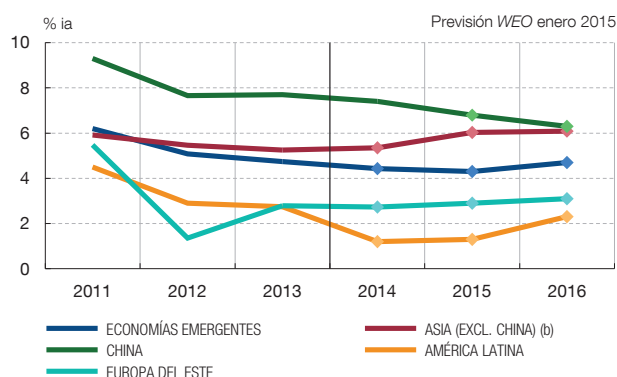
FUENTES: Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de Japón, Datastream-Thomson Reuters y Fondo Monetario Internacional.

a Las previsiones para Japón comienzan en 2013.

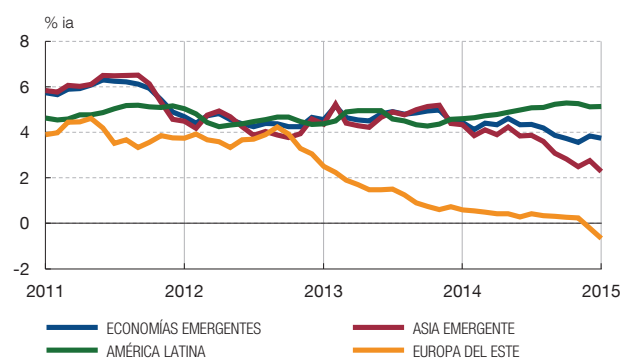
inferior izquierdo del gráfico 4). El déficit medio se redujo en medio punto, hasta el 3,9 % del PIB, aunque las ratios de deuda pública siguieron aumentando y alcanzaron el 106,5 % del PIB (véase panel inferior derecho del gráfico 4). En particular, en Estados Unidos el déficit público se situó en el 5,5 % del PIB, tres décimas menos que el año previo; en Reino Unido, en el 5,3 %, mostrando una reducción de cuatro décimas en relación con el año anterior; y en el área del euro se estima en el 2,6 %, tres décimas menos que en 2013. En Japón, tras el aumento del tipo impositivo sobre el consumo en abril, la adversa evolución de la economía llevó al primer ministro Abe a introducir un nuevo paquete de estímulo fiscal y a retrasar la segunda subida del impuesto sobre el consumo hasta 2017. A pesar de estas medidas, el déficit pasó del 7,2 % del PIB en 2013 al 5,7 %, hasta el tercer trimestre de 2014.

En suma, en 2014 prosiguió la corrección de los desequilibrios internos en las economías avanzadas, de manera más nítida en Estados Unidos y Reino Unido. Junto con la reducción de las elevadas tasas de desempleo y el avance del proceso de consolidación fiscal, ya mencionados, prosiguieron el desapalancamiento del sector privado y la recuperación del mercado inmobiliario. Así, la deuda del sector privado no financiero cayó en Estados Unidos y Reino Unido en 26 puntos porcentuales (pp) y 35 pp del PIB, respectivamente, hasta el 147 % y el 162 %, desde los máximos alcanzados durante la crisis. La corrección

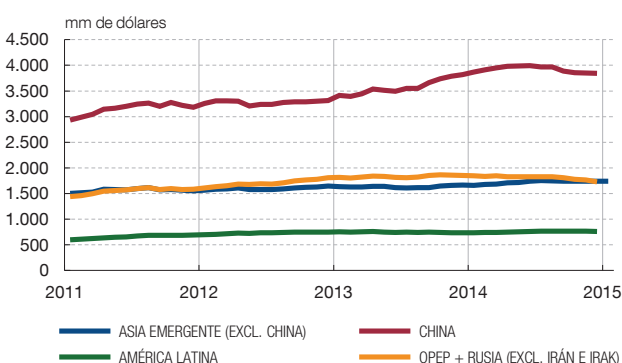
TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL



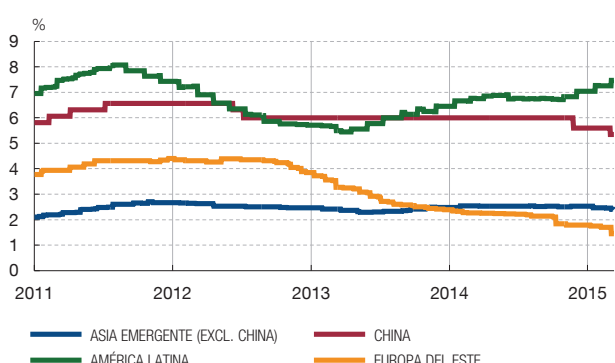
TASAS DE INFLACIÓN



RESERVAS INTERNACIONALES



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Datastream-Thomson Reuters, Bloomberg y estadísticas nacionales.

- a Para la composición de los agregados de países, consultar notas al pie del cuadro 1.
- b Las previsiones se refieren al WEO de octubre de 2014.

de las ratios de deuda privada ha sido más modesta en el conjunto de la zona del euro, si bien, en los casos en que el desequilibrio acumulado fue mayor, el ajuste ha sido más intenso. En los mercados inmobiliarios, la recuperación ha continuado siendo relativamente lenta en Estados Unidos y algo más dinámica en Reino Unido, aunque en este último caso las limitaciones de oferta han propiciado un mayor crecimiento de los precios de la vivienda.

Pasando a las economías emergentes, su ritmo de crecimiento se redujo por cuarto año consecutivo, desde el 4,7 % de 2013 hasta el 4,4 % (véanse cuadro 1 y panel superior izquierdo del gráfico 5), medio punto por debajo de lo proyectado a principios de año. En parte, la moderación fue resultado de la desaceleración de China (7,4 %, frente al 7,7 % de 2013), pero fueron América Latina y Rusia las áreas que registraron mayor debilidad. El pronunciado descenso de los precios de las materias primas y, en el caso de Rusia, las sanciones comerciales y financieras fueron claves para explicar dicha evolución.

La desaceleración en China discurrió en paralelo a la paulatina moderación de la inflación. Esta tendencia a la baja en el crecimiento de los precios se ha agudizado a comienzos de 2015, fuertemente influida por la caída de los precios del petróleo, y también se ha observado en la inflación subyacente, que se ha situado en el 1,1 % interanual. Sin embargo, estos desarrollos no parecen poner en riesgo el proceso de reequilibrio de la demanda, al existir un diferencial de

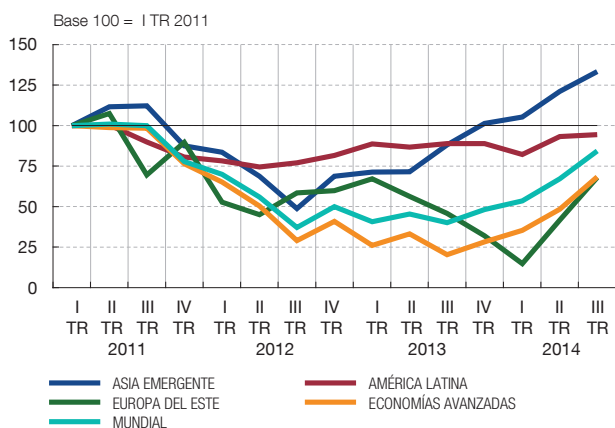
inflación importante a favor de los bienes y servicios no comercializables. En un contexto de desaceleración económica y caída de la inflación como el descrito, la política macroeconómica ha tendido a proporcionar soporte al crecimiento, inicialmente de manera selectiva, con medidas en el ámbito fiscal y en el monetario, y posteriormente con medidas más generales, como el recorte de los tipos de interés, con el fin de evitar un encarecimiento mayor de la financiación. En el resto de Asia emergente, el crecimiento fue ligeramente inferior al de 2013 (excepto en India): en torno al 4,6 %. La inflación se moderó sensiblemente, sobre todo en la segunda mitad del año, como consecuencia de la caída de los precios de la energía, aunque la depreciación de los tipos de cambio atenuó el impacto. Ello proporciona cierto margen para implementar políticas monetarias más expansivas, a la vez que se adoptan medidas macroprudenciales para limitar los riesgos (véase panel superior derecho del gráfico 5).

En América Latina se prolongó la atonía en la actividad observada desde la segunda mitad de 2013, lo que se tradujo en un crecimiento del PIB del 1,2 % en 2014, dos puntos inferior al esperado. El parón de la actividad fue más acusado en aquellos países con menores márgenes de actuación de sus políticas económicas, como Argentina y Venezuela, ambos en recesión y con tasas de inflación muy elevadas. Brasil registró también una desaceleración importante, en parte por la incertidumbre generada por el proceso electoral. Asimismo, las economías exportadoras de materias primas y más expuestas a China, como Chile y Perú, experimentaron un menor avance de la actividad. Colombia, en cambio, mantuvo registros de crecimiento sólidos, aunque acusó en la última parte del año el desplome del precio del petróleo, su principal materia prima de exportación. Por su parte, México se desligó de estas tendencias por su integración comercial con Estados Unidos, aunque su recuperación fue también más débil de lo esperado. A pesar de la debilidad del crecimiento, la evolución de los precios de consumo sorprendió al alza en varios países (véase panel superior derecho del gráfico 5). En Argentina y Venezuela, la inflación se vio espoleada por la financiación monetaria del déficit público y la depreciación de los tipos de cambio, situándose en tasas muy elevadas. En los cinco países con objetivos de inflación —México, Colombia, Perú, Chile y Brasil—, la inflación fue del 4,9 %, en promedio, cinco décimas más que en 2013, y por encima de los objetivos —en algún caso, también por encima del límite superior de la banda—, acusando la transmisión de las depreciaciones cambiarias y presiones en los sectores de servicios.

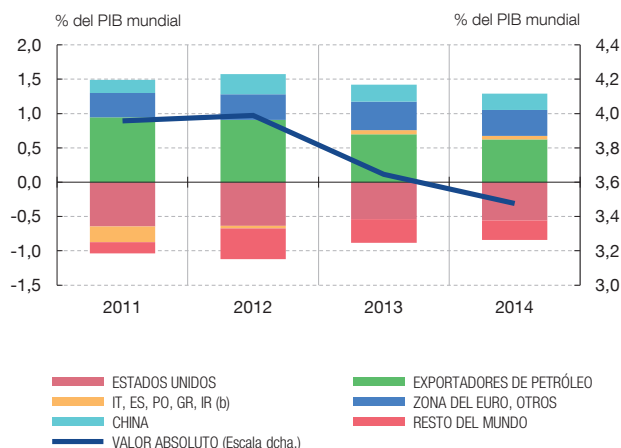
Cabe resaltar la divergencia de las políticas económicas en América Latina. Tanto Brasil como Colombia endurecieron sus políticas monetarias y fiscales, el primero de forma procíclica, agudizando el ajuste de su economía en el corto plazo. Chile y Perú, en cambio, aprovecharon el margen otorgado por la solidez de sus fundamentos económicos para relajar la política monetaria y anunciar algún impulso fiscal, para contrarrestar la desaceleración de la actividad. México relajó su política monetaria, en un contexto de baja inflación y crecimiento gradualmente más firme, pero ha anunciado un ajuste fiscal a comienzos de 2015, justificado por la expectativa de unos precios del petróleo más bajos en el futuro. Un aspecto destacable es la mayor atención que se está prestando a las reformas estructurales como forma de elevar el crecimiento potencial. México ha asumido el liderazgo en esta cuestión, con un conjunto amplio de reformas en los últimos años, y también en Chile ha habido avances en esta dirección.

Finalmente, en Europa del Este el crecimiento adquirió un mayor dinamismo, hasta situarse ligeramente por debajo del 3 % (1,4 % en 2013), descansando principalmente en la resistencia de la demanda interna. En un entorno de inflación muy reducida, debilidad del área del euro y repercusiones del conflicto entre Ucrania y Rusia, diversos bancos centrales de la región acentuaron la relajación de sus políticas monetarias.

FLUJOS FINANCIEROS. ENTRADAS DEL EXTERIOR (a)



BALANZA DE CUENTA CORRIENTE POR ÁREAS



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

- a Para la composición de los agregados de países, consultar notas al pie del Cuadro 1.
- b Italia, España, Portugal, Grecia e Irlanda.

Los flujos de capitales mostraron una evolución favorable en la primera mitad del año, pero con algunas diferencias entre áreas: aumentaron intensamente los dirigidos a Asia emergente y algo menos los destinados a las economías avanzadas, y se mantuvieron estables los de América Latina y de Europa del Este (véase panel izquierdo del gráfico 6). En 2014, los desequilibrios por cuenta corriente se redujeron ligeramente (véase panel derecho del gráfico 6), principalmente por la moderación del superávit de los países exportadores de petróleo. La reducción de los precios del petróleo debería contribuir a un mayor ajuste de los desequilibrios globales, sin bien la persistencia de los bajos precios puede llevar a cambios en la dirección de algunos flujos de capital, con implicaciones aún por analizar. En cambio, en términos de *stocks*, los desequilibrios de posición de inversión internacional neta se han ampliado.

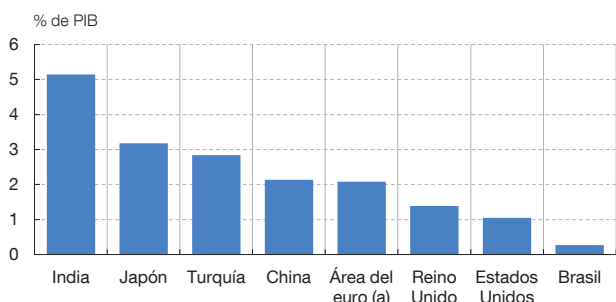
Factores relevantes para la economía mundial en el año 2015

LA REDUCCIÓN DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO: IMPLICACIONES Y PERSPECTIVAS

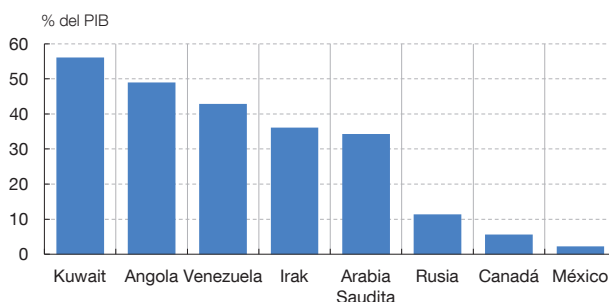
Como se ha comentado en el apartado anterior, la acusada caída de los precios del petróleo observada en la parte final de 2014 es achacable tanto a factores de demanda (por el menor crecimiento de las economías emergentes y de algunas desarrolladas) como a factores de oferta. En este sentido, a la creciente producción de petróleo no convencional (en particular, *shale oil*) en Estados Unidos en los últimos años, se añadió en este la recuperación parcial de la producción de algunos miembros de la OPEP sometidos a tensiones geopolíticas (como Libia e Irak). Pero el factor más importante ha sido el cambio de actitud de Arabia Saudita, que ha pasado, de modular su producción para estabilizar los precios del crudo, a defender su cuota de mercado.

La reducción en los precios del petróleo supone, como toda perturbación favorable de oferta, un aumento de la renta real y una disminución de precios a escala global. Pero, además, implica una fuerte redistribución de renta entre países exportadores e importadores netos de esta materia prima. Los países más beneficiados son los principales importadores netos, debido a la mejora de los términos de intercambio (véase panel izquierdo del gráfico 7 en el caso de los países del G-20). En este grupo, es importante destacar el caso de Estados Unidos, que, pese a ser el mayor productor del mundo, es también el mayor consumidor, siendo un importador neto; por ello, se espera que el impacto de la caída de los precios beneficie también a su economía. Por el contrario, los principales perjudicados

IMPORTADORES NETOS



EXPORTADORES NETOS



FUENTE: JODI-Oil World Database.

a Agregado construido a partir de los datos para Alemania, Francia e Italia.

son los países exportadores netos, que se enfrentan a fuertes contracciones en el valor de su producción (véase panel derecho del gráfico 7). De hecho, para la mayoría de estos países los efectos redistributivos dominan el efecto total, por lo que su crecimiento esperado se ha revisado significativamente a la baja y han afrontado mayores turbulencias en los mercados financieros. Además, la propia intensidad de la caída de los precios ha podido tener un efecto desfavorable adicional, al aumentar la incertidumbre a escala global.

Hay otros efectos de la bajada del precio del petróleo que es necesario subrayar. En primer lugar, el aumento de las presiones a la baja sobre los precios en países con tasas de inflación ya muy reducidas y tipos de interés cercanos a cero, como Europa y Japón. En un entorno de este tipo, existe el riesgo de que la caída en los precios de los bienes y servicios, resultado del impacto directo de los menores precios de los carburantes, se traslade a una reducción persistente de las expectativas de inflación, que afecte a los salarios y pueda derivar en una espiral de precios a la baja, difícil de atajar por el escaso margen con que cuenta la política monetaria. Esto representa un reto para la política de comunicación de los bancos centrales, pues parte de los efectos beneficiosos para los países importadores, asociados a la mejora de sus exportaciones netas, podría verse parcialmente mitigada por los efectos desfavorables de una eventual deflación sobre la demanda. Por otra parte, además de la caída en las importaciones no energéticas de los países exportadores de petróleo —y el consiguiente impacto negativo sobre el comercio mundial por esa vía—, hay que tener en cuenta que muchos de estos países han acumulado parte de sus ingresos fiscales de la última década en forma de fondos de inversión soberanos (*sovereign wealth funds* o SWF), que típicamente se invierten en activos financieros o reales de economías avanzadas. La reducción de los precios puede obligar a estos fondos a reducir sus inversiones —e, incluso, a desinvertir—, lo que generaría presiones a la baja en los precios de los activos y al alza en los tipos de interés.

Tras alcanzar un mínimo a finales de enero de 2015, con el barril de Brent por debajo de los 50 dólares, los precios han repuntado posteriormente hacia la zona de los 60 dólares, y es difícil aventurar su evolución en el medio plazo, que dependerá del comportamiento esperado de la oferta y la demanda. Por el lado de la oferta, es importante destacar tres factores que pueden modificar la situación actual. En primer lugar, la caída en los precios podría provocar una contracción en la industria del petróleo *shale* en Estados Unidos, que está integrada por muchos productores de tamaño medio, que, en algunos casos, están muy endeudados. Esta contracción reduciría la producción esperada de crudo, o al me-

nos aminoraría su ritmo de crecimiento; de hecho, parece detectarse un aumento reciente del cierre de pozos en Estados Unidos. En segundo lugar, la caída de los ingresos —y las tensiones sociales asociadas— podría generar inestabilidades en alguno de los principales productores, lo que también conduciría a una menor producción. En tercer lugar, Arabia Saudita podría retomar su tradicional estrategia de modulador de la oferta para intentar estabilizar los precios en algún nivel superior al actual, lo que parece improbable a la luz de las declaraciones de sus autoridades. Probablemente, los actuales niveles de precios desincentivarán la inversión en nueva capacidad extractiva y en exploración de reservas, reduciendo el ritmo de crecimiento de la oferta en el medio plazo. En general, la inversión podría volverse más volátil, lo mismo que los precios. Por el lado de la demanda, los actuales precios deberían estimular el crecimiento, elevando la demanda de crudo en el medio plazo. Será la interacción entre todos estos factores la que determine la senda de precios a lo largo del próximo año.

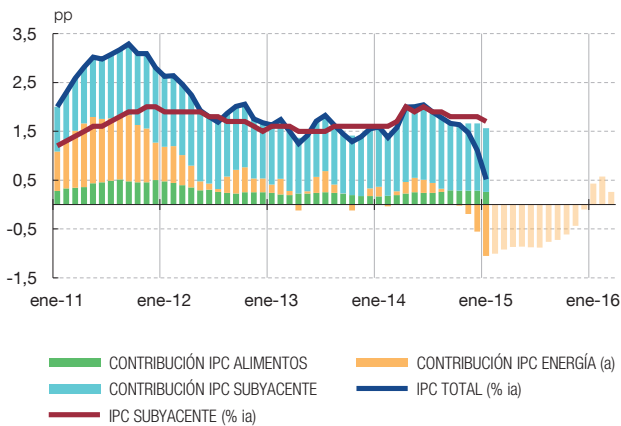
Como se ha mencionado anteriormente, la caída del precio del petróleo es uno de los factores que explican la disminución generalizada de las tasas de inflación, especialmente en la segunda mitad de 2014. No obstante, los bajos registros de inflación en las economías avanzadas se remontan a algún tiempo atrás. Desde mediados de 2011, se ha observado una tendencia descendente de la inflación, explicada principalmente por la menor contribución del componente energético y de los precios de los alimentos. La inflación subyacente (que excluye alimentos y energía) se ha mantenido más estable, aunque en algunos casos —como en el área del euro y en Japón— también ha registrado descensos significativos, separándose de los objetivos oficiales de inflación. En 2015, si se cumple la senda de ligero ascenso de los precios del petróleo que muestran los mercados de futuros, la contribución del componente energético a las tasas de inflación de los países de la OCDE será negativa, especialmente en la primera mitad del año, para ir corrigiéndose posteriormente hasta el mes de noviembre, pues fue noviembre de 2014 el momento del mayor desplome (véase panel izquierdo del gráfico 8).

Este entorno de tasas de inflación muy bajas en las economías avanzadas, en un contexto de recuperación económica y de fuertes estímulos monetarios, suscita un doble debate. Por un lado, sobre si han cambiado los determinantes de la inflación, ya que durante la crisis ocurrió lo contrario: las tasas de inflación se mantuvieron más elevadas de lo que sugeriría un episodio tan contractivo. Por otro lado, sobre si el mantenimiento de tasas de inflación muy reducidas puede tener efectos económicos adversos, especialmente si se prolongan en el tiempo y se trasladan a las expectativas de inflación a largo plazo.

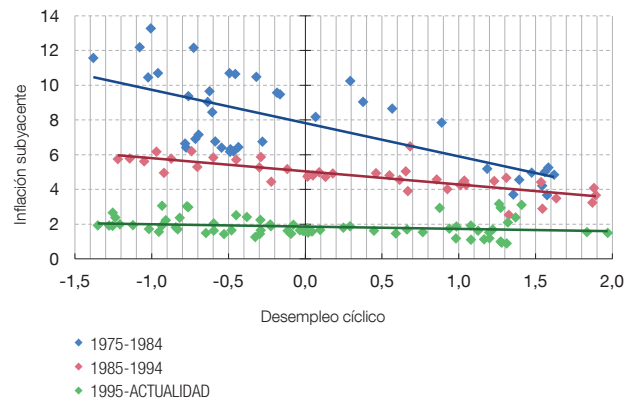
En cuanto a los determinantes de la inflación, los modelos estándar de *curva de Phillips* consideran el grado de holgura de la economía —medida a través del ciclo de negocios o del desempleo cíclico— y las expectativas de inflación de los agentes, junto con otros elementos (precios de las materias primas, tipo de cambio, etc.). Diversos estudios han mostrado cómo, en las últimas décadas, la sensibilidad de la inflación al grado de holgura de la economía se ha reducido (véase panel derecho del gráfico 8)¹. Esto podría deberse a factores como la credibilidad ganada por los bancos centrales en el logro de los objetivos de inflación —que redundaría en un mayor anclaje de las expectativas a largo plazo en torno a los objetivos de política monetaria y en un coeficiente más alto de las expectativas de inflación en la *curva*

1 Véanse FMI (2013), «The Dog That Didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was It Just Sleeping?», capítulo 3 del *World Economic Outlook*, abril de 2013, o BPI (2014), «Growth and inflation: drivers and prospects», capítulo 4 del *Informe Anual* del BPI 2014. La menor sensibilidad de la inflación al grado de holgura de la economía no es, sin embargo, general. Véase, por ejemplo, Álvarez y Urtasun (2013), «La variación en la sensibilidad cíclica de la inflación española: una primera aproximación», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.

DESCOMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN EN LA OCDE



APLANAMIENTO DE LA CURVA DE PHILLIPS (b)



FUENTES: Datastream-Thomson Reuters, OCDE, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

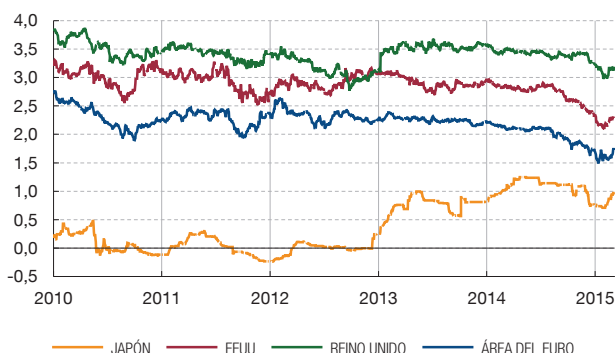
- a Previsiones de la contribución del componente energético al IPC tomando como referencia los futuros del precio del petróleo.
- b Cada punto representa el promedio trimestral de la inflación subyacente y el desempleo cíclico en las economías avanzadas.

de Phillips— o a los efectos de la globalización, pues hay evidencia de un mayor peso de factores globales en la determinación de la inflación frente a la posición cíclica de cada economía. Estos factores explicarían por qué la inflación no cayó hasta niveles más bajos durante la crisis, cuando hubo brechas de producto muy negativas, y por qué en la actualidad las tasas de inflación se mantienen en niveles reducidos a pesar de la reducción del grado de holgura económica. Adicionalmente, factores vinculados a circunstancias específicas de cada país podrían estar contribuyendo a mantener tasas de inflación bajas, como la apreciación de los tipos de cambio y la moderación de los salarios en Estados Unidos y Reino Unido. En Estados Unidos, las rigideces de salarios nominales a la baja explicarían su moderación en la fase de despegue del empleo (el fenómeno conocido como *pent-up wage deflation*), mientras que la debilidad de la productividad estaría operando en Reino Unido.

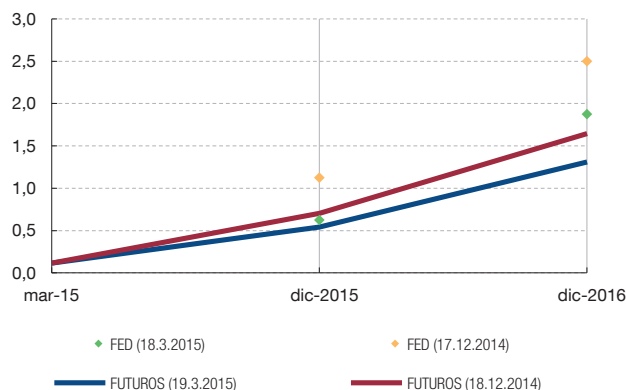
Por lo que respecta a los efectos del mantenimiento de tasas de inflación muy bajas durante un período prolongado, cabe apuntar, en primer lugar, que contribuyen a elevar los tipos de interés reales, lastrando las decisiones de gasto de los agentes y generando más desempleo². Además, en un contexto de elevado endeudamiento de los sectores nacionales, una tasa de inflación muy baja dificulta el proceso de desapalancamiento e incrementa la carga de la deuda. Asimismo, dentro de una unión monetaria como el área del euro, tasas de inflación muy bajas en el ámbito del área en su conjunto hacen más costoso en términos de desempleo el ajuste de precios relativos que tienen que realizar las economías con problemas de competitividad. Finalmente, los efectos más perniciosos se darían en caso de que las expectativas de inflación se desanclasen, planteando riesgos deflacionarios. En este sentido, es importante vigilar el descenso observado en las expectativas de inflación en las principales economías avanzadas, que hasta la fecha ha sido más acusado en las de corto plazo, pero también se aprecia en algunas medidas de expectativas de inflación de largo plazo. Este es uno de los desafíos que deberán abordar las políticas monetarias de las economías avanzadas, en un entorno caracterizado por crecientes divergencias cíclicas, como se discute en el siguiente epígrafe.

2 Se han reseñado en la literatura los efectos perniciosos de una tasa de inflación por debajo de los objetivos del banco central de forma prolongada, incluso manteniendo las expectativas de inflación bien ancladas. Véase, por ejemplo, Svensson (2015), «The Possible Unemployment Cost of Average Inflation below a Credible Target», *American Economic Journal: Macroeconomics*, 7 (1), pp. 258-296.

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (5y-5y)



EXPECTATIVAS TIPOS (FUTUROS) VS MEDIANA FOMC



FUENTES: Datastream-Thomson Reuters y Reserva Federal.

LAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS EN UN CONTEXTO DE DIVERGENCIAS CÍCLICAS

Tras finalizar sus compras de activos en 2014, la Reserva Federal ha venido señalizando que el proceso de normalización de la política monetaria de Estados Unidos se iniciará en 2015. Esta intención refleja la solidez de la recuperación en el mercado de trabajo (en cuanto a creación de empleo y a reducción de la tasa de paro, que se aproxima a su nivel de equilibrio) y la confianza en que la actual caída de la inflación será un fenómeno transitorio y que se retornará eventualmente a su objetivo del 2%. En ese proceso de normalización, el primer paso será la elevación del tipo de interés oficial (el tipo objetivo de los fondos federales), desde el mínimo histórico en el que se encuentra (0 %-0,25 %) desde diciembre de 2008, mientras que el volumen de activos en el balance de la Fed se mantiene constante, reinviendo los vencimientos. La normalización del balance del banco central, en cuanto a reducción de su tamaño y paso a una estructura de activos de menor plazo, vendrá en una segunda etapa. Con estos anuncios sobre las futuras decisiones de política monetaria se quieren minimizar las distorsiones que este proceso pueda suponer para el funcionamiento normal de los mercados financieros, evitando experiencias como la de mayo de 2013, cuando el mero anuncio de que la Fed estaba considerando reducir el volumen de compras de activos del programa de *Quantitative Easing* (QE3) llevó a una abrupta reacción de los mercados financieros.

Frente a la situación en Estados Unidos, y con la excepción del Banco de Inglaterra, un gran número de bancos centrales en las economías avanzadas han optado en los últimos meses por introducir mayores dosis de expansión monetaria, en un contexto de revisiones a la baja de sus previsiones de crecimiento y, principalmente, de presiones a la baja sobre los precios y las expectativas de inflación (véase panel izquierdo del gráfico 9). Por tanto, el período de políticas monetarias convergentes (y no convencionales) entre economías desarrolladas, que predominó desde finales de 2008, parece haber finalizado. Dado que las perspectivas para 2015-2016 suponen un aumento de las divergencias cíclicas entre estos países, las diferencias en la orientación de sus políticas monetarias podrían acentuarse.

Estas diferencias en las decisiones de política monetaria se han plasmado en la evolución de los tipos de cambio, de forma que el dólar se ha apreciado más de un 15% en términos efectivos nominales desde mediados de 2014 (véase panel superior izquierdo del gráfico 2), pero no de igual manera en los diferenciales de los tipos de interés de la deuda de más largo plazo (véase panel superior derecho del gráfico 2), puesto que las rentabilidades también se han reducido en Estados Unidos, arrastradas por el entorno internacional (véase recuadro 2).

En 2014, las rentabilidades de la deuda de las principales economías desarrolladas mantuvieron una tendencia descendente, que fue más pronunciada a partir del verano (véase gráfico 1). Esta evolución contrasta con el tono divergente de las políticas monetarias en las principales economías desarrolladas. Aunque dichas diferencias ya se han traducido en el fortalecimiento del dólar frente a las principales monedas, las rentabilidades de la deuda pública, que deberían acompañar a la expectativa de elevaciones del tipo oficial, solo han reaccionado muy recientemente. En este recuadro se analizan los posibles determinantes del bajo nivel de las rentabilidades en Estados Unidos.

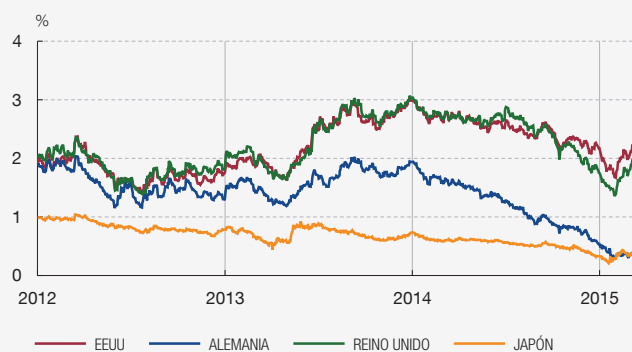
Aunque el descenso del tipo a diez años en Estados Unidos ha coincidido con la reducción de las expectativas de inflación a largo plazo (véase gráfico 2), su caída parece estar relacionada en mayor medida con la disminución de la prima de plazo. Esta variable, que en teoría está asociada con la incertidumbre para predecir la posible senda de los tipos de interés a corto plazo, presentó valores anormalmente reducidos durante los períodos en los que la Reserva Federal estuvo realizando compras de títulos de renta

fija de modo activo. En mayo de 2013, con el inicio de las discusiones sobre el final de los programas de compras, la prima de plazo aumentó y se mantuvo en niveles más cercanos a su media histórica. Sin embargo, a lo largo de 2014 esta variable ha presentado un nuevo descenso, hasta presentar niveles incluso negativos (véase gráfico 3).

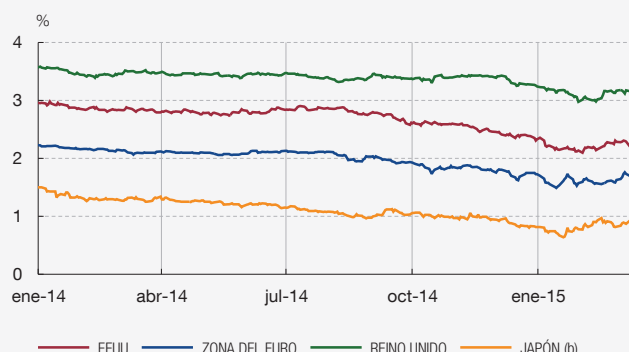
Varios son los factores que pueden estar detrás de la evolución de la prima de plazo. En primer lugar, puede existir un motivo precaución, con movimientos de huida hacia la calidad propiciados por un entorno de mayor volatilidad. Este tipo de consideraciones puede haber sido más relevante a partir de agosto del año pasado, cuando una combinación de varios factores desató un incremento de la incertidumbre en los mercados. Entre estos elementos figuran el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento globales, los temores de deflación en las economías desarrolladas, el creciente riesgo geopolítico, o el desplome de los precios del crudo. Este contexto desencadenó movimientos de huida hacia la calidad, como sugiere el aumento de las rentabilidades de activos de mayor riesgo, y también podría haber incidi-

TIPOS DE INTERÉS Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

1 TIPOS DE INTERÉS DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



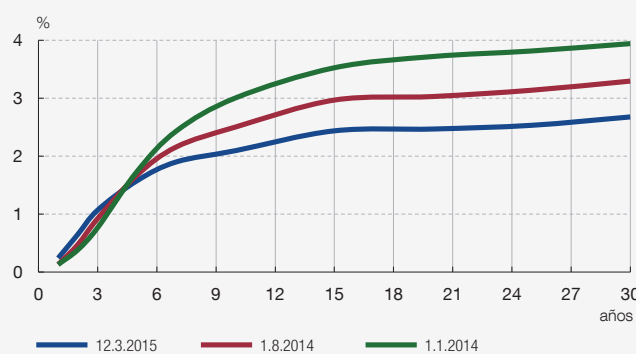
2 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (a)



3 EEUU: TIPO DE INTERÉS BONO A DIEZ AÑOS Y PRIMA DE PLAZO



4 CURVA DE RENDIMIENTOS BONOS DEL TESORO EE.UU.



FUENTES: Datastream, Reserva Federal y Barclays Capital.

a Forward inflation swaps. Tipos a cinco años dentro de cinco años.
b Forward swap.

do en sentido contrario en las rentabilidades a largo plazo de la deuda americana, dada su naturaleza de activo refugio.

En segundo lugar, la convergencia entre los tipos a largo de las economías desarrolladas también podría ser un reflejo de la escasez de activos considerados como seguros, en un entorno en el que, por un lado, no se prevé un aumento de la emisión anual de deuda pública por parte de estos países y, por otro, donde el carácter más expansivo de las políticas acomodaticias del BCE y del Banco de Japón reduce la cuantía de estos activos disponibles para los inversores. Este contexto podría explicar que determinados inversores institucionales europeos o japoneses, que necesitan invertir una parte significativa de su cartera en valores a largo plazo, prefieran asumir o cubrir el riesgo de tipo de cambio asociado a comprar deuda americana antes de adquirir títulos en sus divisas con rentabilidades negativas.

Ambos factores podrían persistir en el medio plazo. Por un lado, a medida que se normalicen las condiciones monetarias, es previsible que concluya el período de volatilidad anormalmente

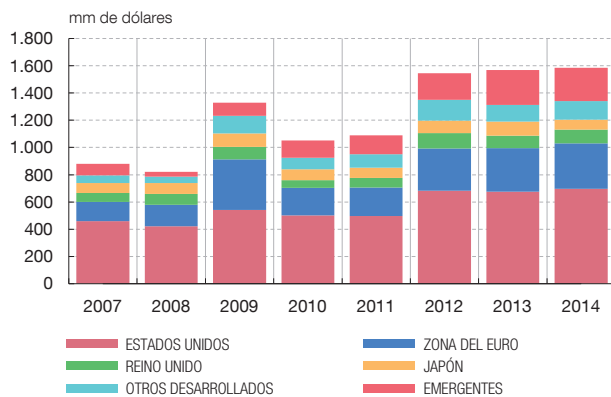
baja del último año, lo que podría desencadenar movimientos de huida hacia la calidad en caso de repuntes bruscos. Por otro lado, la oferta de activos seguros no parece que se vaya a ampliar en un contexto de consolidación de las cuentas públicas de los principales países desarrollados. Por lo tanto, no es descartable un escenario en el que el tipo a diez años no reaccione una vez iniciada la subida de tipos oficiales, lo que supondría un importante reto para la Reserva Federal en función del grado de endurecimiento que considere necesario, dada la situación de su economía. En este sentido, la evolución reciente de las curvas de tipos, en la que los plazos cortos han reaccionado a las expectativas de subidas al tiempo que la curva desciende en los tramos largos, sugiere la posibilidad de revivir el *conundum* del anterior ciclo contractivo (véase gráfico 4). Pero tampoco se puede descartar un escenario de aumento de la volatilidad de los mercados financieros como consecuencia del aumento de las diferencias entre políticas monetarias, especialmente entre Estados Unidos y la zona del euro y Japón, con elevaciones significativas de los tipos de interés a largo plazo a escala global.

En cuanto al proceso de normalización que debe llevar a cabo el Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés), los mercados descuentan en la actualidad subidas del tipo de interés de los fondos federales de 100-125 puntos básicos hasta finales de 2016, lo que supone una senda ascendente ligeramente más suave y más gradual que la prevista por los miembros del propio FOMC (véase panel derecho del gráfico 9). La diferencia puede reflejar una distinta valoración de la función de reacción del FOMC, o del grado de recuperación de la economía estadounidense y/o de las perspectivas de inflación, que en conjunto se resumen en la holgura existente en el mercado de trabajo. Así, a pesar de que la tasa de paro se encuentra ya muy cercana a la NAIRU, cuya estimación se revisó a la baja en marzo de 2015, otros indicadores —como la evolución de los salarios— están aún lejos de lo que correspondería a una situación normalizada del mercado laboral. Además, tanto el efecto expansivo de la caída de la rentabilidad de los bonos a largo plazo sobre la economía estadounidense como el efecto restrictivo de la apreciación del dólar (a través del canal comercial y de rentas, por su impacto en los beneficios empresariales) pueden complicar el proceso de normalización de la política monetaria. En definitiva, dicho proceso constituye un notable desafío, al desarrollarse en un contexto de divergencias cíclicas y de política monetaria, con baja inflación, y puede dar lugar a episodios de volatilidad en los mercados financieros.

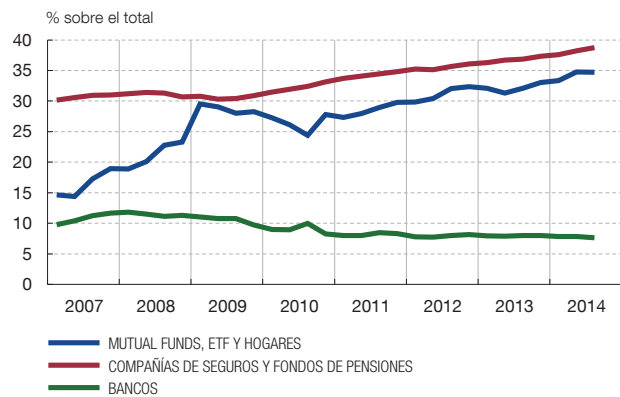
¿HACIA UN CAMBIO
EN LOS PATRONES
DE FINANCIACIÓN DE LOS PAÍSES
AVANZADOS?

A lo largo de 2014 se registraron importantes avances en la reforma regulatoria del sector bancario. La propuesta por parte del FSB de un nuevo requerimiento para dotar a las entidades bancarias sistémicas globales con capacidad de absorción de pérdidas suficiente para asegurar su resolución ordenada, evitando el uso de fondos públicos y garantizando la continuación de sus funciones críticas (TLAC, por sus siglas en inglés), supuso el cierre del nuevo marco normativo para las entidades bancarias tras la crisis financiera. De este

EMISIÓN BRUTA DE BONOS CORPORATIVOS, POR PAÍS/REGIÓN



EEUU: TENENCIA DE BONOS CORPORATIVOS Y EXTRANJEROS POR SECTORES



FUENTES: Dealogic y Reserva Federal.

modo, aunque persisten aspectos y detalles que se irán concretando en los próximos años, en el pasado ejercicio se ha reducido significativamente la incertidumbre regulatoria a la que se enfrentaban las entidades de crédito para decidir sus estrategias de negocio de cara al futuro.

Este nuevo marco normativo configura un entorno que favorece un menor papel de la intermediación bancaria y una mayor importancia de los mercados de capitales en la financiación de determinados sectores, como las empresas de mayor tamaño o los proyectos de infraestructuras (véase panel izquierdo del gráfico 10). De hecho, el proceso de desintermediación ha adquirido una mayor intensidad en los últimos años, a medida que el sector bancario se ha ido adaptando a los nuevos requerimientos, de acuerdo con las fases de transición establecidas por los reguladores. Esta tendencia coincide, además, con un cambio en el tipo de participantes en los mercados de capitales, donde ganan protagonismo los inversores institucionales en detrimento de los bancos (véase panel derecho del gráfico 10).

En conjunto, se configura un panorama en el que la situación patrimonial del sector bancario sale reforzada, al reducirse tanto los riesgos que asumen las entidades como las consecuencias tras una posible quiebra y la probabilidad de emplear dinero de los contribuyentes en su rescate. Al mismo tiempo, otros agentes —como los fondos de pensiones, de inversión o las aseguradoras— alcanzan una mayor presencia en el proceso de intermediación financiera, en segmentos en los que antes no estaban presentes. Este entorno más diversificado y resistente que el de antes de la crisis no está, sin embargo, exento de riesgos. En este sentido, los reguladores y supervisores están comenzando a prestar mayor atención a cuestiones como el comportamiento de los inversores institucionales ante episodios de tensión, los efectos que puede tener la inversión de estos agentes en activos menos líquidos o las dificultades que pueden encontrar determinadas empresas para re-financiar sus emisiones, en especial en un contexto de apreciación del dólar. Al mismo tiempo, también se monitorizan el desarrollo y el crecimiento de la actividad de agentes que, estando fuera del perímetro de regulación bancaria, realizan servicios de intermediación muy similares a los de las entidades de crédito.

De cara al año 2015 se configura un escenario en el que la actividad de intermediación bancaria va a seguir siendo moderada —dados los pasos que todavía tienen que dar los bancos para cumplir con los nuevos requisitos— y en el que la financiación a través de los mercados puede verse condicionada por el probable endurecimiento de la política

monetaria en Estados Unidos. Este escenario debería afectar en mayor medida a aquellos agentes con mayor dependencia de los mercados de fondos en dólares, como es el caso de los países emergentes —y, en particular, de América Latina—, si bien las consecuencias para cada economía dependerán de la capacidad de reacción de la banca nacional o de la posibilidad de las empresas de financiarse en otras divisas.

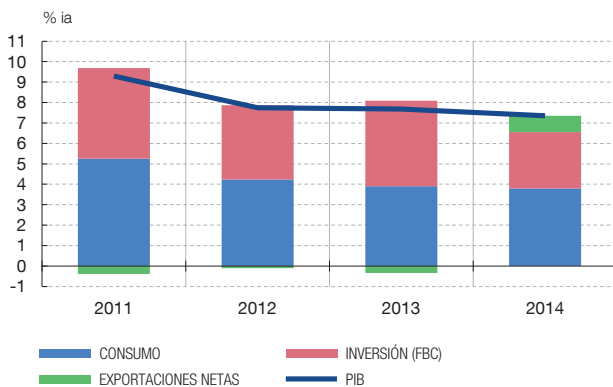
ECONOMÍAS EMERGENTES: PERTURBACIONES Y AJUSTE

La moderación del crecimiento de las economías emergentes está siendo uno de los hilos conductores más importantes de la evolución económica global. Estas economías se han venido desarrollando en un contexto de recuperación poco dinámica y desigual de las economías desarrolladas, al que se han añadido, secuencialmente y con distinto grado de importancia, tres tipos de perturbaciones. La primera ha sido la desaceleración de la economía china, que viene observándose desde 2011, con importantes implicaciones para los precios de las materias primas y la demanda externa de sus principales socios comerciales en Asia y América Latina. En los últimos cuatro años, China ha reducido su crecimiento en 4 pp, pasando de crecer cerca del 11 % en 2010 a poco más del 7 % en 2014, en parte como resultado de la decisión de sus autoridades, refrendada tras el cambio de gobierno en 2012, de alcanzar un patrón de crecimiento más equilibrado y sostenible. Las otras dos perturbaciones son más recientes: por un lado, el endurecimiento de las condiciones de financiación externas, que se ha ido produciendo, en episodios recurrentes, desde el debate sobre el inicio del *tapering* en Estados Unidos, a mediados de 2013, y que podría intensificarse cuando la Reserva Federal comience el proceso de normalización de los tipos de interés en 2015; y, por otro, la caída de los precios del petróleo en la segunda mitad de 2014.

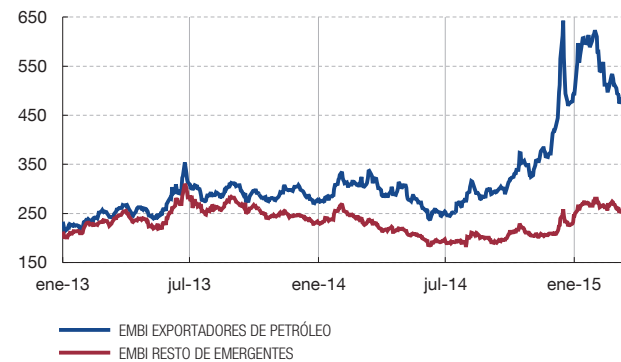
Durante 2014, las señales de reequilibrio de la economía china se hicieron más nítidas (véase panel izquierdo del gráfico 9). Desde el punto de vista del gasto, el peso del consumo privado aumentó en tres puntos del PIB respecto a 2013, situándose en el 52 %, en paralelo con una caída de la ratio de inversión. Por el lado de las ramas de actividad, el sector servicios continuó aumentando su participación en el PIB, hasta el 48 %, en detrimento de la industria (36 %) y del sector primario (6 %). Las medidas adoptadas por las autoridades abarcan distintos ámbitos, desde el financiero al fiscal, y también al medioambiental. Desde 2013, y sobre todo en la primera mitad de 2014, se han impuesto limitaciones al crecimiento del crédito no bancario en los segmentos de mayor riesgo del sistema financiero. También se ha limitado la capacidad de gasto de los Gobiernos locales y se han endurecido las condiciones de financiación para la adquisición de segunda vivienda. Todo ello se ha traducido en una marcada moderación de la inversión, que se añade al proceso de ajuste de los sectores con capacidad ociosa, principalmente en manufacturas e industria pesada. Simultáneamente, el aumento acumulado en la renta per cápita de los hogares, derivado de las mejoras salariales tanto en el sector público como en el sector privado, ha apoyado un mayor crecimiento del consumo privado, que en el último año se ha visto impulsado también por una mejora en la distribución de la renta. Además, en 2014 se intensificó el proceso de liberalización financiera, tanto externa como interna, con avances significativos en la flexibilización del tipo de cambio y los tipos de interés, y el anuncio del próximo establecimiento de un sistema de garantía de depósitos, todo lo cual favorecerá la movilización del ahorro. En estas circunstancias, la actividad en China siguió desacelerándose en 2014.

En una perspectiva más amplia, la reciente desaceleración china es en gran medida el resultado de la implementación de una serie de medidas de política económica orientadas a moderar los excesos en el sistema financiero, el sector inmobiliario y el gasto público. En paralelo, el reequilibrio de la economía hacia un modelo de desarrollo más sostenible

REEQUILIBRIO DEL CRECIMIENTO EN CHINA



DIFERENCIALES SOBERANOS DE EMERGENTES



FUENTES: National Bureau of Statistics of China y Datastream-Thomson Reuters.

continuó, al registrarse una mayor aportación del consumo al crecimiento del PIB y una menor contribución de la inversión. Sin embargo, la tendencia a la baja de la inflación, más intensa desde la segunda mitad de 2014, ha requerido un mayor apoyo de la política monetaria.

La relevancia de China en el comercio mundial hace que su menor crecimiento tenga repercusiones importantes, sobre todo en las economías emergentes. En el caso de América Latina, los canales de influencia de China son principalmente dos: la demanda externa y los precios de las materias primas. China se ha convertido en el primer o segundo socio comercial para la mayoría de los países de América del Sur (10%-20% de sus exportaciones totales) en tan solo una década, lo que ha tendido a aumentar la correlación entre sus ciclos de negocios. Algunas estimaciones asocian una caída en el crecimiento de 1 pp de la economía china con un recorte del 0,6 pp, en promedio, en el crecimiento de América Latina. Además, la menor demanda de materias primas de China contribuye a moderar los precios de estos productos en los mercados internacionales, donde su descenso acumulado desde 2011, medido por un índice general, ha superado el 45%. Así como el continuado ascenso de los términos de intercambio sostuvo el dinamismo económico en América Latina durante la década pasada, su corrección en los últimos años está originando, de forma simétrica, un descenso de la renta y un menor crecimiento. En Asia emergente, el debilitamiento de China se ha reflejado en una desaceleración de las exportaciones de otros países de la región hacia ese país, si bien parte de esta moderación podría reflejar de manera más general la debilidad de la demanda mundial, a través de su impacto en las cadenas de valor.

En cuanto a las condiciones de financiación de las economías emergentes en los mercados internacionales, se observó una recuperación en las entradas de capital hacia estas economías hasta el segundo trimestre de 2014 (véase panel derecho del gráfico 6), que probablemente se revirtió en la segunda mitad del año, a juzgar por la depreciación generalizada de los tipos de cambio durante esa parte del año, más acentuada hacia aquellas economías exportadoras de petróleo. Así, con los datos disponibles hasta la primera mitad de 2014, se observa que la recuperación de las entradas de capital fue particularmente intensa en Asia emergente, incluida China. En América Latina se observa una estabilización de las entradas de flujos de capital en niveles algo superiores a los de 2013, al igual que en Europa del Este, donde más habían caído previamente. Aun así, tanto en América Latina como en Europa del Este, las entradas de flujos siguieron siendo inferiores

a las recibidas en 2011. En América Latina, las menores entradas de flujos de capital y la menor actividad económica se han traducido también en una importante desaceleración del crédito interno al sector privado. Todo ello, sin que se haya materializado aún el esperado aumento de los tipos de interés en Estados Unidos. Tanto la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento en buena parte de las economías emergentes como la tendencia a la apreciación del dólar parecen anticipar que se mantendrá la moderación de los flujos de capital hacia estas economías, sobre todo si se confirma el cambio de ciclo monetario en Estados Unidos.

Hasta la fecha, el impacto de la tercera perturbación —la caída de los precios del petróleo— es perceptible sobre todo en la bajada de las tasas de inflación en Asia. En América Latina, las presiones sobre los precios de los servicios y el *pass-through* de la depreciación de los tipos de cambio han tendido a mantener las tasas de inflación relativamente elevadas, incluso en los países con regímenes de objetivos de inflación. Cabe esperar que los efectos sobre la actividad se dejen notar en mayor medida durante 2015 y que sean netamente positivos para la mayor parte de Asia, pero contrapuestos por países en América Latina. Algunos países latinoamericanos presentan una situación especialmente vulnerable: la caída del precio del petróleo perjudica particularmente a aquellas economías cuya especialización productiva, exportadora y recaudadora se ha orientado hacia esta materia prima, como Venezuela, donde un 96 % de las exportaciones y un 50 % de los ingresos públicos dependen del petróleo. Además, este país cuenta con un nivel de reservas reducido y no tiene acceso a los mercados de financiación exterior. Para otras economías, como Colombia —donde las exportaciones de petróleo representan algo más de la mitad de las ventas al exterior— o México —donde los ingresos fiscales asociados al petróleo superan el 30 % del total y donde, además, se ha lanzado una reforma energética para atraer inversión y tecnología extranjera hacia la producción de petróleo—, también es una perturbación importante. Ambos países disponen de márgenes para afrontarla, con un elevado nivel de reservas internacionales, unas cuentas públicas saneadas y avanzadas reglas fiscales. En Asia emergente, la bajada del precio del petróleo está teniendo un impacto positivo en las balanzas comerciales de la mayoría de los países (especialmente, en el caso de India); la excepción es Malasia, único exportador neto del área.

Las perspectivas para 2015

El año 2015 se ha iniciado con nuevas revisiones a la baja en las previsiones de crecimiento mundial. No obstante, cabe esperar que los efectos netos positivos de la reducción de costes que ha supuesto la bajada de los precios del petróleo se perciban con mayor claridad, una vez superada la intensidad de su ajuste, y aunque la permanencia de estos menores niveles esté sujeta a incertidumbre. Por otra parte, las políticas económicas seguirán siendo acomodaticias, aunque persistan diferencias cíclicas entre las principales economías avanzadas y se mantengan las divergencias en el tono de sus políticas monetarias, incidiendo sobre las condiciones de financiación a escala global, los flujos de capital entre regiones y la configuración de los tipos de cambio. Finalmente, el comercio mundial sigue sujeto a una notable debilidad, aunque se detecta un tono algo más favorable en las economías avanzadas.

En este contexto, el escenario central para el año 2015 incorpora un crecimiento de la economía mundial ligeramente por encima del registrado en 2014, en el entorno del 3,5 % (3,3 % en 2014). Esta evolución sería el resultado del fortalecimiento de la recuperación en las economías avanzadas —cuyo crecimiento promedio se aproximaría al 2,5 %, en torno a 0,5 pp más que en 2014— y de la estabilización de las emergentes, de modo que su avance promedio se situaría ligeramente por debajo del 4,5 %.

Se espera un fortalecimiento generalizado de la actividad en las economías avanzadas, si bien con ritmos diversos. Así, cabe prever que sea más intenso en las economías que, como Estados Unidos y Reino Unido, más han avanzado en el proceso de ajuste de sus desequilibrios (balances del sector privado, consolidación fiscal, desempleo y sector inmobiliario). En otras áreas, como la zona del euro o Japón, el avance de la actividad será más moderado. En todo caso, la recuperación se verá favorecida de modo general por los niveles reducidos del precio del petróleo —con la excepción de aquellas economías que, como Noruega o Canadá, son exportadoras netas de petróleo—, el tono acomodaticio de las políticas monetarias —incluso en el caso de las economías con un ciclo monetario más avanzado— y la paulatina ralentización del ritmo de consolidación fiscal.

En los últimos años, las principales economías emergentes han venido registrando recurrentemente tasas de crecimiento inferiores a las proyectadas, que se han trasladado a una significativa revisión a la baja de su crecimiento potencial. En algunas áreas, esto se ha asociado con la escasez de reformas estructurales introducidas en la época de bonanza. No obstante, aun teniendo en cuenta ese menor crecimiento de largo plazo, en el escenario central para 2015 no se espera que las economías emergentes alcancen su potencial, por diversos factores. Para el conjunto de estas economías, el aumento de la demanda externa procedente de las economías avanzadas y el efecto favorable del reducido precio del crudo en las economías importadoras de esta materia prima se verán previsiblemente más que compensados por la desaceleración de China —donde la gestión de las políticas estará posiblemente más enfocada a atenuar las vulnerabilidades que a estimular el crecimiento—, la largamente esperada normalización de la política monetaria en Estados Unidos —y el consiguiente tensionamiento de las condiciones financieras globales y redireccionamiento de los flujos de capitales hacia esa economía— y el impacto adverso del precio del petróleo (y otras materias primas) en las economías exportadoras. Este último factor afectará especialmente a Rusia, al incidir sobre una economía que ya venía desacelerándose y que, además, estaba sometida a diversas sanciones por parte de algunas economías avanzadas. Tampoco las perspectivas son particularmente favorables para las economías de América Latina, especialmente sensibles al cambio de ciclo en los precios de las materias primas y a la eventual normalización de las condiciones financieras globales.

Se prevé que la inflación se mantenga en niveles muy reducidos con carácter general —e incluso negativos durante buena parte de 2015, en numerosas economías avanzadas—. Esta previsión descansa, en buena medida, en que no se espera una reversión sustancial de los descensos en los precios de las materias primas y, en el caso de las economías avanzadas, en que se mantenga la reducida sensibilidad de la inflación al grado de holgura de las economías que se ha observado en los últimos años.

En el capítulo de riesgos de alcance global, los desarrollos recientes en el mercado de petróleo (y, en particular, la incertidumbre sobre los factores subyacentes a aquellos) amplían los riesgos, en ambos sentidos, asociados a la evolución del precio del petróleo y a su impacto potencial; en particular, no se puede descartar un mayor impacto positivo sobre el crecimiento global. Por otra parte, un conjunto importante de países (con las significativas excepciones de Estados Unidos y Reino Unido) está adoptando o en disposición de adoptar medidas de política económica más expansivas, especialmente en el ámbito de la política monetaria.

Entre los riesgos a la baja, las divergencias en el tono de la política monetaria en las principales economías avanzadas —consecuencia de las marcadas diferencias en su posición cíclica— constituyen un riesgo para la estabilidad financiera, en la medida en que una ampliación de aquellas puede provocar episodios de turbulencias, con ajustes bruscos de los tipos de

cambio y de los precios de otros activos (especialmente, los de alto rendimiento o los de economías emergentes) y reubicación súbita de los flujos de capital. Por otro lado, la persistencia de tasas de inflación muy reducidas durante un período prolongado puede constituir un freno a la recuperación, en la medida en que puede elevar el coste real de la financiación y, además, dificulta el proceso de reducción de la deuda. Asimismo, una desaceleración más intensa en alguna economía emergente sistémica (en especial, si en China se materializase un proceso de reequilibrio desordenado de la economía, que afectase significativamente al crecimiento) incidiría negativamente sobre el crecimiento global. Finalmente, los riesgos de naturaleza geopolítica siguen siendo muy relevantes, situándose los principales focos en el conflicto territorial en Ucrania y en la extensión del terrorismo en Oriente Medio.

En el ámbito de los mercados financieros internacionales, el entorno de elevada liquidez que prevalece ha favorecido la acumulación de algunos riesgos significativos. Así, aunque algunos segmentos que en el pasado reciente estaban sobrevalorados —como el *high yield* estadounidense— se han corregido, persisten otros elementos de preocupación, como el mayor riesgo (de crédito y liquidez) derivado de las elevadas tenencias de deuda corporativa en las carteras de inversores institucionales. En paralelo, algunos cambios recientes de naturaleza más estructural —como el menor peso de la financiación bancaria y el mayor peso de proveedores de financiación fuera del perímetro de la regulación— plantean ciertas dudas sobre el acceso a la financiación de determinados segmentos, como las pymes, tradicionalmente muy dependientes de la intermediación bancaria.

Entre los riesgos específicos para las economías avanzadas, el marcado descenso de la inflación en el área del euro, en otras economías europeas y en Japón (si se descuenta el impacto de la subida impositiva) amplía las posibilidades de desanclaje de las expectativas de inflación. A más largo plazo, en el área del euro y en Japón la prolongada debilidad de la demanda y los escasos avances en la corrección de algunos desequilibrios —principalmente, los altos niveles de deuda pública y privada— pueden acabar consolidando un escenario de bajo crecimiento.

Finalmente, las economías emergentes pueden ser especialmente sensibles a episodios de inestabilidad en los mercados financieros internacionales, provocados no solo por perturbaciones de carácter global, sino también por sucesos de regiones o economías específicas (por ejemplo, ligados a problemas en algún exportador de petróleo), que acaben traducándose en un cambio general del sentimiento inversor hacia ellas. Además, la persistente debilidad de los registros de crecimiento en algunos casos puede apuntar a que la capacidad de crecimiento a largo plazo de estas economías sigue estando sobrevalorada.

En definitiva, la economía mundial continúa avanzando en una senda de crecimiento modesto —claramente inferior al observado antes de la crisis—, que, en el corto plazo, puede verse impulsado por el afianzamiento de la recuperación de las economías avanzadas, como resultado de la vigencia de los niveles reducidos del precio del petróleo y del tono acomodaticio de las políticas monetarias. Estos factores, de carácter previsiblemente transitorio, pueden favorecer avances más decididos en la corrección de los desequilibrios en estas economías, contribuyendo a generar en ellas un crecimiento más sostenible, que pueda contribuir a dar soporte al crecimiento de las economías emergentes, en un contexto que, por diversos factores —el previsible endurecimiento de las condiciones financieras globales, la desaceleración en curso de la economía china y el fin del ciclo alcista de las materias primas—, es particularmente adverso para algunas de ellas.

19.3.2015.