

#### 1 Introducción

En 2012, el proceso de recuperación de la economía mundial volvió a perder fuerza. El crecimiento de la actividad a nivel global fue del 3,2 %, el registro más bajo tras la crisis

En 2012, la economía mundial siguió sin alcanzar una senda de recuperación sostenida. De hecho, la actividad global se desaceleró hasta registrar la menor tasa de crecimiento desde 2009 (un 3,2 %, en el conjunto del año) y el comercio redujo su crecimiento de modo más acusado aún. Mostrando un notable paralelismo con los dos ejercicios precedentes, la economía mundial comenzó el año con perspectivas relativamente favorables, que se fueron ensombreciendo y derivaron en una progresiva desaceleración de la actividad, especialmente intensa en el verano. Hasta los primeros meses de 2013 no se han apreciado síntomas de reactivación. La inflación, por su parte, se moderó hasta el 3,9 % —un 2 % en las economías avanzadas—.

Las diferencias de comportamiento entre economías avanzadas y emergentes se mantuvieron en 2012. Las economías avanzadas, que crecieron un 1,2 %, presentan todavía brechas de producción amplias, y un buen número de ellas sigue sin recuperar el nivel de actividad previo a la crisis (véase gráfico 3.1). De hecho, algunas de ellas volvieron a caer en situaciones recesivas en 2012. Conviene notar, no obstante, que esta falta de firmeza es inherente a los procesos de recuperación que siguen a las crisis financieras profundas, caracterizados por la necesidad de ajuste y reequilibrio de los balances privados y públicos, en un contexto de elevado endeudamiento. Por su parte, las economías emergentes, que se expandieron un 5,1 %, también registraron una notable ralentización, influidas por la caída de su demanda externa, particularmente la procedente de Europa. Con todo, estas economías siguieron siendo la principal fuente de crecimiento de la economía mundial, con una contribución superior al 80 %, y representan ya un porcentaje del producto mundial superior al de las avanzadas.

El agravamiento de la crisis europea condicionó la evolución económica y financiera global...

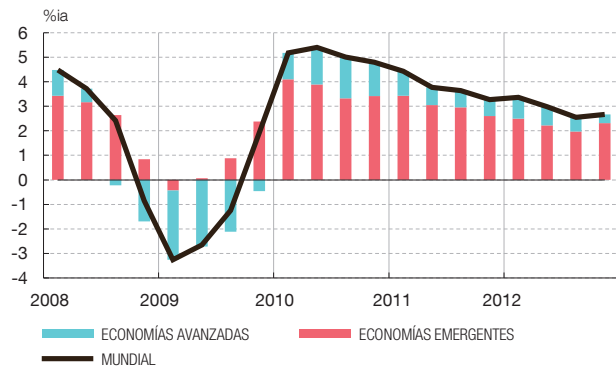
El desarrollo de la crisis europea fue, un año más, un factor dominante en la evolución internacional. La inestabilidad en el área del euro se intensificó a partir del mes de marzo, hasta alcanzar nuevos máximos hacia mediados de año. El impacto se hizo notar con particular intensidad en la actividad global a través del comercio y de la confianza. Además, surgieron otros elementos de riesgo, aunque con menor impacto, como la amenaza de un ajuste fiscal abrupto en Estados Unidos al cierre del año, o de una desaceleración brusca en alguna de las principales economías emergentes, en especial de China.

A partir del verano, las tensiones en el área del euro se suavizaron significativamente y los mercados financieros, que se habían contagiado de la elevada incertidumbre en la primera parte del año, reaccionaron positivamente al alivio de la tensión, afianzando el tono positivo posteriormente. Se produjo así una divergencia entre la evolución de la actividad, que continuó debilitándose en la segunda parte del año, y la mejora en los mercados financieros. La mitigación de los riesgos más extremos activó la búsqueda de rentabilidad y un mayor apetito por el riesgo, en un entorno de tipos de interés reducidos en todos los plazos y de abundante liquidez global.

... aunque el tono expansivo de las políticas monetarias alivió la tensión en los mercados, al tiempo que prosiguió la consolidación fiscal

Así, el comportamiento favorable de los mercados financieros se apoyó también en las acciones de los bancos centrales de las economías avanzadas, que, en ausencia de presiones inflacionistas relevantes, intensificaron sus medidas de apoyo a los mercados y de soporte a la recuperación económica. Las preocupaciones de años anteriores, relativas al diseño de las estrategias de salida, dieron paso, durante 2012, a otras centradas en cómo hacer más eficaz la acción expansiva de los bancos centrales mediante cambios en sus

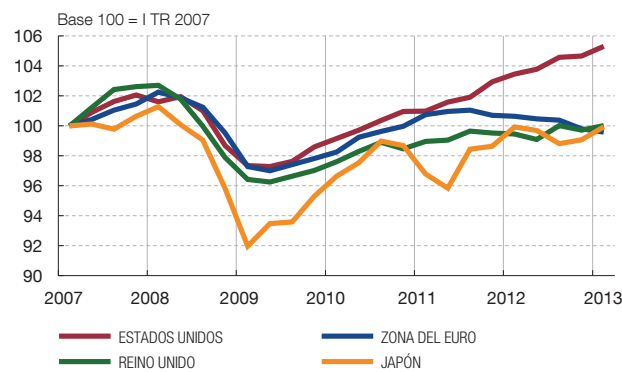
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



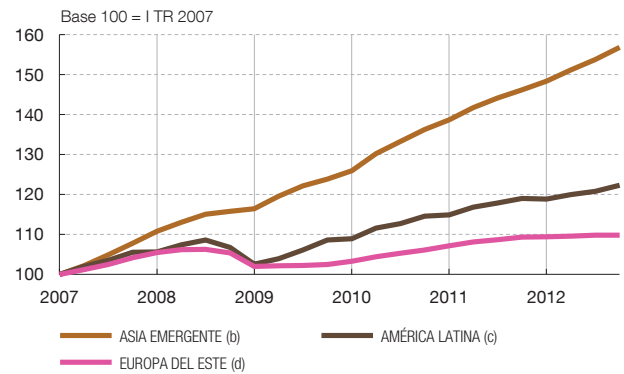
VOLATILIDAD BURSÁTIL Y PERCEPCIÓN DE RIESGO EN LA ZONA DEL EURO (SRM) (a)



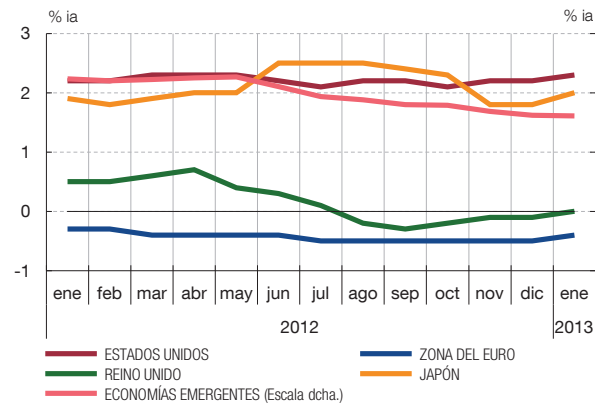
EVOLUCIÓN DEL PIB EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS



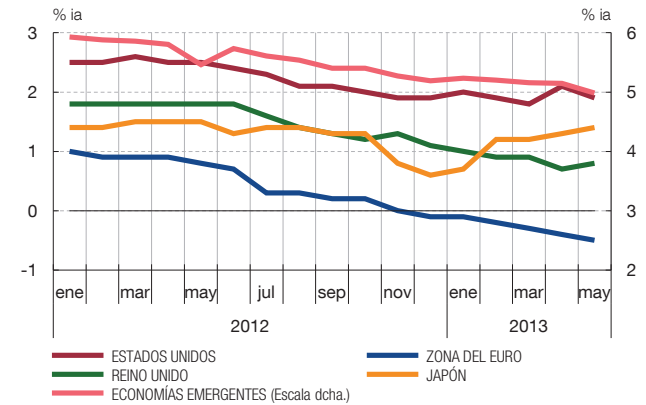
EVOLUCIÓN DEL PIB EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES



PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA 2012



PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA 2013



FUENTES: Datastream, Banco Central Europeo, *Consensus Forecast* y cuentas nacionales.

- a *Systemic Risk Measure* (SRM): Índice de la probabilidad de una quiebra simultánea de dos o más grandes grupos bancarios.
- b Asia emergente: China, India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Hong Kong y Singapur.
- c América Latina: Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Perú y Chile.
- d Europa del Este: Polonia, República Checa, Rumanía, Hungría, Bulgaria, Lituania y Letonia.

instrumentos —e incluso en sus objetivos— de política monetaria. La orientación fuertemente expansiva de las políticas monetarias en las economías avanzadas contrastó con el tono contractivo de las políticas fiscales, con la excepción de Japón, abriendo un debate importante sobre el ritmo de consolidación fiscal adecuado, dada la falta de firmeza en la recuperación y la necesidad de proseguir con el desapalancamiento del sector privado.

Las perspectivas para la economía mundial son de lenta recuperación, pautada por los avances en la corrección de desequilibrios en las economías avanzadas y la mejora en la situación financiera

No obstante, siguen existiendo numerosos factores que frenan el ritmo de recuperación global

## 2 Actividad

La actividad mostró un progresivo debilitamiento en 2012, que estuvo acompañado por una continuada revisión a la baja de las previsiones de crecimiento

La actividad evolucionó de modo desigual entre las economías avanzadas, y algunas volvieron a entrar en recesión, si bien en el inicio de 2013 se percibe una ligera recuperación

Las perspectivas para 2013 sugieren que la actividad repuntará ligeramente, como ya anticipan los primeros datos (véase gráfico 3.1), y la inflación seguirá contenida, aunque en algunas economías emergentes se observan ciertas presiones sobre los precios. En un horizonte más amplio, la situación de la economía global, un lustro después del inicio de la crisis, permite alimentar unas perspectivas más favorables, incluso teniendo en cuenta que el crecimiento seguirá siendo modesto en las economías avanzadas. De hecho, en Estados Unidos los procesos de ajuste y de saneamiento de los balances privados y del sector financiero han avanzado significativamente y se observa una reactivación en sectores clave de su economía. A su vez, las economías emergentes conservan un dinamismo elevado. Entre ambos aportan una masa crítica suficiente para contrarrestar la fragilidad de las economías europeas. Un factor de apoyo adicional es la mejora de fondo en la situación financiera global, al afianzarse los síntomas de reactivación en diversos segmentos de mercado, en un contexto de disminución tendencial de la volatilidad.

A pesar de estos elementos positivos, sigue habiendo factores que frenan el ritmo de recuperación global. En algunas economías avanzadas importantes la corrección de los balances del sector privado no ha progresado tanto como en Estados Unidos. Además, el endeudamiento del sector público sigue aumentando, lo que apunta a que las políticas fiscales mantendrán un sesgo contractivo que limitará la fortaleza de la demanda interna. La actividad financiera sigue apoyada en buena medida en un estímulo monetario extraordinario, generando distorsiones y riesgos que podrían aflorar en el medio plazo o a la hora de revertir las políticas de apoyo. Por otra parte, es difícil que las economías avanzadas puedan recuperar las elevadas tasas de crecimiento previas a la crisis, que se alcanzaron a cambio de generar importantes desequilibrios y propiciaron una percepción posiblemente exagerada de su capacidad de crecimiento (véase recuadro 3.1).

Los riesgos en torno al escenario central se han atenuado, en particular los de carácter extremo, pero no han desaparecido. La crisis del área del euro continúa apareciendo como el principal riesgo a nivel global, pero otros elementos son también relevantes, como la incertidumbre fiscal en Estados Unidos. Además, no cabe olvidar que en varias ocasiones la gestión poco acertada de las políticas —tanto a nivel doméstico como regional y global— ha contribuido a la génesis y el desarrollo de tales riesgos; esto subraya la importancia de una respuesta adecuada de las políticas como elemento indispensable para avanzar hacia la salida de la crisis.

A lo largo de 2012, la actividad económica global registró un progresivo debilitamiento y una paulatina revisión a la baja de las expectativas de crecimiento, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes. Así, la economía mundial cerró el año con un crecimiento interanual del 2,7% en el último trimestre (frente al 3,2% con el que terminó 2011), que situó la tasa de crecimiento anual también en el 3,2%. Se mantuvo el comportamiento divergente entre economías desarrolladas y emergentes, si bien estas también se desaceleraron notablemente, afectadas por la menor demanda de las avanzadas, sobre todo de las europeas, y, en algunos casos, por la moderación de la inversión, tras un crecimiento muy intenso en el proceso de recuperación tras la crisis.

En las economías avanzadas el PIB aumentó un 1,2% en el conjunto del año, por debajo del 1,6% de 2011, aunque con divergencias entre países. Así, el crecimiento se elevó en Estados Unidos hasta alcanzar el 2,2%, mientras que el área del euro y el Reino Unido volvieron a entrar en recesión y cerraron el ejercicio con crecimientos anuales del -0,5% y del 0,3%, respectivamente. Por su parte, Japón mostró un crecimiento del 2% en promedio anual, por el rebote tras el terremoto de 2011, pero registró tasas intertrimestrales negativas en los trimestres centrales del año. Por componentes, la contribución de la

La crisis financiera global del año 2008 vino precedida por un período prolongado de crecimiento elevado, acompañado de una inflación reducida. Ambos elementos fueron ampliamente interpretados como síntomas de que el crecimiento observado estaba basado en sólidos fundamentos económicos. Sin embargo, en ese período, los indicadores de desequilibrios externos e internos, como los déficits por cuenta corriente o las necesidades de financiación del sector privado, experimentaron fuertes aumentos en numerosos países, bastante por encima de sus valores medios históricos. Si bien desde distintos ámbitos se alertó sobre los riesgos asociados a tales desequilibrios<sup>1</sup>, la percepción dominante era que los ritmos altos de crecimiento se prolongarían en el tiempo, lo cual que se reflejó en el progresivo aumento de la tasa de crecimiento potencial estimada.

En principio, el crecimiento potencial se identifica con la tasa de crecimiento que una economía es capaz de sostener con unos factores de producción dados. Habitualmente, el crecimiento potencial —y la correspondiente brecha del producto— se estima como el crecimiento de la producción compatible con una inflación estable, en consonancia con la noción de la curva de Phillips y con el concepto de tasa de paro que no acelera la inflación (NAIRU, en su acrónimo en inglés). Por tanto, en la estimación habitual de crecimiento potencial, el único desequilibrio que se considera es el relacionado con el desempleo, que se materializa en presiones inflacionistas. Sin embargo, por diversas razones —entre ellas, la credibilidad ganada por los bancos centrales en su capacidad para mantener la estabilidad de precios y la globalización de la actividad económica mundial—, la inflación ha pasado a mostrar en los últimos años una relación menos estrecha que en el pasado con las fluctuaciones de la actividad en las economías desarrolladas, como se observa en el gráfico 1. Además, la inflación parece haberse desvinculado de otros indicadores de desequilibrio externo —como un déficit por cuenta corriente muy elevado— e interno —crecimiento acelerado del crédito o del precio de los activos—, de forma que la inflación ha dejado de ser un indicador suficiente para sintetizar otros desequilibrios de la economía.

Las limitaciones de la metodología del producto potencial para aproximar adecuadamente el crecimiento que una economía es capaz de sostener se ilustran con algunos hechos estilizados.

1 Así, el FMI y el Banco Internacional de Pagos subrayaron repetidamente que los desequilibrios financieros y globales constituían un riesgo a la continuidad del crecimiento mundial, y una amplia literatura, centrada en las economías emergentes, demostró que la acumulación de desequilibrios solía desembocar en crisis. En clave interna, otros trabajos mostraron la incompatibilidad entre los desequilibrios que acumulaba la economía española y las perspectivas de crecimiento de largo plazo. Véanse Campa y Gavilán (2006), *Current accounts in the Euro area: an intertemporal approach*, Documentos de Trabajo, n.º 0638, Banco de España, y Estrada, Jimeno y Malo de Molina (2009), *La economía española en la UEM: los diez primeros años*, Documentos Ocasionales, n.º 0901, Banco de España.

En primer lugar, las estimaciones de crecimiento potencial hechas en tiempo real muestran una relación significativa con diferentes medidas de desequilibrio externo (como el saldo de la cuenta corriente) o interno (por ejemplo, con la inversión residencial o la necesidad de financiación del sector privado), sobre todo en la última década, estando sujetas a importantes revisiones *a posteriori*. En segundo lugar, las estimaciones de crecimiento potencial tienden a aumentar cuando los desequilibrios se generan y a disminuir cuando se corrigen. El gráfico 2 muestra la evolución de los saldos por cuenta corriente y el crecimiento potencial estimado, mientras que el gráfico 3 presenta la correlación entre ambos y la de otros desequilibrios con el crecimiento potencial estimado, correlación que es significativa en todos los casos, en los años previos a la crisis.

Estas consideraciones apuntan a la conveniencia de desarrollar indicadores de crecimiento que incorporen en su estimación los desequilibrios acumulados relevantes. En esta línea, se ha calculado un concepto alternativo de crecimiento ajustado de desequilibrios que, de modo análogo al crecimiento potencial habitual, se define como la tasa de crecimiento del PIB que no incrementa o genera desequilibrios macroeconómicos, identificados en este caso mediante un conjunto amplio de indicadores y no solo la inflación. Los desequilibrios macroeconómicos considerados incluyen el saldo de la cuenta corriente, el tipo de cambio efectivo real y la posición de inversión internacional como desequilibrios externos, y el ahorro e inversión de los sectores público y privado, los saldos de los sectores público y privado, la inversión residencial y el peso del sector no comercializable como desequilibrios internos<sup>2</sup>.

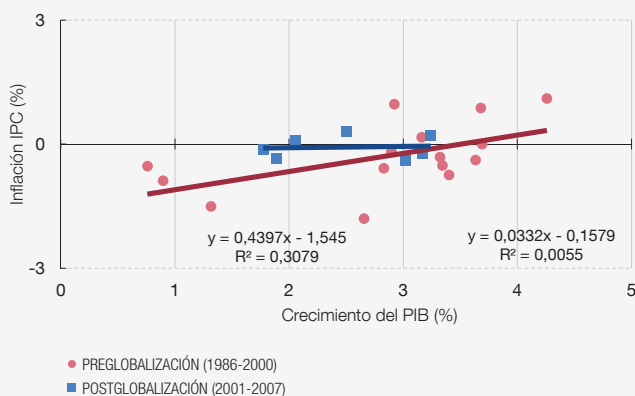
El ejercicio se realiza para algunos países que tenían elevadas necesidades de financiación externa y del sector privado previamente a la crisis (Estados Unidos, Reino Unido y España) y para otros en situación opuesta (Alemania y China), entre 1970 y 2011. Los resultados de este enfoque confirman, por un lado, la relevancia de los saldos externos y de los sectores institucionales como indicadores de desequilibrio, y, por otro lado, la mayor estabilidad de las estimaciones de crecimiento ajustado de desequilibrios respecto a las de crecimiento potencial. Los indicadores de desequilibrio más relevantes resultan ser el saldo de la cuenta corriente y las necesidades de financiación del sector privado, y, en algún caso, las del sector público. Las estimaciones de crecimiento ajustado no están correlacionadas con los indicadores de desequilibrio, por lo que cabe esperar que estén sujetas a menores revisiones *a posteriori* que las del crecimiento potencial. No obstante, este enfoque tampoco está exento de limitaciones, por lo que los resultados deben ser interpretados con cautela.

2 Véase, para más detalles, Alberola, Estrada y Santabárbara (2013), *Growth Beyond Imbalances. Sustainable Growth Rates and Output Gap Reassessment*, Banco de España, mimeo.

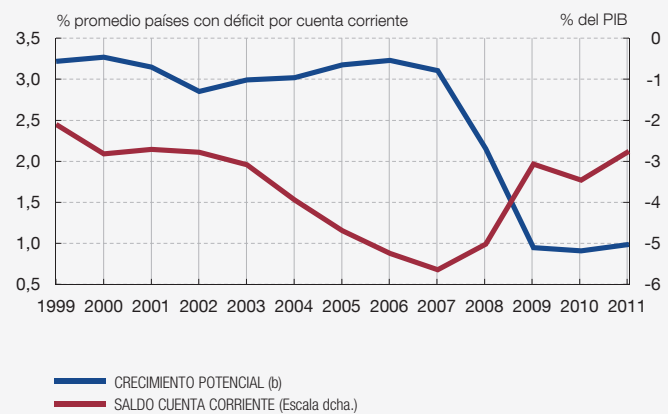
Entre los resultados por grupos de países, se observa que las estimaciones de crecimiento ajustado de desequilibrios para los países que registraron necesidades de financiación son inferiores a las del crecimiento potencial estimado antes de la crisis, de forma que las brechas de producción positivas estimadas para ese período son sustancialmente más elevadas, como se observa en el gráfico 4. Recíprocamente, el crecimiento ajustado de desequilibrios se reduce en menor medida que el potencial una vez se produce el ajuste de los desequilibrios externos, como ha sucedido en la mayoría de estos países a raíz de la crisis.

En resumen, la crisis —sus precedentes, génesis y desarrollo— ha revelado las limitaciones de la metodología del crecimiento potencial para valorar la capacidad de crecer de un modo sostenido y la conveniencia de incorporar una batería más amplia de desequilibrios en el análisis y la valoración de la situación cíclica de la economía, entendida en un sentido más amplio que el ciclo de negocios. El desarrollo de indicadores alternativos es una herramienta útil para mejorar el diseño de las políticas económicas, tanto en el ámbito más tradicional, de estabilización cíclica —políticas monetarias y fiscales—, como en el de otras más amplias, como políticas de carácter macroprudencial o estructurales.

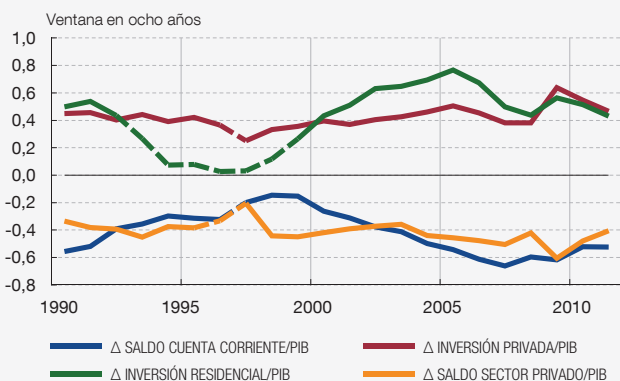
1 CRECIMIENTO DEL PIB E INFLACIÓN EN ECONOMÍAS AVANZADAS (a)



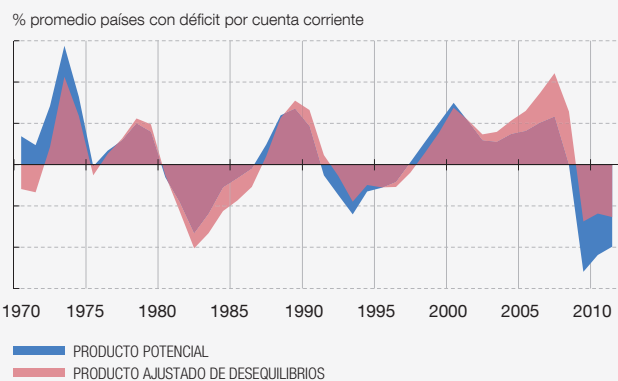
2 CRECIMIENTO POTENCIAL Y SALDO POR CUENTA CORRIENTE



3 CORRELACIÓN RECURSIVA ENTRE EL CRECIMIENTO POTENCIAL Y DESEQUILIBRIOS (c)



4 BRECHA DE PRODUCTO BASADA EN EL CRECIMIENTO AJUSTADO POR DESEQUILIBRIOS Y EN EL POTENCIAL



FUENTES: AMECO, Comisión Europea, Fondo Monetario Internacional y US Congressional Budget Office.

- a Promedio de las economías avanzadas.
- b Crecimiento potencial estimado en el año de referencia.
- c La línea discontinua indica que las correlaciones no son significativas en un intervalo de confianza del 95 %. Países considerados: Estados Unidos, Reino Unido, España y Alemania.

demanda externa en el conjunto del año fue negativa en el Reino Unido y en Japón, y casi nula en Estados Unidos (véase gráfico 3.2), mientras que la contribución de la demanda interna fue el principal motor del crecimiento en Estados Unidos y el Reino Unido, a pesar del ajuste fiscal, destacando la aportación del consumo privado. Este patrón de crecimiento contrastó con el del área del euro, donde solo las exportaciones netas contribuyeron de forma positiva. Los primeros datos de 2013 muestran un repunte en el crecimiento en el entorno exterior del área del euro, manteniéndose las diferencias entre países y regiones.

También se aprecian divergencias en el ritmo de corrección de los desequilibrios internos, donde destacó el mayor progreso alcanzado en Estados Unidos

Las divergencias entre las economías desarrolladas también se perciben en los procesos de corrección de sus desequilibrios internos, que avanzaron más rápidamente en Estados Unidos que en el Reino Unido o, especialmente, en el área del euro. En el ámbito de los mercados laborales, continuó la mejoría gradual en Estados Unidos, donde el ritmo de creación neta de empleo en 2012 se incrementó levemente, acercándose al 2 %, y la tasa de paro se redujo desde el 8,5 %, a finales de 2011, hasta el 7,8 %, a finales de 2012, situándose en el 7,5 % en abril de 2013. Tanto en el Reino Unido como en Japón, el comportamiento del mercado laboral contrastó con su situación recesiva, pues las tasas de paro se mantuvieron estables en torno al 8 % y al 4,5 %, respectivamente; además, en el Reino Unido se observó una creación neta de empleo (véase gráfico 3.3).

En cuanto al desapalancamiento del sector privado, las principales economías avanzadas siguieron progresando en la corrección de las ratios de deuda sobre el PIB de hogares y sociedades, si bien desde niveles muy elevados y, en algunos casos, a un ritmo más moderado que en años anteriores. Además, el desapalancamiento privado está siendo contrarrestado por un incremento del apalancamiento del sector público (véase gráfico 3.9). En Estados Unidos, el ajuste fue más intenso en el caso de los hogares, que partían de un mayor endeudamiento inicial, con una reducción de 3 pp del PIB en el año (del 84 % al 81 %) y de 17 pp desde el máximo de 2009 (97,5 %) (véase gráfico 3.3). En el Reino Unido, el ritmo de desapalancamiento está siendo similar en hogares y sociedades, con una disminución acumulada de algo más de 10 pp en cada uno de ellos, aunque en 2012 la reducción conjunta fue de apenas un punto porcentual. Por otra parte, los canales de desapalancamiento divergen entre países, siendo más importantes el crecimiento económico y los saneamientos de deuda entre los hogares de Estados Unidos, mientras que en el Reino Unido ha dominado el efecto de la inflación.

Además, hay que destacar los avances registrados en el ajuste del mercado de la vivienda de Estados Unidos, que fue consolidando su recuperación a lo largo de 2012, con una mejora de la demanda, favorecida por los reducidos tipos de interés hipotecarios, y con una reducción del número de viviendas pendientes de venta. Esta evolución se tradujo en aumentos de los precios desde los primeros meses del año (véase gráfico 3.3). Con todo, los niveles de actividad del sector permanecen aún lejos de los alcanzados en la cima del *boom* inmobiliario.

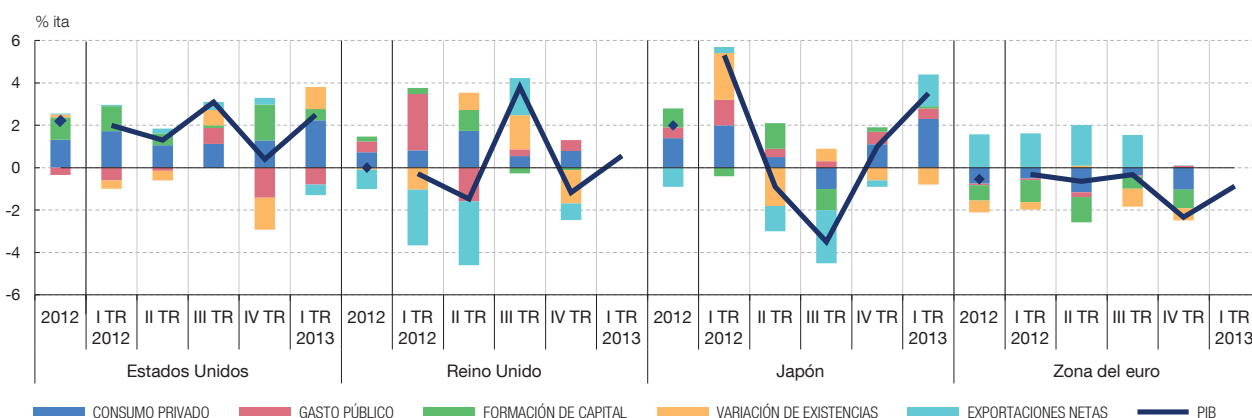
Las economías emergentes también se desaceleraron, pero mantuvieron un crecimiento elevado, basado en la fortaleza de las demandas internas

El crecimiento del PIB en las economías emergentes se redujo hasta el 5,1 % en 2012, tras el 6,4 % de 2011. La desaceleración fue generalizada, impulsada principalmente por la debilidad de la demanda externa, y, en particular, por la originada en el área del euro (véase gráfico 3.2). No obstante, se siguieron apreciando notables diferencias en los ritmos de crecimiento por regiones: Asia emergente, pese a todo, se expandió un 6 %, mientras que América Latina creció un 2,9 % y Europa del Este un 0,9 %, frente a tasas del 7,6 %, 4,5 % y 3,3 % en el año anterior, respectivamente<sup>1</sup>. Solo en Oriente Medio y Norte de África se produjo un repunte del crecimiento, debido a cierta normalización tras la primavera árabe.

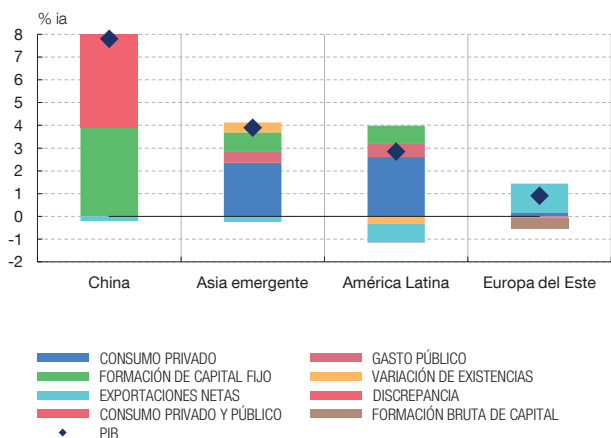
<sup>1</sup> Las cifras para los agregados regionales de economías emergentes no coinciden exactamente con las publicados por el FMI en el *World Economic Outlook*, porque comprenden un menor número de países. Los países incluidos en estos agregados regionales se detallan en el cuadro 3.1.



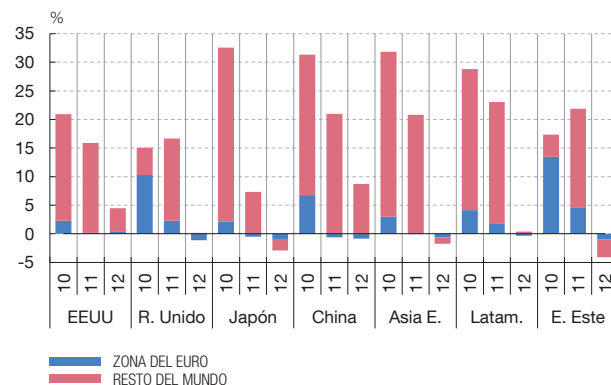
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB POR COMPONENTES. ECONOMÍAS AVANZADAS (a)



CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB POR COMPONENTES EN 2012. ECONOMÍAS EMERGENTES (b)



APORTACIÓN AL CRECIMIENTO INTERANUAL DE LAS EXPORTACIONES NOMINALES (b) (c)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Datastream, estadísticas nacionales, Eurostat y CEIC China Premium Database.

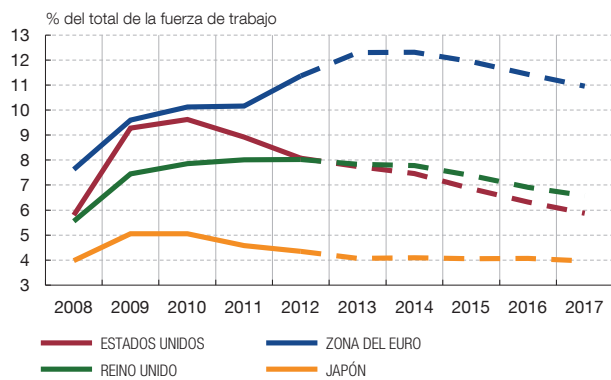
- a Contribución, en puntos porcentuales, a la variación trimestral anualizada del PIB.
- b Asia emergente: India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Hong Kong, Singapur y Taiwán. América Latina: Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Perú y Chile. Europa del Este: Polonia, República Checa, Rumanía, Hungría, Bulgaria, Lituania y Letonia.
- c Asia E. denota Asia emergente; Latam., América Latina, y E. Este, Europa del Este. Véase nota b para una descomposición por países.

En la mayoría de los países, el crecimiento estuvo sustentado en la fortaleza de la demanda interna, en un contexto de pujanza de los mercados laborales, aunque también el gasto interno se debilitó, lastrado en algunos casos por la inversión —en particular, en Sudamérica—, o por las medidas de política monetaria adoptadas para frenar la generación de desequilibrios, como en Turquía.

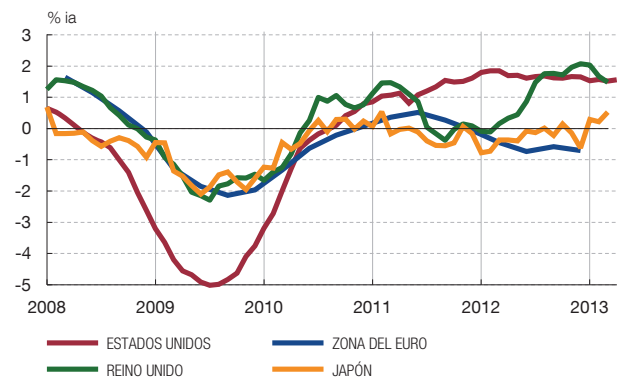
La inflación se moderó, de manera generalizada, en el conjunto de 2012, a pesar del repunte del precio de las materias primas en el período central del año

En las economías avanzadas, la inflación se moderó en 2012, situándose en el promedio del año en el 2 %, tras el 2,7 % de 2011, en un entorno de brechas de producción negativas (véase gráfico 3.4). No obstante, esta moderación enmascara un ligero repunte en los meses centrales del año, como consecuencia del aumento de los precios de las materias primas, que experimentaron alzas temporales ligadas a factores específicos de cada mercado, como las tensiones geopolíticas en Irán, en el caso del petróleo, o las condiciones meteorológicas adversas del verano, en el de los alimentos. Por su parte, la inflación subyacente siguió, en general, una senda descendente, que contribuyó a que las expectativas de inflación se mantuvieran ancladas. De manera análoga, en las economías emergentes la inflación se redujo a lo largo del año, desde el 7,2 % registrado en 2011 hasta el 5,9 %,

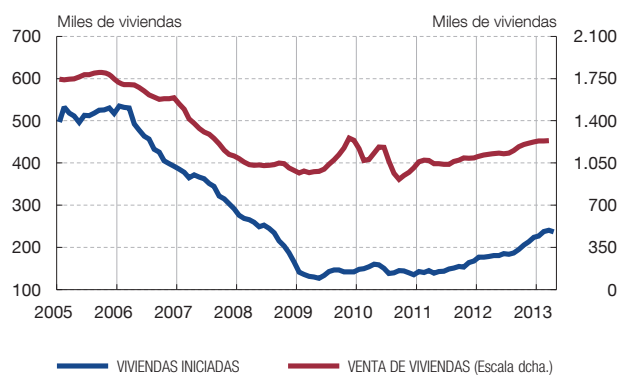
TASA DE PARO (a)



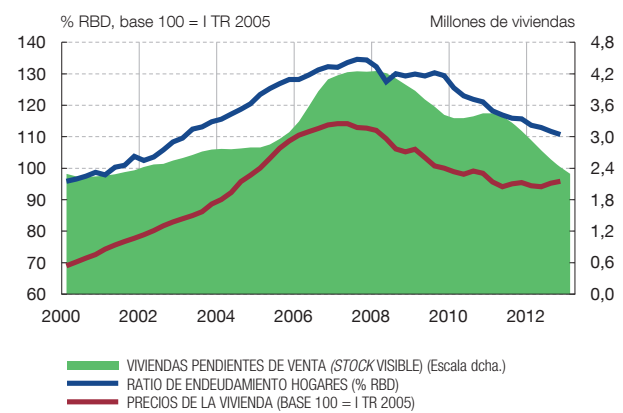
CREACIÓN DE EMPLEO



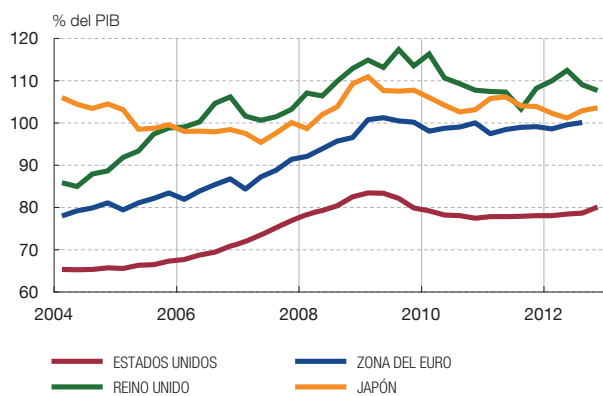
VIVIENDAS INICIADAS Y VENTA DE VIVIENDAS EN ESTADOS UNIDOS (b)



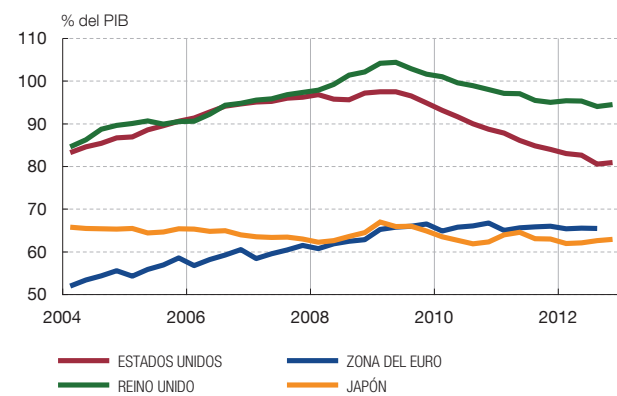
AJUSTE DEL MERCADO DE LA VIVIENDA EN ESTADOS UNIDOS (c)



ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (c)



ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES (c)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Bureau of the Census, National Association of Realtors, Eurostat, Banco de Japón, Reserva Federal y Datastream.

- a Previsiones del Fondo Monetario Internacional.
- b Cifras expresadas en media móvil de tres meses.
- c Cifras expresadas en media móvil de cuatro trimestres.

si bien lo hizo de modo más acusado en Asia que en Europa del Este o en América Latina, donde países como Argentina o Venezuela registraron inflaciones de dos dígitos. La evolución favorable de los precios de los alimentos, la menor presión de las brechas de producción y, en algunos países, la apreciación del tipo de cambio contribuyeron a explicar el recorte en la inflación. No obstante, en algunos países, como Brasil o Turquía, se percibe una resistencia a la baja de la inflación.



PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

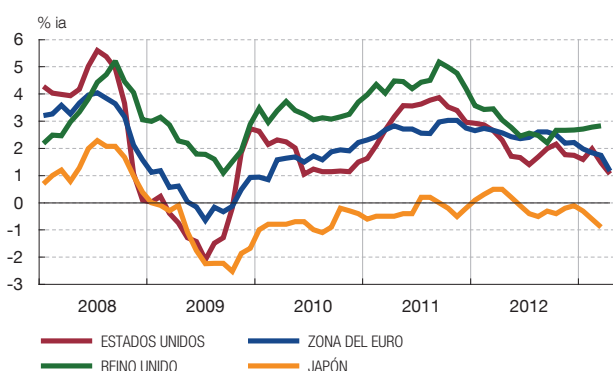
CUADRO 3.1

	2010	2011	2012	2012			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
<b>ESTADOS UNIDOS</b>							
PIB (% ia)	2,4	1,8	2,2	2,4	2,1	2,6	1,7
IPC (% ia) (a)	1,6	3,2	2,1	2,8	1,9	1,7	1,9
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-3,0	-3,1	-3,0	-3,5	-3,0	-2,8	-2,8
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-9,6	-8,9	-7,8	-7,7	-7,9	-7,8	-7,8
Deuda pública neta (% del PIB)	64,8	69,3	73,8				
<b>JAPÓN</b>							
PIB (% ia)	4,7	-0,6	2,0	3,4	4,0	0,3	0,5
IPC (% ia) (a)	-0,7	-0,3	0,0	0,3	0,2	-0,4	-0,2
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	3,7	2,0	1,1	1,6	1,5	1,3	1,1
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-7,5	-7,9	-7,8	-2,2	-2,2	-2,1	-1,9
Deuda pública neta (% del PIB)	113,9	127,3	130,0				
<b>ZONA DEL EURO</b>							
PIB (% ia)	1,9	1,5	-0,5	-0,1	-0,5	-0,7	-0,9
IAPC (% ia) (a)	1,6	2,7	2,5	2,7	2,5	2,5	2,3
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	0,0	0,2	1,2	-0,1	0,8	1,7	2,5
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-6,2	-4,1	-3,7				
Deuda pública neta (% del PIB)	65,5	67,8	71,9				
<b>REINO UNIDO</b>							
PIB (% ia)	1,8	1,0	0,3	0,5	0,0	0,4	0,2
IPC (% ia) (a)	3,3	4,5	2,8	3,5	2,7	2,4	2,7
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-2,5	-1,3	-3,7	-3,1	-4,4	-3,9	-3,6
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-10,1	-7,9	-6,4	-8,0	-6,0	-6,2	-6,4
Deuda pública neta (% del PIB)	65,7	71,3	75,6				
<b>CHINA</b>							
PIB (% ia)	10,5	9,3	7,8	8,1	7,6	7,4	7,9
IPC (% ia) (a)	3,3	5,4	2,7	3,8	2,9	1,9	2,1
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	4,0	2,8	2,4	2,1	2,2	2,5	2,3
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,5	-1,8	-1,5	5,4	3,4	-2,7	-8,7
<b>ASIA (excluido China) (b) (c)</b>							
PIB (% ia)	8,1	5,7	4,6	4,4	4,7	4,4	4,0
IPC (% ia) (a)	6,3	6,8	5,2	5,4	5,3	5,2	5,0
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	1,0	0,4	-1,2	-0,5	-0,8	-1,0	-1,5
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-4,0	-3,6	-3,9				
<b>AMÉRICA LATINA (b) (d)</b>							
PIB (% ia)	6,3	4,5	2,9	3,5	2,8	2,5	2,8
IPC (% ia) (a)	6,3	6,8	6,2	6,6	6,1	6,1	6,1
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-0,9	-1,0	-1,5	-1,0	-1,1	-1,2	-1,5
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,2	-2,1	-2,7	-2,2	-2,8	-3,0	-3,1
<b>EUROPA DEL ESTE (b) (e)</b>							
PIB (% ia)	2,0	3,3	0,9	1,8	1,1	0,3	0,2
IPC (% ia) (a)	3,1	3,9	3,7	3,9	3,6	4,0	3,4
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-3,3	-4,0	-3,6	-4,3	-3,6	-3,4	-2,9
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-6,5	-3,6	-3,3				
<b>PRO MEMORIA: CRECIMIENTO DEL PIB</b>							
Mundial (% ia)	5,2	4,0	3,2	3,3	3,1	2,7	2,7
Países desarrollados (% ia)	3,0	1,6	1,2	1,7	1,5	1,1	0,8
Países emergentes (% ia)	7,6	6,4	5,1	5,4	5,1	4,7	5,2
<b>PRO MEMORIA: INFLACIÓN</b>							
Mundial (% ia) (a)	3,7	4,9	3,9	3,8	3,4	3,2	3,2
Países desarrollados (% ia) (a)	1,5	2,7	2,0	2,4	1,9	1,8	1,8
Países emergentes (% ia) (a)	6,0	7,2	5,9	5,6	5,3	4,9	4,9

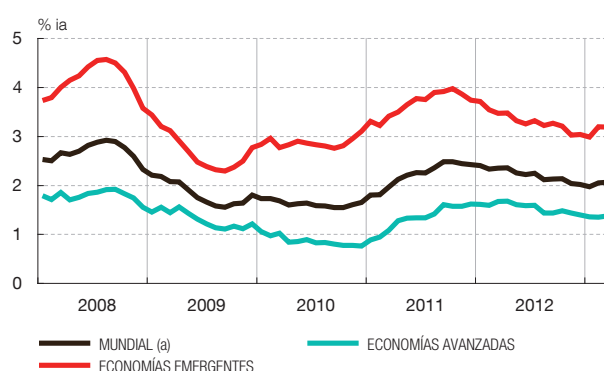
FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco de España, CEIC China Premium Database, Datastream, Eurostat y estadísticas nacionales.

- a IPC trimestral se corresponde con la media del trimestre.
- b El agregado de las distintas áreas regionales se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial en el año previo, en paridad de poder de compra, según información del Fondo Monetario Internacional.
- c India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Hong Kong y Singapur.
- d Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Perú y Chile.
- e Polonia, República Checa, Rumanía, Hungría, Bulgaria, Lituania y Letonia.

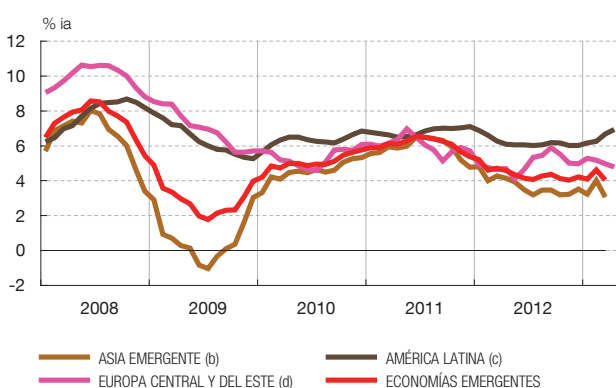
PRECIOS DE CONSUMO. ÍNDICE GENERAL EN ECONOMÍAS AVANZADAS



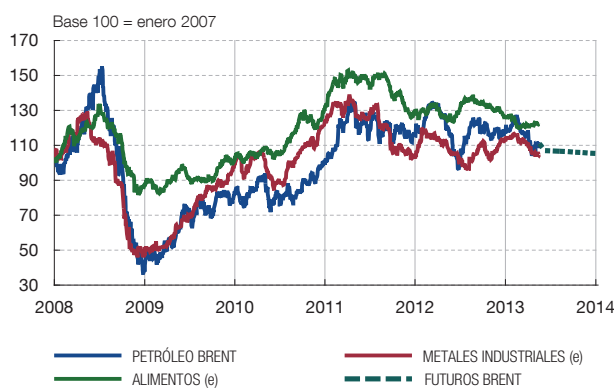
PRECIOS DE CONSUMO. ÍNDICE SUBYACENTE



PRECIOS DE CONSUMO. ÍNDICE GENERAL EN ECONOMÍAS EMERGENTES



PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS. ÍNDICES



FUENTE: Datastream.

- a Agregado calculado a partir de datos de 45 países que representan el 83 % del PIB mundial.
- b China, India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Hong Kong y Singapur.
- c Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Perú y Chile.
- d Polonia, República Checa, Rumanía, Hungría, Bulgaria, Lituania, Letonia, Rusia, Ucrania, Turquía y Croacia.
- e Índices Commodity Research Bureau (CRB).

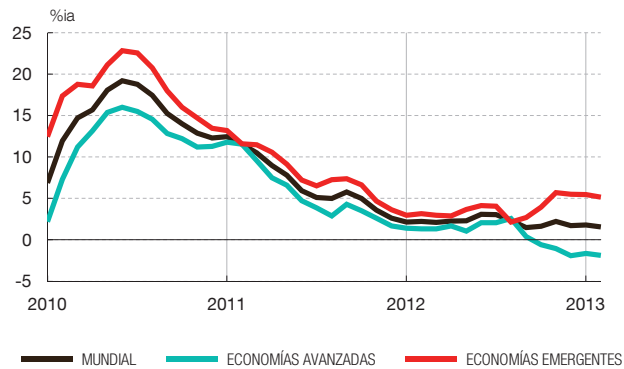
El comercio mundial experimentó una pronunciada desaceleración, mucho más intensa que la observada en la actividad global

El comercio mundial registró una desaceleración importante en 2012, pasando de crecer un 6 % en 2011 a un 2,5 % (véase gráfico 3.5), en gran parte como resultado de la debilidad de las importaciones de las economías avanzadas, y, en especial, de la zona del euro. El comercio se ha debilitado en mayor medida que la actividad económica, lo que podría deberse al menor dinamismo de los componentes de la demanda que tienen mayor contenido importador, como la inversión en bienes de equipo y el consumo de bienes duraderos. En todo caso, la situación de reducida sensibilidad de las importaciones a la actividad —que se ilustra en el panel superior derecho del gráfico 3.5— podría prolongarse, dadas las perspectivas de crecimiento para las economías avanzadas y una estrategia de las empresas multinacionales menos orientada a la deslocalización de la producción.

En el año, los desequilibrios globales se mantuvieron estables, consolidando la reducción observada tras la crisis, aunque fue el componente cíclico el que evitó que se ampliaran

Tras la importante corrección materializada en 2009, la magnitud de los desequilibrios globales —aproximada por la suma de valores absolutos de los saldos por cuenta corriente— se ha mantenido estable y próxima a la observada en torno al año 2000, antes de la última fase expansiva de la actividad económica mundial, que generó la notable ampliación de los desequilibrios (véase gráfico 3.5). En 2012 se ha producido un leve ajuste, que, a diferencia de lo observado en 2009-2010, puede considerarse de carácter cíclico, de forma que los saldos por

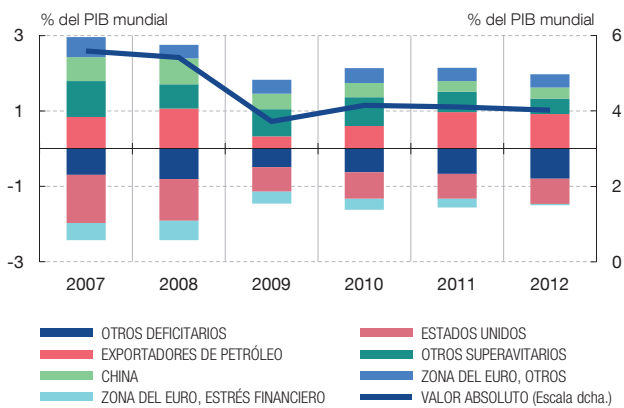
VOLUMEN DE COMERCIO. EXPORTACIONES (a) (b)



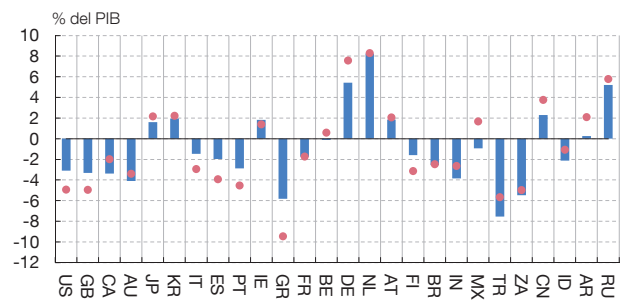
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS



DESEQUILIBRIOS GLOBALES. SALDO POR CUENTA CORRIENTE



SALDO POR CUENTA CORRIENTE EN 2012



FUENTES: Banco de España, Datastream, Eurostat, Fondo Monetario Internacional y CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

- a Se consideran los agregados de la CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
- b Cifras expresadas en media móvil de tres meses.

cuenta corriente estructurales (es decir, una vez ajustados por el ciclo económico) no se habrían corregido. En la mayoría de los países, los saldos estructurales son superiores —en valor absoluto— a los observados, por lo que existe un riesgo de que se amplíen los desequilibrios cuando la situación económica mejore. Por grupos de países, los que más contribuyeron a la reducción de los desequilibrios globales en 2012 fueron los países emergentes con superávit (en concreto, China, donde el superávit comercial se redujo sustancialmente), los países del área del euro sometidos a tensiones financieras y Japón, que pasó a tener una balanza comercial deficitaria. Otros países —emergentes con déficit, exportadores de petróleo y varios del área del euro con superávit— contribuyeron a la ampliación de los desequilibrios.

### 3 Mercados y situación financiera

En 2012 los mercados financieros internacionales experimentaron, en conjunto, un comportamiento positivo, pese a la desaceleración de la actividad y la inestabilidad del primer semestre

Los mercados financieros internacionales mostraron un comportamiento diferenciado a lo largo de 2012. Tras un inicio favorable, la primera mitad del año se saldó con un balance negativo, marcado por el paulatino deterioro de la actividad económica global y las crecientes tensiones en el área del euro. Este comportamiento se reflejó tanto en la evolución bursátil como en la de los diferenciales de la deuda. Así, durante el segundo trimestre se deshicieron las ganancias observadas al principio del año, al tiempo que se produjo un retroceso en las emisiones de bonos, particularmente agudo para las empresas de alto riesgo, que fueron muy sensibles a la mejoría y posterior empeoramiento de la situación financiera. A partir de julio, sin embargo —y principalmente a partir del compromiso explícito

del BCE con la sostenibilidad del euro (véase capítulo 1)—, se produjo un cambio de tendencia, del que se han beneficiado tanto los mercados desarrollados como los emergentes. A este comportamiento también contribuyó la ampliación de las medidas expansivas de política monetaria, que contrarrestaron con creces el efecto de las nuevas revisiones a la baja en las perspectivas de crecimiento.

En el conjunto del año, la evolución de los mercados puede calificarse de relativamente positiva, comportamiento que se ha prolongado en 2013. En las principales plazas bursátiles se produjeron ganancias superiores al 6 % a lo largo de 2012, aunque con importantes diferencias por países, pues el índice Nikkei aumentó un 23 %; en el caso de Estados Unidos, a principios de 2013 se superaron los niveles anteriores a la crisis (véase gráfico 3.6). Al mismo tiempo, durante todo el año se observó una reducción de la volatilidad, medida por el VIX, incluso en los períodos en que se acentuaron las tensiones en el área del euro (véase gráfico 3.1). Ello fue resultado, en parte, de la retracción de los inversores internacionales, que redujeron su exposición a las vicisitudes del área del euro; del hecho de que el foco de tensiones no se encontraba en Estados Unidos (y el VIX mide la volatilidad de la Bolsa de Nueva York), y de la atenuación del riesgo de redenominación en el área del euro y la resolución, aunque temporal, del denominado «precipicio fiscal» en Estados Unidos, en la segunda mitad del año.

La mayoría de los mercados atravesaron las dos fases mencionadas anteriormente. En el caso de los mercados de divisas, cabe destacar, además, las presiones sobre el euro en los meses centrales del año, y la intensa depreciación del yen a partir del último trimestre de 2012, como consecuencia del cambio en la orientación de las políticas económicas adoptado por el nuevo Gobierno japonés. Por su parte, en los mercados emergentes, destacó la notable corrección de algunas divisas (las de Brasil, India o Sudáfrica), tras años de fuerte apreciación y a pesar de la nueva fase de expansión monetaria en las economías avanzadas; otras monedas, como el peso mexicano, el chileno, el colombiano o el sol peruano, experimentaron renovadas presiones hacia la apreciación.

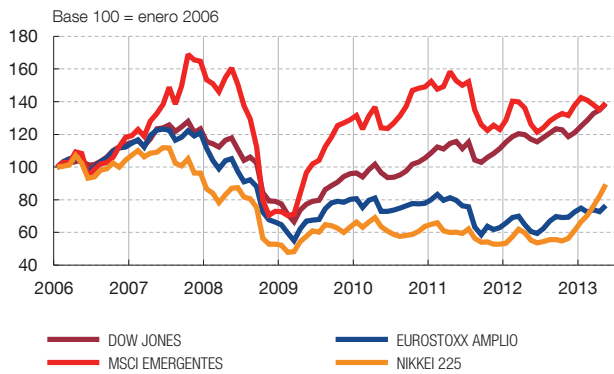
La mejoría de los mercados se apoyó, en parte, en el giro expansivo de las políticas monetarias

La mejora de los mercados encontró un apoyo fundamental en la profundización de las políticas monetarias no convencionales de las principales economías avanzadas (véase epígrafe siguiente). En este contexto, los tipos a largo plazo de aquellos bonos soberanos considerados activos seguros se mantuvieron en mínimos y el sector financiero continuó avanzando en su saneamiento. En el caso de las entidades financieras estadounidenses, estos avances y los cambios en el modelo de negocio, derivado de la adaptación al nuevo entorno regulatorio, permitieron reducir los niveles de apalancamiento y una recuperación de las ratios de resultados (véase gráfico 3.7).

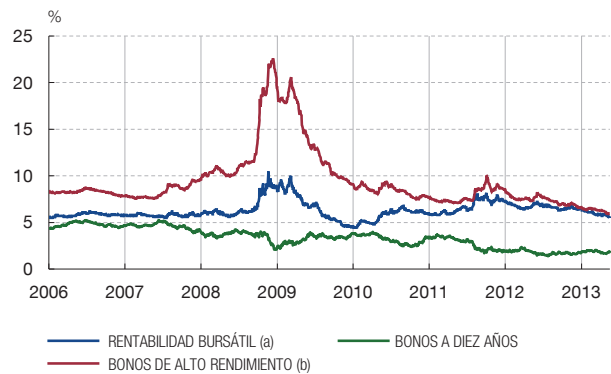
El aumento del apetito por el riesgo y la búsqueda de rentabilidad favorecieron el buen comportamiento en las emisiones corporativas no financieras

El buen comportamiento a partir del segundo semestre de 2012 también se observó en los volúmenes de las emisiones corporativas no financieras, que alcanzaron un máximo histórico tanto en las economías avanzadas como en las emergentes (véase gráfico 3.7). Esta bonanza responde, en parte, al aumento del apetito por el riesgo y la búsqueda de rentabilidad, en un entorno de bajos tipos de interés a largo plazo, observándose signos de actividad en segmentos que no habían registrado emisiones desde 2008. La pujanza de la financiación en los mercados de capitales, que se extendió al segmento de alto riesgo, contrasta con la financiación bancaria, que perdió protagonismo, aunque también se ha reactivado en algunos segmentos y países. En este sentido, en Estados Unidos el crédito bancario ha consolidado su recuperación, especialmente en el segmento corporativo, con tasas de crecimiento superiores al 10 %.

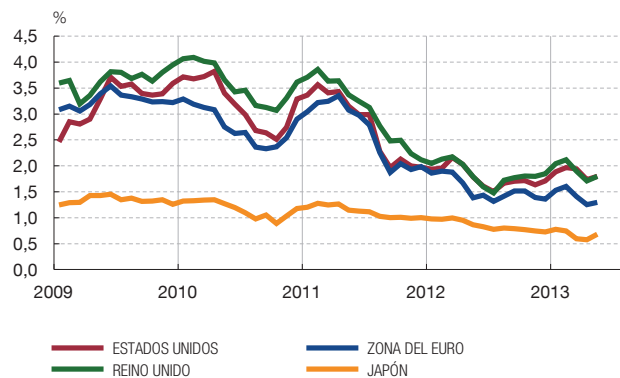
ÍNDICES BURSÁTILES



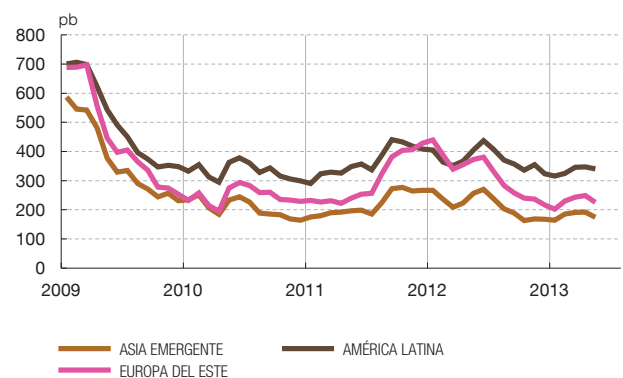
ESTADOS UNIDOS: RENTABILIDAD BURSÁTIL Y TIPOS DE INTERÉS



TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



DIFERENCIALES DE LA DEUDA SOBERANA (c)



TIPOS DE CAMBIO NOMINALES FRENTE AL DÓLAR (d)



TIPOS DE CAMBIO NOMINALES FRENTE AL DÓLAR (d)



FUENTES: Datastream, Merrill Lynch y Banco de España.

- a Inversa del PER del índice S&P 500.
- b Tipo de interés del índice *Merrill Lynch US high yield*.
- c EMBI + para América Latina y EMBI Global para Asia emergente y Europa Central y del Este.
- d Un aumento del índice indica una apreciación de la moneda frente al dólar.

Sin embargo, los flujos financieros globales no han recuperado los niveles previos a la crisis, salvo en las economías emergentes

La búsqueda de rentabilidad no tuvo el mismo efecto en todas las áreas. De hecho, el grado de integración financiera entre economías avanzadas —medido por los flujos internacionales de capital privado— sigue sin recuperar los niveles previos a la crisis, lastrado por la fragmentación financiera en el área del euro (véase gráfico 3.7). En las economías emergentes persistió la debilidad en los flujos de entrada durante la primera parte del año, para recuperarse a partir de la segunda mitad y alcanzar niveles máximos al inicio de 2013, en particular en flujos de deuda. Desde una perspectiva más amplia, las entradas de capitales han superado los registros

previos en Asia y América Latina, mientras que en Europa del Este ofrecen un perfil más plano. De esta forma, los flujos hacia las economías emergentes siguen ganando peso a nivel global y han pasado de representar el 17 % del total de flujos en 2007 al 33 % a mediados de 2012.

En todo caso, persisten elementos de incertidumbre en el corto y medio plazo

A pesar de la mejora de fondo que experimentaron los mercados financieros en 2012, en el medio plazo persisten elementos de incertidumbre que pueden dificultar el traslado de esta mejoría a la economía real. En el ámbito financiero, cabe mencionar las incertidumbres de tipo regulatorio, así como los riesgos vinculados a los desequilibrios que podrían estar incubándose durante un período tan prolongado de tipos de interés reducidos. Esta situación puede estar llevando a la sobrevaloración en algunos segmentos y genera dificultades a aquellos inversores institucionales especializados en ofertar productos que garantizan rentabilidades a largo plazo.

#### 4 Políticas económicas

La combinación de políticas monetarias muy expansivas y fiscales contractivas se consolidó

En 2012, se mantuvo la combinación de políticas fiscales restrictivas y políticas monetarias cada vez más expansivas que persiste desde 2010, en un entorno de creciente debate sobre el tono adecuado y la efectividad de ambas.

La política monetaria de las economías avanzadas profundizó su carácter no convencional...

Las acciones de política monetaria en las economías avanzadas mantuvieron un elevado protagonismo en 2012, garantizando condiciones extraordinariamente laxas que han dado soporte al funcionamiento del sistema financiero, han evitado un deterioro más acusado de las economías y han apoyando, en cierta medida, la recuperación económica. No obstante, la persistencia de esta situación extraordinaria ha reavivado el debate sobre la efectividad de las medidas no convencionales y los riesgos asociados a estas, tanto a nivel doméstico como por su impacto en otras economías.

Los tipos de interés de referencia se mantuvieron en niveles próximos a cero (véase gráfico 3.8), a la vez que se implementaron giros expansivos adicionales para tratar de anclar toda la curva de tipos de interés en niveles muy bajos. En algunas economías avanzadas, como Suecia y Australia, donde la profundidad de la crisis ha sido menor, se introdujeron nuevos recortes de tipos de interés ante el debilitamiento de la actividad.

Respecto a las medidas no convencionales, en Estados Unidos se ciñeron durante la mayor parte del año a las operaciones dirigidas a aumentar la duración de la cartera de la Reserva Federal, pero sin ampliar el tamaño de la misma (*Operation Twist*). En los últimos meses del año, en lo que se conoce como QE3, se aprobaron nuevas compras de bonos de titulación hipotecaria (*mortgage-backed securities* o MBS) y de bonos del Tesoro —sin fecha de finalización concreta— que sí suponen una ampliación de su balance. En el Reino Unido también se aprobó una nueva ronda de compras de activos, que se completó en noviembre, y que ha situado el volumen total del programa en 375 mm de libras. Finalmente, el Banco de Japón incrementó gradualmente su programa de compra de activos durante 2012, hasta casi duplicarlo, y se comprometió a realizar nuevas compras a partir de 2014. Ya bajo el mandato del nuevo gobernador, el Banco de Japón decidió en abril de 2013 introducir una nueva estrategia de expansión cuantitativa y cualitativa con la que pretende doblar en dos años la base monetaria y las tenencias de bonos del Tesoro.

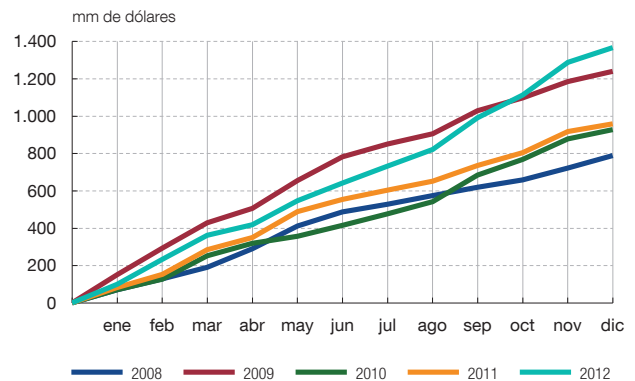
Como consecuencia de estas acciones, el tamaño del balance de la Reserva Federal se mantuvo en 2012, si bien comenzó a aumentar hacia el final del ejercicio, mientras que los balances del Banco de Inglaterra y, en menor grado, del Banco de Japón continuaron



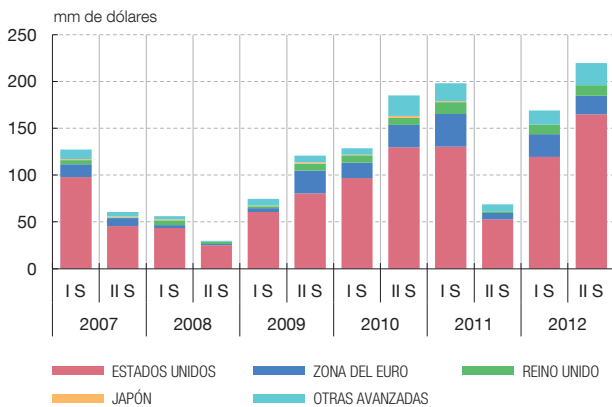
SANEAMIENTO DEL SECTOR FINANCIERO EN ESTADOS UNIDOS



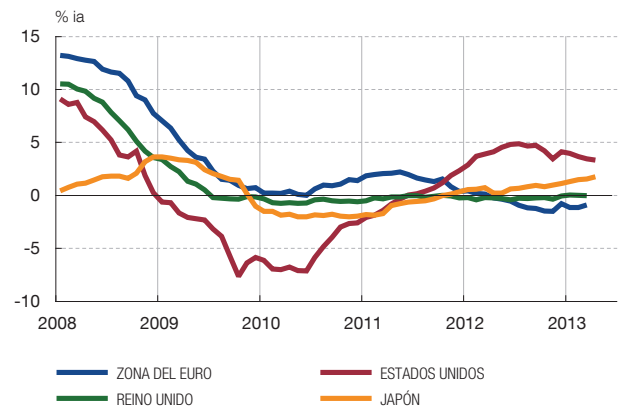
EMISIONES ACUMULADAS ANUALES DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE ECONOMÍAS AVANZADAS



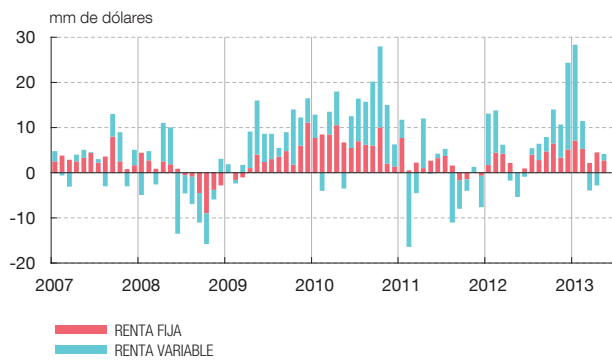
EMISIÓN BRUTA DE BONOS DE ALTO RENDIMIENTO DE ECONOMÍAS AVANZADAS



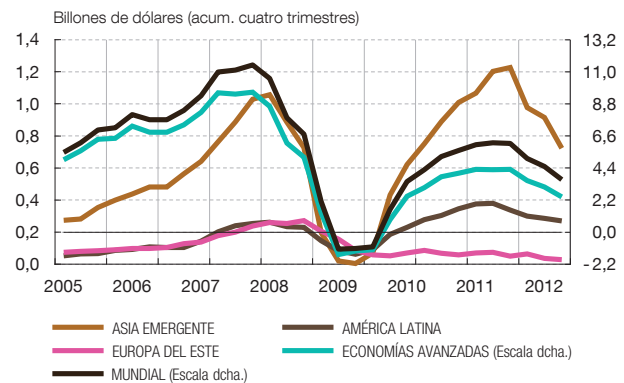
EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO EN ECONOMÍAS AVANZADAS



FLUJOS FINANCIEROS. ENTRADAS DEL EXTERIOR EN ECONOMÍAS EMERGENTES



FLUJOS FINANCIEROS. ENTRADAS DEL EXTERIOR EN ECONOMÍAS AVANZADAS Y EMERGENTES (a)



FUENTES: Datastream, International Financial Statistics, Dealogic y Federal Deposit Insurance Corporation.

a Asia emergente incluye China, India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Hong Kong y Singapur. América Latina: Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Perú y Chile. Europa del Este: Polonia, República Checa, Rumanía, Hungría, Bulgaria, Lituania y Letonia.

umentando a lo largo de ese año (véase gráfico 3.8), si bien en este último caso se espera una fuerte expansión en 2013 y 2014. En paralelo, en el Reino Unido y en Japón también se adoptaron medidas para fomentar el crédito al sector privado no financiero (en el Reino Unido, el programa se denominó *Funding for Lending Scheme*), con un impacto aún difícil de determinar. Por último, en Suiza las intensas presiones a la apreciación de su

moneda llevaron a un fuerte incremento del balance del banco central, derivado de la defensa del techo en la paridad del franco suizo respecto al euro, fijado en 2011.

... y se instrumentaron cambios en las políticas de comunicación y, en algún caso, en los propios objetivos de la política monetaria

Algunos bancos centrales también introdujeron cambios importantes en sus políticas de comunicación e, incluso, en sus objetivos. La Reserva Federal modificó su estrategia de comunicación relacionada con el compromiso de mantenimiento de los tipos oficiales (*forward guidance*). En la reunión de septiembre de 2012, extendió el compromiso de mantener el tipo de interés objetivo de los fondos federales en niveles extraordinariamente reducidos hasta mediados de 2015; y, en la reunión de diciembre, se vinculó ese compromiso al estado de la economía: en concreto, se anunció que no se producirán movimientos (subidas) de tipos mientras la tasa de paro se sitúe por encima del 6,5 % y la inflación proyectada no se desvíe más de 0,5 pp por encima del objetivo. De esta forma, el tono de la política monetaria se mantendría muy expansivo aun cuando se haya asentado la recuperación, como se deriva de la discrepancia entre previsiones de tipos oficiales y los derivados de aplicar la regla de Taylor (véase gráfico 3.8). Asimismo, la Reserva Federal hizo explícito su objetivo de inflación en el 2 % interanual (revisable cada dos años) e inició la publicación de la senda del tipo de interés objetivo consistente con las previsiones económicas de su comité de política monetaria.

En el caso de Japón, tras el cambio de Gobierno se elevó el objetivo de inflación del 1 % al 2 % interanual; posteriormente, el Banco de Japón sustituyó el objetivo operativo de la política monetaria, pasando del tipo de interés oficial (*uncollateralized overnight call rate*) a la base monetaria. Asimismo, el Banco modificó su estrategia de comunicación, comprometiéndose a proseguir con la nueva expansión cuantitativa y cualitativa el tiempo necesario hasta alcanzar el nuevo objetivo de inflación de manera estable.

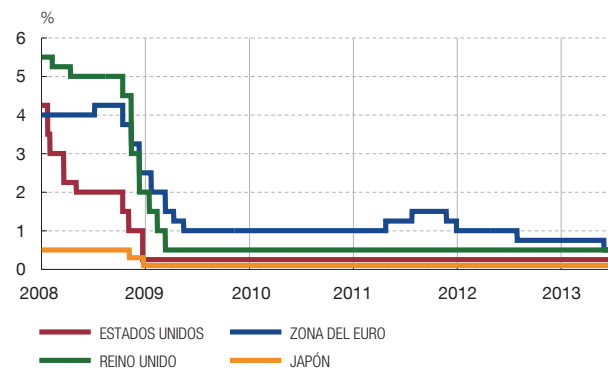
La política monetaria de las economías emergentes tendió a relajarse desde mediados de año ante el debilitamiento económico...

En las economías emergentes, muchos bancos centrales tendieron a relajar sus políticas monetarias desde mediados de 2012 (véase gráfico 3.8) ante el debilitamiento económico, aunque la tendencia no fue generalizada. Desde el final de la primavera se observaron reducciones en los tipos de interés de referencia y en los coeficientes de reservas en Asia. Este ciclo se interrumpió en China en el mes de julio, cuando hubo evidencia de un aterrizaje suave en esta economía y aparecieron riesgos de repuntes de los precios, y algo más tarde, en el otoño, en otras economías de la región. En relación con la ejecución de la política monetaria, cabe mencionar el mayor uso de operaciones regulares de mercado abierto y de nuevas operaciones de liquidez en China, para compensar la menor creación de liquidez por la vía de la acumulación de reservas (véase gráfico 3.8). En Europa del Este, los recortes en los tipos oficiales fueron frecuentes desde el verano y hasta el final del ejercicio en las principales economías de la región. Por último, en América Latina el panorama fue más variado: Brasil concluyó su ciclo más intenso de bajadas de tipos en octubre (más de 5 pp en total); Colombia redujo el tipo oficial en 2 pp, mientras que otros países, como Perú, endurecieron los requerimientos de reservas sin subir tipos, para evitar mayores presiones a la apreciación de su tipo de cambio; en México, tras casi cuatro años sin cambios, se recortó el tipo oficial en marzo de 2013.

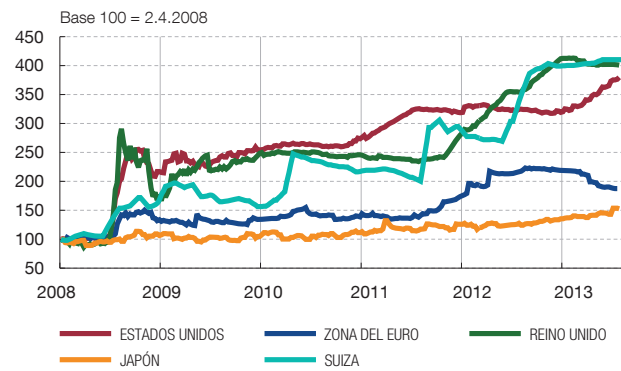
... y se empleó un abanico de medidas alternativas para modular el tono de las condiciones financieras, al tiempo que se reducía el ritmo de acumulación de reservas

La moderación de las entradas de capital —con la menor presión apreciativa sobre los tipos de cambio que ello supuso— afectó a los otros instrumentos, que son usados de modo cada vez más activo para modular el tono de las condiciones financieras y monetarias en estas regiones. Por un lado, en países como Brasil, se retiraron algunos de los controles a las entradas de capital impuestos en los años anteriores, al tiempo que se adoptaron distintas iniciativas orientadas a aumentar el carácter expansivo de la política monetaria (como la reducción de los coeficientes de caja) y a abaratar el coste del crédito;

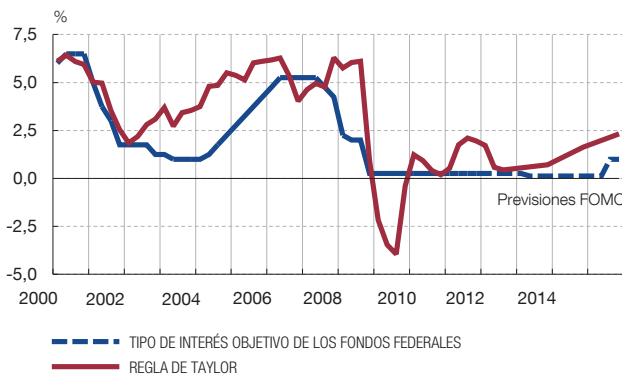
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN ECONOMÍAS AVANZADAS



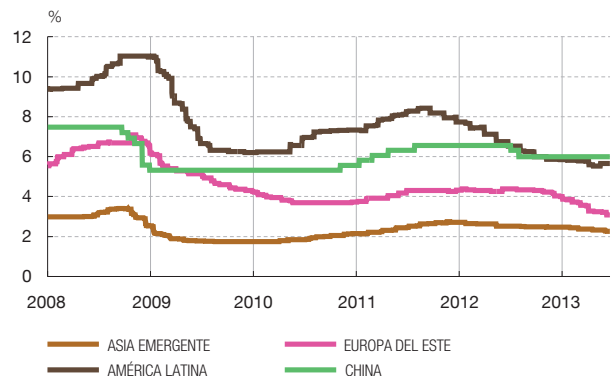
BALANCES DE LOS BANCOS CENTRALES EN ECONOMÍAS AVANZADAS



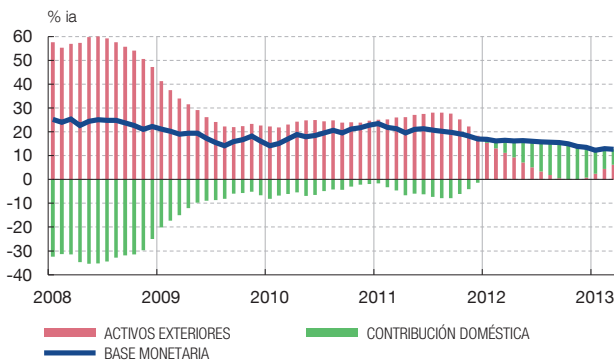
TIPO DE INTERÉS OFICIAL Y REGLA DE TAYLOR EN ESTADOS UNIDOS



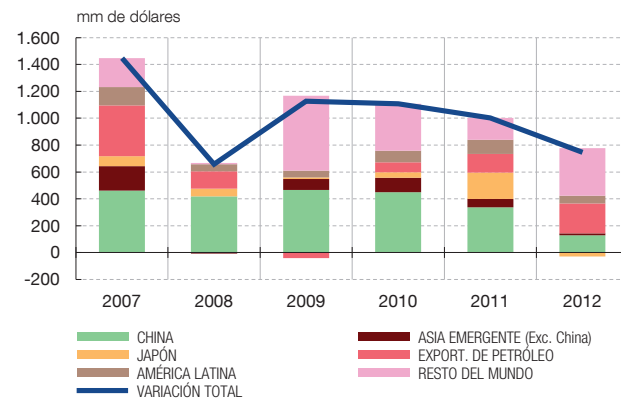
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES (a)



CRECIMIENTO DE LA BASE MONETARIA EN CHINA (b)



VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES

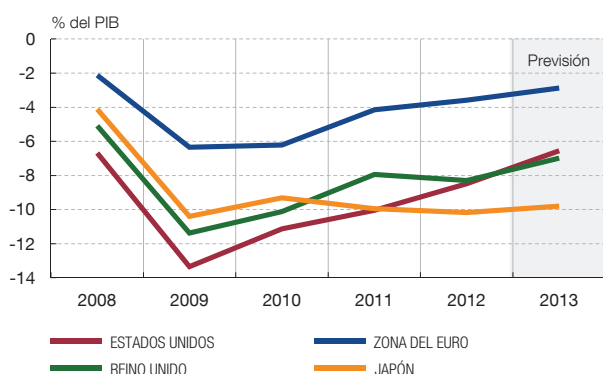


FUENTES: Datastream, Bloomberg, Fondo Monetario Internacional, Congressional Budget Office y Federal Open Market Committee (FOMC).

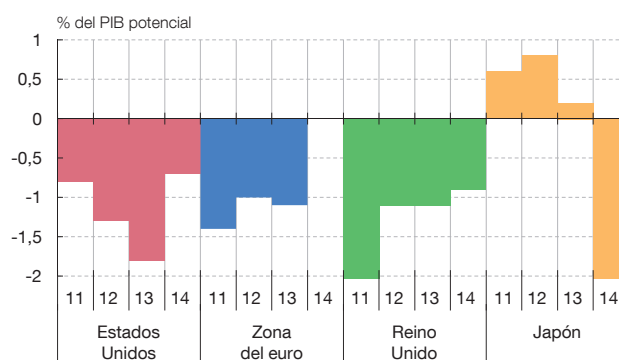
- a Áreas consideradas: Asia emergente (India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Filipinas y Taiwán), América Latina (Brasil, México, Colombia y Chile) y Europa del Este (Polonia, República Checa, Rumanía y Hungría).
- b Cifras expresadas en media móvil de tres meses.

no obstante, en otros países como Perú o Colombia —donde los flujos de capital siguieron siendo intensos—, se tomaron medidas en sentido contrario. Por otro lado, el aumento de las reservas internacionales en las economías emergentes fue muy inferior al registrado en 2011, frenándose la tendencia creciente que se venía apreciando en Asia —y muy especialmente en China— y en América Latina. En sentido contrario, las reservas se incrementaron en los países exportadores de petróleo (véase gráfico 3.8).

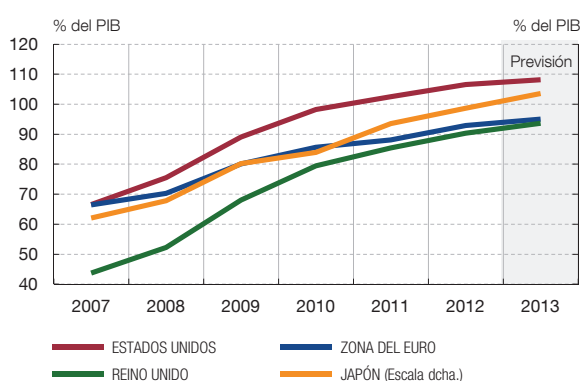
SALDO FISCAL DEL SECTOR PÚBLICO



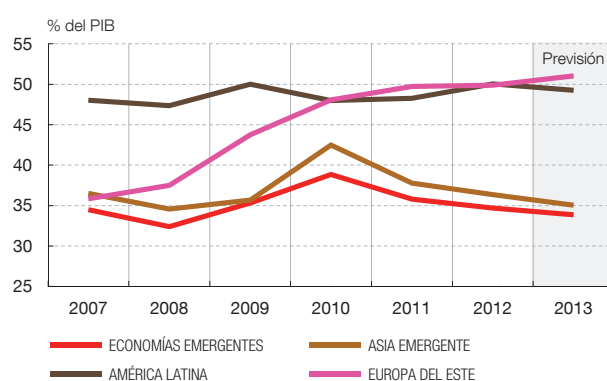
IMPULSO FISCAL SOBRE EL SALDO ESTRUCTURAL (a)



DEUDA PÚBLICA. ECONOMÍAS AVANZADAS



DEUDA PÚBLICA. ECONOMÍAS EMERGENTES (b)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

- a Los datos de 2013 y 2014 son previsiones del Fondo Monetario Internacional. Impulso fiscal se define como la variación del saldo público ajustado de ciclo.  
 b Asia emergente: China, India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Hong Kong, Singapur y Taiwán. América Latina: Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Perú y Chile. Europa del Este: Polonia, República Checa, Rumanía, Hungría, Bulgaria, Lituania y Letonia.

Las políticas fiscales mantuvieron un tono contractivo en las economías avanzadas, aunque la deuda pública continuó aumentando

El año 2012 fue otro año de consolidación fiscal en las principales economías avanzadas. Con la excepción de Japón, el tono de las políticas fiscales fue contractivo (véase gráfico 3.9), aunque los avances en términos de reducción de los desequilibrios fiscales no fueron muy sustanciales, alcanzándose los saldos deficitarios del 8,5 %, 8,3 % y 10,2 %, en porcentaje del PIB, en Estados Unidos, Reino Unido y Japón, respectivamente: un recorte de punto y medio en el primer país, y un leve deterioro en los otros dos. En términos estructurales, en Japón, el impulso fiscal positivo se debió a los gastos de reconstrucción tras el terremoto y a un nuevo paquete fiscal para la dinamización de su economía, que se ha reforzado en 2013. Las ratios de deuda pública continuaron aumentando en todos los casos y los horizontes previstos para el inicio de su reducción se retrasaron.

Durante el año sobrevoló el riesgo de un ajuste fiscal abrupto en Estados Unidos y, con carácter más global, el debate sobre el ritmo óptimo de consolidación

En Estados Unidos, el desacuerdo entre los dos principales partidos sobre la manera de reducir el déficit público en el medio y largo plazo fue ganando relevancia a lo largo del año. Las desavenencias llevaron a que la amenaza de materialización de un brusco ajuste fiscal a principios de 2013 (conocido como *fiscal cliff* o precipicio fiscal, resultado de la confluencia de la finalización de ciertas medidas temporales de impulso, introducidas tras la crisis, la expiración de las rebajas fiscales introducidas a comienzos de la pasada década, y la entrada en vigor de los recortes automáticos de gasto, conocidos como *sequester*) fuese cada vez más creíble, amenaza que solo quedó conjurada parcialmente en el último

momento. Gran parte de la discusión se ha retrasado a 2013, junto con la negociación de un nuevo incremento del límite de endeudamiento, lo que supone que las perspectivas fiscales en Estados Unidos sigan rodeadas de incertidumbre (véase recuadro 3.2). Desde una perspectiva más analítica, en 2012 destacó la discusión sobre el tamaño de los multiplicadores fiscales y el ritmo de consolidación óptimo en las economías avanzadas (véase recuadro 1.2), en un entorno de debilidad en la recuperación y de continuidad del proceso de desapalancamiento en el sector privado.

En las economías emergentes se mantuvieron, en general, política fiscales contractivas, salvo excepciones, como las de China o Brasil

En las economías emergentes, las políticas fiscales tuvieron un carácter continuista, pues en la mayoría de los países prosiguió la retirada gradual de los estímulos introducidos durante la crisis. Sin embargo, se aprecian diferencias entre regiones. En Europa del Este, se produjo una corrección significativa y generalizada de los déficits en 2012, gracias al mantenimiento de los notables esfuerzos de consolidación fiscal que, sin embargo, lastraron el crecimiento. En Asia, China introdujo un nuevo paquete fiscal (de menor importancia que el implementado al inicio de la crisis), por lo que mantuvo un tono moderadamente expansivo, igual que otras economías emergentes de la región. En cuanto a América Latina, la política fiscal habría mantenido un tono ligeramente contractivo, aunque con marcadas diferencias por países. Cabe destacar el nuevo impulso fiscal en Brasil, para fomentar la inversión, la deriva expansiva en Argentina y Venezuela, y las medidas contractivas en Chile y Perú.

La coordinación internacional de las políticas macroeconómicas siguió perdiendo impulso

Finalmente, la coordinación de las políticas macroeconómicas siguió perdiendo impulso en 2012 en todos los ámbitos, al tiempo que las iniciativas del G-20 perdían relevancia. Por un lado, la profundización del carácter expansivo de las políticas monetarias en los países avanzados continuó impulsando los flujos de capitales globales y generando nuevas tensiones cambiarias, aunque de menor intensidad que en años anteriores. Asimismo, en el ámbito comercial, la Ronda de Doha permanece estancada, lo que está propiciando un movimiento hacia el bilateralismo. Por último, en el ámbito regulatorio, los avances en la coordinación internacional de la regulación bancaria fueron escasos y se percibió una creciente falta de sintonía respecto a las profundas reformas regulatorias que se están poniendo en marcha en numerosos países.

## 5 Perspectivas y riesgos

Las perspectivas económicas para 2013 son de un ligero aumento del crecimiento mundial...

El escenario central para 2013 contempla un ligero repunte del crecimiento mundial, como resultado de la modesta recuperación de las economías avanzadas y de un mayor dinamismo en las emergentes, coherente con lo observado durante los primeros meses del ejercicio. De acuerdo con las últimas previsiones del FMI, el crecimiento mundial en 2013 será del 3,3 %, dos décimas superior al registrado en 2012, y la tasa interanual a final de 2013 se situaría en el 3,6 %, casi un punto porcentual más que al final del año anterior. Se mantendrá la brecha entre el crecimiento de las economías emergentes y el de las avanzadas. En este contexto, se anticipa una nueva moderación de la inflación, que quedaría por debajo del 3,5 % a nivel mundial, consolidando niveles inferiores al 2 % en las economías avanzadas, como consecuencia de la debilidad económica, mientras que, en las emergentes, la tasa de inflación se estabilizaría alrededor del 6 %.

... con una modesta recuperación de las economías avanzadas y un crecimiento algo más robusto en las emergentes

En las economías avanzadas se anticipa una recuperación muy modesta, en el entorno del 1,2 % interanual, similar al crecimiento de 2012, pues continuarán lastradas por los procesos de ajuste y, con la excepción de Japón, por la prolongación de la senda de consolidación fiscal, lo que continuará limitando la expansión de la demanda interna. En concreto, el consumo seguirá afectado por el ajuste de los balances de los hogares y por la lentitud en la recuperación de los mercados laborales; y la inversión, por la incertidumbre persistente y, en algunos segmentos, por la limitada disponibilidad de crédito. Incluso en Estados Unidos, donde los procesos de ajuste están más avanzados, la incertidumbre sobre

Las finanzas públicas de Estados Unidos deben afrontar a medio plazo el proceso de envejecimiento de la población y el aumento de los gastos sociales que ello conlleva. Adicionalmente, el fuerte deterioro del saldo fiscal a raíz de la crisis ha puesto en primer plano la necesidad de dar una solución duradera a este problema. Aunque esta situación es compartida, incluso de modo mucho más perentorio, por otras economías avanzadas, la polarización política al respecto es una consideración particularmente relevante en el caso estadounidense.

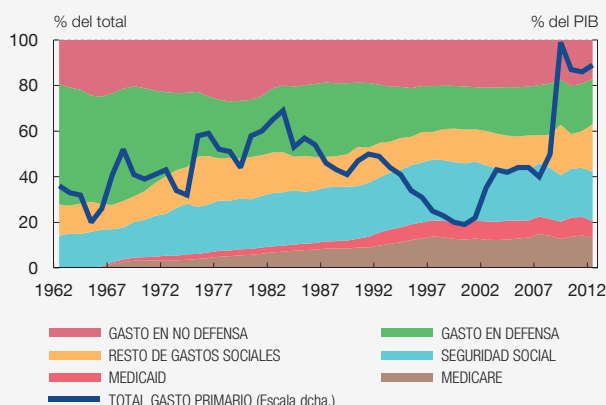
La estructura fiscal de Estados Unidos está bastante descentralizada territorialmente<sup>1</sup>, si bien el análisis de las cuentas públicas federales proporciona una aproximación adecuada a esta cuestión. El gasto público federal primario puede dividirse en un componente

1 Con datos de 2012, el gasto realizado por el Gobierno Federal (22,8 % del PIB) suponía alrededor de un 58 % del gasto público total; el gasto de los Gobiernos estatales y de los entes locales, el 42 % restante.

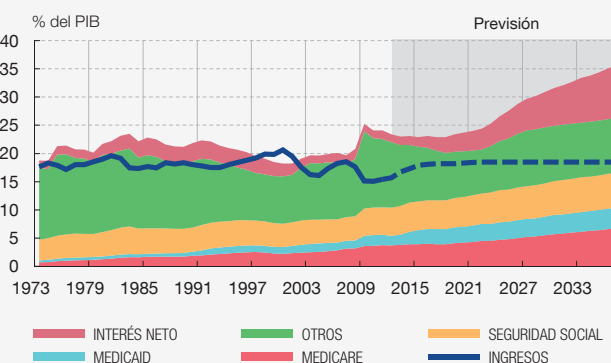
discrecional, que incluye el gasto en defensa y en no defensa, y que debe ser aprobado por el Congreso cada año, y un componente obligatorio, vinculado a los programas de Seguridad Social, Medicare —cobertura sanitaria a personas mayores— y Medicaid —para desfavorecidos—, entre otros. Para introducir cambios en estos programas, la ley debe ser modificada específicamente o derogada. El tercer componente es el pago por intereses, que en 2012 representó un 1,4 % del PIB (muy por debajo de la media de las últimas décadas), pues, a pesar de que la deuda pública está en máximos desde la Segunda Guerra Mundial, el tipo de interés permanece en mínimos históricos.

Como se puede ver en el gráfico 1, el gasto obligatorio ha pasado del 28 % al 63 %, en proporción del gasto público primario federal, en las últimas cuatro décadas, como resultado de las tendencias demográficas y del aumento de los gastos sanitarios. Por el contrario, el peso del componente discrecional se ha ido reduciendo, no solo dentro del gasto público federal, sino también como

1 GASTO PÚBLICO PRIMARIO



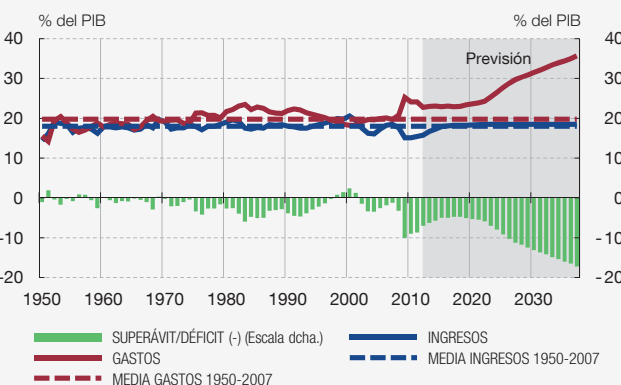
2 GASTOS POR TIPOS E INGRESOS TOTALES



3 EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA FEDERAL EN MANOS DEL PÚBLICO Y DE SUS PROYECCIONES



4 INGRESOS, GASTOS Y SUPERÁVIT/DÉFICIT (b)



FUENTES: Office of Management and Budget; *The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2013-2023* (Congressional Budget Office, febrero de 2013), y *The Long-Term Budget Outlooks* (Congressional Budget Office, octubre de 2000, diciembre de 2007 y junio de 2012).

- a Bajo el escenario de «No ahorro de superávits».
- b Bajo el *Extended Alternative Fiscal Scenario* de la Congressional Budget Office, que incorpora el supuesto de que las políticas vigentes en el pasado con fecha de caducidad se mantendrán en el futuro.



porcentaje del PIB, y se espera que siga haciéndolo en el futuro. Los escenarios centrales proyectados bajo el supuesto de que se mantiene la legislación actual, que tienen en cuenta la jubilación de los *baby-boomers*, el aumento de la esperanza de vida y el incremento de los gastos sanitarios a tasas superiores a la del PIB —a pesar de la mejora de los últimos años—, apuntan a que el gasto obligatorio pasaría de representar alrededor del 10,5 % del PIB en 2012 a cerca del 16,5 % dentro de 25 años (véase gráfico 2)<sup>2</sup> y casi un 20 % dentro de 50 años<sup>3</sup>.

Aunque estos ejercicios están sujetos a una notable incertidumbre —asociada al gasto sanitario, los flujos migratorios y las condiciones económicas—, la magnitud del problema queda recogida en las proyecciones de déficits públicos crecientes, a pesar de que se espera que el gasto discrecional continúe reduciéndose paulatinamente. Todo ello, junto con el creciente pago de intereses, conduciría a una dinámica creciente para la deuda pública en manos del público (véase gráfico 3). Por tanto, dado que el margen de maniobra en el gasto discrecional es cada vez más reducido, los déficits públicos proyectados solo pueden ser mitigados mediante cambios legislativos que reduzcan los beneficios sociales o incrementen los ingresos, que en Estados Unidos se sitúan por debajo de otros países desarrollados<sup>4</sup>. En este sentido, se han presentado numerosas propuestas en los últimos años, con notables diferencias entre ellas, que tienen efectos redistributivos muy diferentes y que reflejan, en última instancia, visiones opuestas sobre el peso que debe tener el sector público en la economía. En sus versiones extremas, estas visiones se pueden identificar, en general, con las posiciones mantenidas por cada uno de los dos principales partidos políticos. En estas diferencias reside la dificultad de controlar la deuda pública en el medio plazo.

A principios del milenio, estos problemas en las finanzas públicas no parecían inminentes (véase gráfico 4) y el debate se centraba en el destino que se debía asignar a los superávits públicos que se proyectaban. En ese contexto, se adoptaron reducciones impositivas temporales (aprobadas en 2001 y 2003, y que deberían haber finalizado en 2010) y un cambio en Medicare (en 2003), que incluyó un programa para subsidiar los medicamentos. Estas modificaciones normativas, junto con el aumento del gasto discrecional militar en Afganistán e Irak, condujeron a cambios sustanciales en las proyecciones del saldo y la deuda del Gobierno federal (véase gráfico 3). Además, la crisis y las decisiones de política económica que se adoptaron para afrontarla llevaron a cambios aún más importantes en el panorama fiscal tras 2008. Los elevados déficits públicos

alcanzados, cercanos al 10 % entre 2009 y 2011 (véase gráfico 4), que constituyen los mayores registros desde la Segunda Guerra Mundial, contribuyeron a doblar la deuda pública en términos del PIB entre 2007 y 2012, hasta alcanzar el 72,5 %, cuando antes del inicio de la crisis se anticipaba un nivel del 37 % del PIB para 2012.

Por otro lado, la extremada polarización política de los últimos años ha impedido la consecución de un acuerdo bipartidista para establecer una senda de consolidación fiscal y ha dado lugar a una sucesión de situaciones límite y soluciones parciales y transitorias con efectos negativos sobre los mercados financieros. Así, en la crisis del techo de la deuda del verano de 2011 se aprobó una ley (*Budget Control Act*, BCA) que introducía recortes al gasto público en los 10 años siguientes, estableciendo límites al crecimiento del gasto discrecional y la creación de un comité bipartidista del Congreso (conocido como Supercomité), que debía proponer un plan para reducir los déficits públicos durante el mismo período. En caso de no lograrse un acuerdo, como así sucedió, la propia ley contemplaba un mecanismo de recortes automáticos del gasto discrecional (*sequestration*), para el período 2013-2021, que se activó en marzo de 2013. Por otro lado, el pasado 1 de enero se aprobó, en el límite del plazo, la *American Taxpayer Relief Act* (ATRA), una ley que atenuó el llamado «precipicio fiscal»<sup>5</sup>, haciendo permanentes para la mayor parte de la población las bajadas de impuestos aprobadas a principios de la década pasada, que se habían extendido hasta finales de 2012 como parte del plan de estímulo.

Una deuda pública elevada y creciente, como la que se proyecta para Estados Unidos, tiene serias consecuencias adversas. La primera de ellas, el creciente peso del servicio de la deuda, un problema que ahora está muy atenuado porque el contexto de elevada aversión al riesgo, que hace de la deuda pública un activo refugio, y las acciones de política monetaria mantienen los tipos de interés en mínimos históricos. Además, cabe mencionar el efecto expulsión sobre la inversión privada y la notable reducción de la capacidad de respuesta ante *shocks* negativos. No parece probable, sin embargo, que en un horizonte de corto plazo vaya a producirse una pérdida de confianza de los inversores en la deuda pública estadounidense, que dificulte la refinanciación de dicha deuda y eleve sustancialmente su tipo de interés de emisión. La ausencia de impagos en la historia del país, el estatus único del que disfruta el dólar como moneda global de reserva y la consideración de la deuda pública estadounidense como el activo seguro por excelencia llevan a pensar que los umbrales de la ratio deuda pública sobre el PIB habitualmente considerados como detonantes de una crisis fiscal son más elevados en el caso de Estados Unidos. Estas circunstancias ofrecen a la sociedad estadounidense un margen de tiempo para tomar una serie de decisiones cruciales, que son inevitables, aunque las circunstancias políticas sean poco favorables a una solución rápida.

5 El término «precipicio fiscal» se acuñó para hacer referencia al brusco ajuste fiscal que estaba previsto que se produjese en ausencia de un acuerdo entre los dos principales partidos, el 31 de diciembre de 2012, como resultado de la expiración automática de una serie de paquetes de estímulo y de rebajas de impuestos temporales que se habían aprobado en los últimos diez años y de la puesta en marcha de la reducción automática del gasto público, establecida en la *Budget Control Act* de 2011.

2 Las proyecciones a partir de 2013 son las que realiza la agencia independiente Congressional Budget Office (CBO, por sus siglas en inglés) bajo el *Extended Alternative Fiscal Scenario*, que incorpora el supuesto de que las políticas vigentes en el pasado con fecha de caducidad se mantendrán en el futuro. Para más detalles, véase <http://www.cbo.gov/publication/43288>.

3 Para una comparación internacional de los aumentos proyectados en las partidas de gastos en pensiones y gastos sanitarios, véase el gráfico 2.4 («Increase in Entitlement Spending, 2011-2030»), del *Fiscal Monitor* del FMI de abril de 2013. En él destaca el aumento esperado de los gastos sanitarios en Estados Unidos, de más de cinco puntos del PIB hasta el año 2030.

4 Véase la *Statistical Table 3* del *Fiscal Monitor* del FMI de abril de 2013 para la comparación con otras economías avanzadas.

la intensidad de la contracción fiscal puede frenar el crecimiento. Así, se anticipan ligeras desaceleraciones en Estados Unidos y Japón, un leve avance —pero en tasas reducidas— en el Reino Unido, y una menor contracción en el área del euro. Se prevé un fortalecimiento paulatino de la actividad a lo largo de 2013, que se prolongará en 2014 en las principales economías avanzadas, excepto en Japón, donde el impacto del estímulo fiscal en 2013 posiblemente no se mantendrá en 2014.

En las economías emergentes se prevé un crecimiento algo más robusto, del 5,3 % interanual, dos décimas por encima del registrado en 2012, apoyado sobre todo en la demanda interna. Los avances serán generalizados, aunque seguirán manteniéndose las diferencias en los ritmos de crecimiento entre las distintas regiones. Asia contribuirá en mayor medida a esta recuperación, con un crecimiento seis décimas mayor que el de 2012, hasta superar el 6,5 %, mientras que en América Latina se espera un incremento menor, por encima del 3 %, que probablemente se aproxima a su tasa de crecimiento tendencial; en Europa del Este se anticipa una leve aceleración, desde niveles más modestos —pues el PIB de la región aumentaría en algo más del 1 % en 2013—, en parte por haber sufrido con mayor intensidad los problemas del área del euro. Para estas regiones, se prevé una aceleración progresiva del crecimiento en 2013.

Las previsiones para el comercio mundial para 2013 apuntan también a una lenta recuperación —con un crecimiento del 3,6 % interanual, apenas un punto porcentual mayor del incremento de 2012— que vendría fomentada nuevamente por las economías emergentes.

El escenario central sigue sujeto a importantes riesgos a la baja

A pesar de la atenuación registrada en 2012, los riesgos relacionados con la resolución de la crisis en el área del euro siguen estando presentes, como se ha comprobado en la parte transcurrida de 2013. De forma análoga, en Estados Unidos perdura la elevada polarización política que dificulta la transición ordenada hacia una senda de consolidación fiscal a medio plazo. Con una perspectiva más amplia, sería deseable avanzar en la estabilización de la deuda pública en las economías avanzadas. No hacerlo podría acabar afectando a los costes de financiación del sector público, lastrando severamente el crecimiento y provocando nuevas perturbaciones en los mercados y sistemas financieros.

La persistencia y profundización de las políticas monetarias extremadamente expansivas en las economías avanzadas, aunque es un apoyo necesario a la recuperación económica, también plantea riesgos crecientes. Entre ellos, una posible sobre-reacción positiva de los mercados en un entorno aún distorsionado por la crisis, y muy influenciado por las acciones y perspectivas de la política monetaria. El contexto de tipos muy reducidos puede llevar a sobrevaloraciones y desequilibrios en algunos mercados y a ralentizar el proceso de saneamiento financiero, mientras que su incidencia positiva sobre el sentimiento del mercado puede inducir una eventual complacencia de las autoridades que frene el impulso de las reformas. La utilización de instrumentos no convencionales también implica una creciente complejidad en el diseño de las estrategias de salida para los bancos centrales, que, unida a la incertidumbre sobre el producto potencial y las brechas de producción, constituye un riesgo adicional para manejar la transición a un entorno más normalizado. Por último, la vinculación creciente entre las cuentas públicas y el balance de los bancos centrales alerta sobre riesgos futuros de subordinación de la política monetaria a las autoridades fiscales.

En las economías emergentes, el mayor reto sigue siendo consolidar patrones de crecimiento equilibrado y sostenible, que permitan reducir la probabilidad de reversiones súbitas en los flujos. Otra fuente de riesgo, esta vez a nivel global, reside en la heterogeneidad

y la falta de coordinación de las políticas económicas, en el actual contexto de intensificación del impulso monetario expansivo, que podría terminar derivando en devaluaciones competitivas, alimentando un mayor sesgo monetario expansivo global y el proteccionismo comercial.

Aunque el balance de riesgos sigue sesgado a la baja, también existen algunos riesgos al alza

Aunque la incertidumbre y los riesgos de deterioro siguen dominando la coyuntura actual, existen algunos factores que podrían consolidar un círculo virtuoso que favorezca el consumo y la inversión, como una mejora más acelerada de la confianza en la situación económica. En este sentido, las políticas de gestión de la crisis —en particular, la estrategia de salida de las políticas monetarias no convencionales y el manejo equilibrado de la consolidación fiscal—, y también los avances en las reformas estructurales, desempeñarán un papel relevante en el restablecimiento de la confianza y, por extensión, en la salida de la crisis.

Los obstáculos a los que se enfrenta la economía mundial siguen siendo de gran magnitud

En definitiva, un año más, los obstáculos a los que se enfrenta la economía mundial siguen siendo de gran magnitud, por lo que tanto las políticas macroeconómicas y financieras como las estructurales deben continuar perseverando en su objetivo de asentar los pilares de un crecimiento equilibrado y sostenible, en un contexto de estabilidad financiera a medio y largo plazo.