

Capítulo 1

EVALUACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN MACROECONÓMICA

Introducción

La expansión mundial ha tocado techo. Se prevé que el crecimiento del PIB mundial disminuya progresivamente del 3,7% en 2018 al entorno del 3½ por ciento en 2019 y 2020, globalmente en línea con el crecimiento potencial subyacente de la producción mundial (Tabla 1.1). A corto plazo, las políticas adoptadas y el fuerte crecimiento del empleo siguen sosteniendo la demanda interna. Sin embargo, las previsiones prevén políticas macroeconómicas cada vez menos acomodaticias, dificultades derivadas de las tensiones comerciales, condiciones financieras más restrictivas y precios del petróleo más elevados. El crecimiento en la zona de la OCDE se irá desacelerando gradualmente, desde niveles cercanos al 2½ por ciento en 2017-18 a justo menor al 2% en 2020. Se prevé que aumenten la inflación salarial y de precios –aunque sólo moderadamente–. Persiste una

Tabla 1.1. Una deceleración esperada del crecimiento mundial

OECD area, unless noted otherwise

	Average 2011-2018	2017	2018	2019	2020	2018 Q4	2019 Q4	2020 Q4
		Per cent						
Real GDP growth¹								
World ²	3.4	3.6	3.7	3.5	3.5	3.5	3.6	3.5
G20 ²	3.6	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.8	3.7
OECD ²	2.1	2.5	2.4	2.1	1.9	2.2	2.1	1.9
United States	2.3	2.2	2.9	2.7	2.1	3.1	2.4	2.0
Euro area	1.2	2.5	1.9	1.8	1.6	1.5	1.9	1.4
Japan	1.3	1.7	0.9	1.0	0.7	0.6	0.6	1.1
Non-OECD ²	4.6	4.6	4.7	4.7	4.7	4.6	4.8	4.7
China	7.1	6.9	6.6	6.3	6.0	6.4	6.1	6.0
India ³	7.0	6.7	7.5	7.3	7.4			
Brazil	0.1	1.0	1.2	2.1	2.4			
Output gap⁴	-1.8	-1.0	-0.6	-0.4	-0.5			
Unemployment rate⁵	6.9	5.8	5.3	5.1	5.0	5.2	5.1	4.9
Inflation^{1,6}	1.6	2.0	2.3	2.6	2.5	2.6	2.5	2.5
Fiscal balance⁷	-4.1	-2.3	-2.9	-3.1	-3.0			
World real trade growth¹	3.6	5.2	3.9	3.7	3.7	3.3	3.8	3.6

1. Percentage changes; last three columns show the increase over a year earlier.

2. Moving nominal GDP weights, using purchasing power parities.

3. Fiscal year.

4. Per cent of potential GDP.

5. Per cent of labour force.

6. Private consumption deflator.

7. Per cent of GDP.

Source: OECD Economic Outlook 104 database.

incertidumbre considerable sobre la solidez de la relación entre capacidad de producción e inflación, con riesgos de que se produzca un repunte más pronunciado de la inflación. El aumento de los precios del petróleo este año ha impulsado la inflación medida por el IPC, y los aranceles a las importaciones han comenzado a incrementar precios en determinados países. El comercio mundial ya ha empezado a ralentizarse, y las restricciones comerciales están generando efectos adversos en la confianza y los planes de inversión, mientras que el comercio mundial parece que crecerá por debajo del 4% anual en promedio durante el periodo 2018-20.

Los resultados podrían ser aún más débiles si se materializaran los riesgos a la baja. Si los Estados Unidos y China adoptaran nuevas medidas para aumentar las barreras al comercio bilateral, la producción de ambas economías se vería afectado, generando efectos negativos en el crecimiento y el comercio mundial. Una alteración por el lado de la oferta en los mercados del petróleo podría generar una presión al alza sobre la inflación en todo el mundo, al menos temporalmente, reduciendo así el crecimiento. Las presiones de los mercados financieros sobre las economías emergentes podrían intensificarse, en especial si hubiera sorpresas al alza en la inflación de las economías avanzadas que desencadenaran una nueva subida de las tasas de interés de referencia y una nueva ronda de reajustes de precios en los activos. Una década después de la crisis financiera, en muchas economías persisten las vulnerabilidades derivadas de los elevados precios de los activos y los altos niveles de endeudamiento. En el lado positivo, una resolución rápida de las tensiones comerciales, o mayores ambiciones en la política estructural a través del mundo, podría mejorar el nivel de confianza y limitar la baja en la inversión originada por la alta incertidumbre.

Las evoluciones recientes y las perspectivas económicas plantean retos considerables a los hacedores de políticas. Una de las necesidades inmediatas es reducir la incertidumbre originada por las decisiones políticas frenando la actual tendencia al proteccionismo y reforzando el sistema multilateral de comercio internacional. Los requisitos de las políticas macroeconómicas varían de un país a otro, lo cual refleja las distintas dificultades a las que se enfrentan los países. En las principales economías avanzadas, la actual política monetaria acomodaticia puede ir reduciéndose gradualmente, aunque a ritmos diferentes. Se prevé que la política fiscal se vuelva neutral en la mayoría de los países de la OCDE en 2019-20, tras la notable relajación de los últimos años. La neutralidad fiscal planeada es de manera general adecuada en vista de las perspectivas económicas; la relajación adicional anunciada en algunos países que cuentan con una elevada deuda pública podría generar reacciones adversas en los mercados financieros. En las economías emergentes, será necesario adoptar decisiones prudentes para mantener la credibilidad de las políticas. Aquellas economías que cuenten con un sólido marco de políticas macroeconómicas y un tipo de cambio flexible puede que sólo necesiten un endurecimiento moderado de su política monetaria, en línea con el actual reajuste del precio de los activos, y posiciones fiscales sólidas que den margen para una política más acomodaticia en caso de necesidad de respaldar la demanda. El margen disponible para este tipo de apoyo es menor en las economías emergentes que enfrentan preocupaciones sobre la sustentabilidad de sus posiciones exteriores o fiscales. Otra de las prioridades de todos los países en materia de políticas es aumentar la resiliencia frente a los riesgos, sobre todo la persistencia de las vulnerabilidades financieras derivadas del elevado endeudamiento, y fortalecer los esfuerzos de reforma para mejorar unas perspectivas de crecimiento a más largo plazo que sean sostenibles y ofrezcan oportunidades para todos.

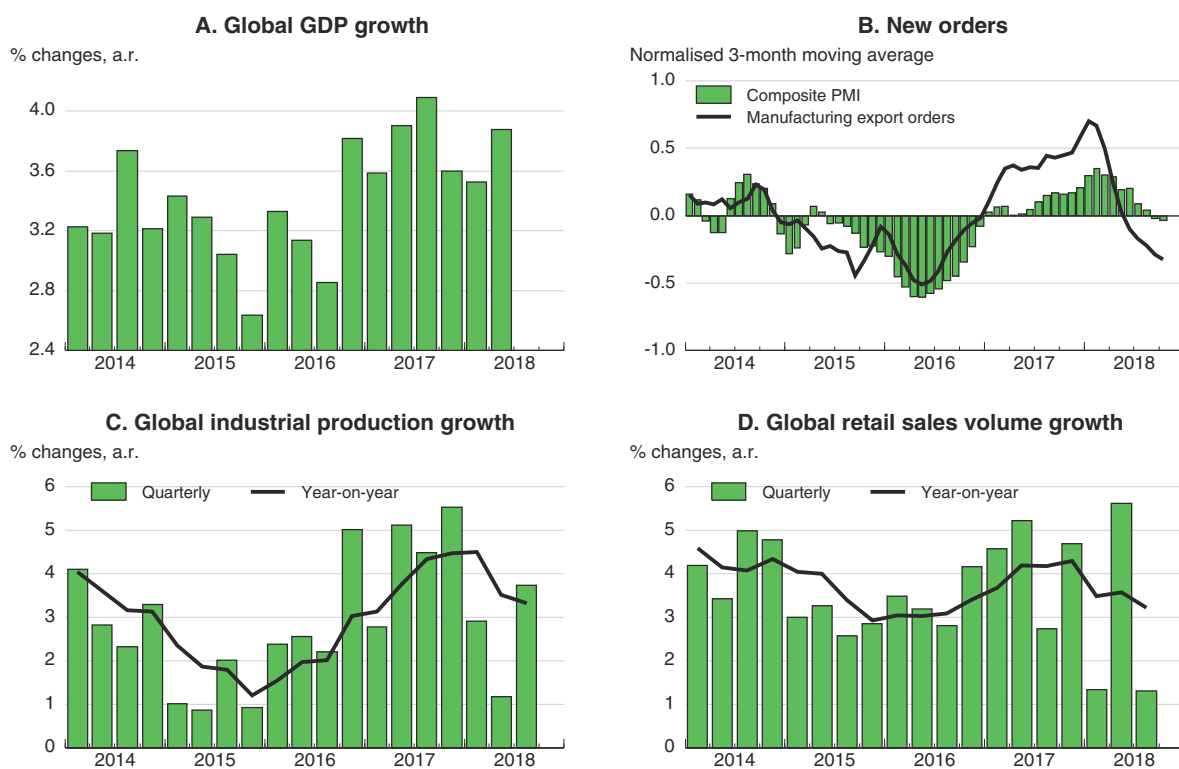
La interacción de los principales riesgos a la baja podría debilitar la producción mundial y el crecimiento del comercio de forma significativa, con la posibilidad de que el nivel de la producción mundial pudiera caer más de $\frac{1}{2}$ por ciento por debajo de lo proyectado al horizonte 2020. Si los riesgos a la baja provocaran una deceleración mundial más acusada de lo previsto actualmente, la coordinación de las políticas entre los distintos países constituiría el contrapeso más eficaz. Dado el escaso margen para utilizar la política monetaria en algunas zonas a corto plazo y la necesidad de recurrir a instrumentos que actúen con rapidez sobre el crecimiento, es probable que una política fiscal más acomodaticia desempeñe un papel importante a la hora de restablecer el crecimiento, a pesar de que el margen de maniobra ha disminuido dado los elevados niveles de deuda pública. Prepararse ahora para tal eventualidad mediante la planificación de proyectos que puedan implantarse rápidamente aumentaría la eficacia de una respuesta fiscal coordinada.

Una deceleración esperada del crecimiento mundial

Una moderación del crecimiento mundial proyectado en los próximos dos años

Los últimos acontecimientos sugieren que la fase mundial de expansión ha alcanzado su punto máximo y es probable que se ralentice en los próximos dos años. El crecimiento del PIB mundial se ha situado en torno al 3,7% este año (Figura 1.1, Panel A), y la evolución

Figura 1.1. **La confianza y el crecimiento mundiales se han moderado**



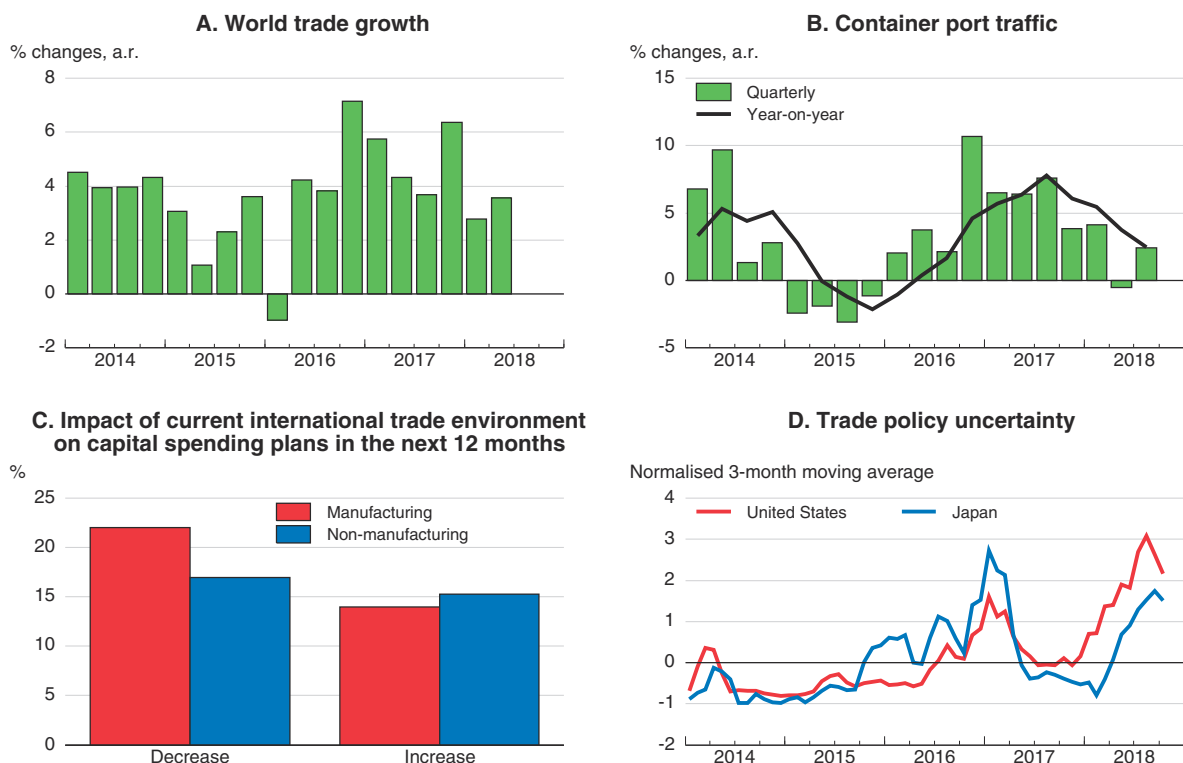
Nota: La agregación de datos de PIB, producción industrial y ventas minoristas se basa en ponderaciones PPA. Los datos del Panel D reflejan las ventas minoristas en la mayoría de los países, aunque en el caso de los Estados Unidos se utiliza el consumo mensual de los hogares y en el caso de Japón el indicador de consumo sintético mensual. Los datos de la India no están disponibles para el Panel D.

Fuente: Base de datos de la OCDE Perspectivas Económicas 104; principales indicadores económicos; Thomson Reuters; Markit; y cálculos de la OCDE.

en los distintos países y sectores ha sido desigual, en contraste con la expansión generalizada que se experimentó en 2017. Las condiciones del mercado laboral siguen mejorando, y la tasa de desempleo en la OCDE se encuentra actualmente en su nivel más bajo desde 1980, pero el crecimiento de la inversión y del comercio ha sido menor de lo previsto, las condiciones en los mercados financieros se han contraído y la confianza ha seguido disminuyendo. Datos preliminares de las cuentas nacionales para el tercer trimestre de 2018 apuntan a sólidos resultados en los Estados Unidos, pero menor crecimiento en China, la zona euro y Japón. Las encuestas de coyuntura empresarial apuntan a un crecimiento más lento tanto en las economías de mercado avanzadas como en las emergentes, al tiempo que se ha debilitado la entrada de nuevos pedidos, sobre todo en el sector manufacturero (Figura 1.1, Panel B). Otros indicadores de alta frecuencia de la actividad mundial –como la producción industrial y las ventas minoristas– también sugieren una moderación del crecimiento (Figura 1.1, Paneles C y D). La deceleración del comercio, condiciones financieras mundiales más estrictas y el aumento de los precios del petróleo están contribuyendo a una deceleración de la expansión mundial.

En medio de las crecientes tensiones comerciales, se ha ralentizado el crecimiento de los volúmenes comerciales en todo el mundo (bienes y servicios) durante este año, con resultados especialmente débiles en la primera mitad del año (Figura 1.2, Paneles A y B).

Figura 1.2. **Las crecientes tensiones comerciales han afectado a los planes de inversiones de capital y han agravado la incertidumbre**



Nota: El Panel C se basa en las respuestas combinadas de 513 empresas, de las cuales 100 pertenecen al sector manufacturero. Las disminuciones (aumentos) incluyen todas las empresas que indican ligeras, moderadas y significativas disminuciones (aumentos) de sus planes de inversión de capital.

Fuente: Base de datos de la OCDE Perspectivas Económicas 104; Institute of Shipping Economics and Logistics (ISL); Duke CFO Global Business Survey, septiembre de 2018; policyuncertainty.com; y cálculos de la OCDE.

Los indicadores de alta frecuencia –como los pedidos de exportación y el tráfico portuario de contenedores– sugieren que las perspectivas de crecimiento comercial futuro siguen siendo modestas. Ya se han implantado este año una serie de nuevos aranceles y contramedidas de represalia, y existe el riesgo de que se adopten respuestas adicionales durante el próximo año. Las nuevas medidas restrictivas de política comercial han provocado cambios importantes en los flujos comerciales y en los precios de determinados sectores particularmente en los Estados Unidos y China, por causa del adelanto de algunas transacciones ante el anuncio de nuevos aranceles. Las políticas anunciadas también afectan a la confianza empresarial y los planes de inversión, sobre todo en el sector manufacturero, aumentando así la incertidumbre (Banco de Atlanta, 2018; Figura 1.2, Paneles C y D).¹

Las condiciones financieras se han contraído este año, con el aumento de las tasas de interés a largo plazo, sobre todo en los Estados Unidos, lo que ha provocado reajustes de precios en muchos mercados de activos y turbulencias importantes en algunas economías emergentes. El consiguiente cambio en la percepción del riesgo ha contribuido a que en muchas economías emergentes –sobre todo en aquellas con grandes y crecientes desequilibrios externos– las monedas locales se hayan depreciado considerablemente frente al dólar estadounidense. Tal y como se analiza más adelante, un deterioro adicional de la percepción de mercado hacia las economías emergentes reduciría su crecimiento económico y ejercería una presión a la baja sobre sus monedas.

Precios del petróleo más altos y volátiles se han sumado a los retos ya existentes en las economías importadoras de petróleo. Los precios del petróleo este año (hasta mediados de noviembre) exceden de un 30% los niveles de 2017. La producción de petróleo en los Estados Unidos y Rusia ha alcanzado máximos históricos, pero la continua incertidumbre por las posibles alteraciones del suministro en algunas economías de la OPEP, sobre todo en Venezuela e Irán (que en conjunto representan alrededor del 4% de la oferta mundial actualmente) y expectativas que el crecimiento de la demanda decelere genera una fuerte volatilidad de los precios. El aumento de los precios durante el último año ya está teniendo un leve efecto negativo en el crecimiento mundial, agravando así la inflación. Esta situación podría intensificarse si se produjeran nuevas alteraciones del suministro (véase más adelante).

En líneas generales, la reciente evolución económica y financiera y la intensificación de los riesgos a la baja sugieren que las perspectivas de crecimiento mundial se han moderado, con resultados desiguales en las principales economías. Está previsto que el crecimiento del PIB mundial disminuya progresivamente del 3,7% en 2018 al entorno del 3½ por ciento en 2019 y 2020, acercándose así a la tasa de crecimiento de la producción potencial mundial. Los resultados podrían debilitarse aún más si se intensificaran los riesgos a la baja (véase más adelante) o si la incertidumbre existente en materia de políticas actuara como lastre restringiendo la inversión de forma prolongada.

La desaceleración del crecimiento refleja una tendencia hacia políticas macroeconómicas menos acomodaticias en los próximos dos años, así como la

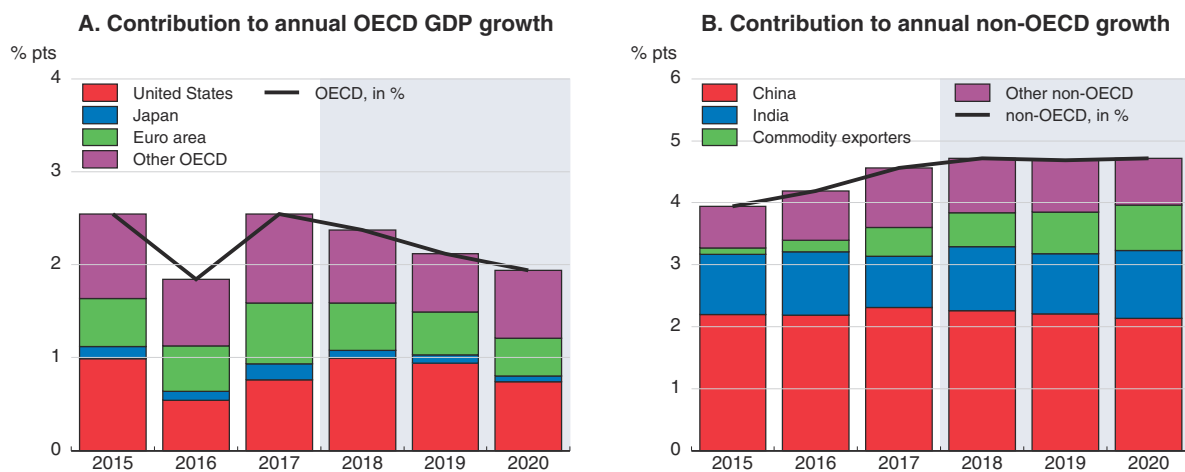
1 Otros factores que contribuyen a la deceleración del comercio mundial son un crecimiento más moderado de la inversión (un componente de la demanda relativamente dependiente del comercio) y un menor crecimiento de la actividad económica en la zona del euro (una parte de la economía mundial relativamente dependiente del comercio dado la importancia del comercio intrazona).

persistencia de las dificultades derivadas de las tensiones comerciales, el endurecimiento de las condiciones financieras y el aumento de los precios del petróleo. En la economía mediana de la OCDE, se prevé que la posición fiscal sea neutral de manera general en 2019 y 2020, tras haber disminuido 0,4% del PIB en 2018². Sin embargo, en los Estados Unidos, en la zona del euro y en el Reino Unido todavía se prevé una relajación fiscal de alrededor del 0,4% del PIB en 2019, y del 0,5% of más del PIB en Alemania, Italia, Corea y algunas otras economías europeas más pequeñas. Se espera que la normalización de la política monetaria continúe también en la mayoría de las economías, incluido los Estados Unidos, y se ponga en marcha en la zona del euro.

El sólido crecimiento del empleo y los efectos del apoyo actual y pasado de las políticas fiscales y monetarias deberían seguir contribuyendo a sostener la demanda interna en las economías avanzadas a corto plazo. Sin embargo, es probable que el incremento de las tensiones comerciales, la subida de los precios del petróleo, la caída de la confianza y el aumento de la incertidumbre moderen los resultados del comercio y la inversión, generando efectos adversos en las perspectivas de crecimiento a mediano plazo. Nuevas restricciones de las capacidades de producción, en particular las derivadas de la rigidez de los mercados laborales, también podrían decelerar el crecimiento en una serie de países y agravar las presiones inflacionistas. En general, se prevé que el crecimiento del PIB en la OCDE disminuya desde niveles cercanos al 2½ por ciento en 2018 justo debajo del 2% en 2020 (Figura 1.3, Panel A).

- Se espera que el crecimiento del PIB en los Estados Unidos se reduzca desde niveles cercanos al 3% en 2018 a algo más del 2% en 2020, en consonancia con el crecimiento potencial, a medida que disminuya la relajación fiscal y continúe la normalización gradual de la política monetaria. Las reformas tributarias, el aumento del gasto público, la elevada confianza y la solidez del mercado laboral siguen respaldando la demanda

Figura 1.3. Se espera una deceleración gradual del crecimiento mundial



Nota: Se calcula utilizando ponderaciones PPA. Los exportadores de materias primas son Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Colombia, Indonesia, Rusia, Sudáfrica y otras economías productoras de petróleo.

Fuente: Base de datos de la OCDE Perspectivas Económicas 104.

2 La posición fiscal se calcula sobre la base de las variaciones del saldo primario de las administraciones públicas como porcentaje del PIB potencial.

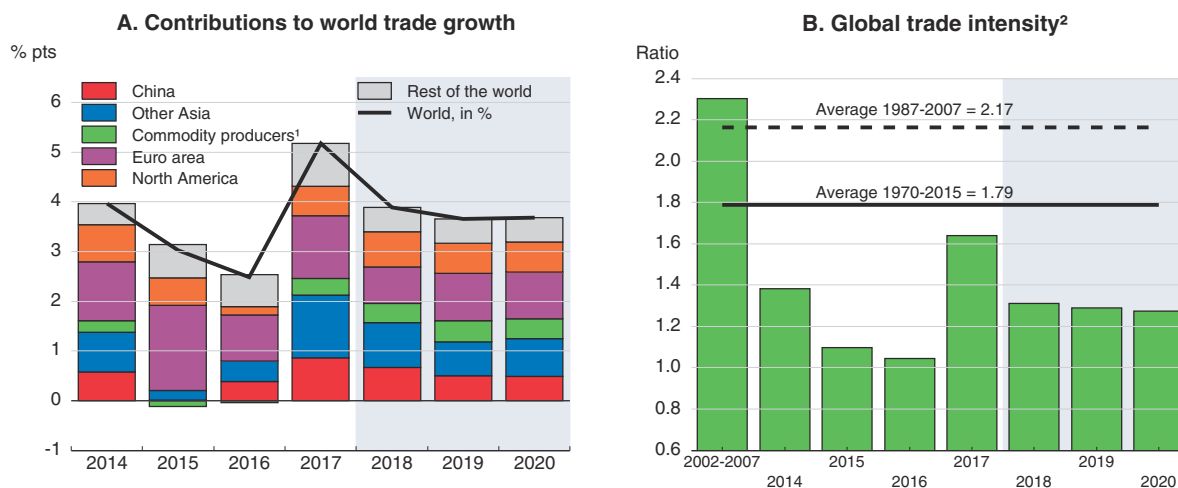
interna. Sin embargo, el incremento de los aranceles ha comenzado a agravar los costos de las empresas y potencialmente moderar el crecimiento de la inversión.

- En la zona del euro, se prevé que el crecimiento se modere lentamente desde alrededor del 2% registrado en 2018 a niveles algo superiores al 1½ por ciento en 2020. La política monetaria acomodaticia, una política fiscal ligeramente expansiva en 2019, el sólido crecimiento del empleo y las favorables condiciones de financiamiento sirven de apoyo a la demanda interna, pero están surgiendo dificultades derivadas de una demanda exterior más débil y una mayor incertidumbre en el ámbito de las políticas.
- El crecimiento del PIB en Japón está previsto alrededor del 1% en 2018 y 2019, con unos elevados beneficios empresariales y una grave escasez de mano de obra que impulsará la inversión para descender posteriormente a niveles algo inferiores al ¾ por ciento en 2020. Asimismo, se reactivará la consolidación fiscal tras el planeado aumento del impuesto sobre el consumo en octubre de 2019, si bien el aumento del gasto social amortiguará en parte su impacto a corto plazo.

En conjunto, las perspectivas de crecimiento en las economías emergentes y en desarrollo parecen sólidas para 2018-20 (Figura 1.3, Panel B), si bien ocultan una diferente evolución en las principales economías. Las perspectivas de crecimiento son especialmente débiles en aquellas economías que se enfrentan a importantes presiones de los mercados financieros y a la incertidumbre sobre el ritmo futuro de las reformas. Sin embargo, la perspectivas mejoran en algunas economías exportadoras de materias primas, sobre todo en los países productores de petróleo:

- Se prevé que el crecimiento del PIB en China disminuya lentamente hasta situarse en un 6% en 2020. Tanto la inversión en infraestructuras como el crecimiento del crédito se han moderado, la población en edad de trabajar está disminuyendo y es probable que las tensiones comerciales frenen el crecimiento de las exportaciones. Las recientes políticas adoptadas han mejorado las condiciones financieras, y sigue habiendo margen para ampliar el soporte fiscal si necesario, pero esto podría retrasar el necesario desapalancamiento del sector empresarial y agravar los riesgos para la estabilidad financiera.
- En la India, se prevé que el fuerte crecimiento de la demanda interna, impulsado por los nuevos programas de infraestructuras y las recientes reformas estructurales, mantenga el crecimiento del PIB en niveles cercanos al 7½ por ciento en 2019 y 2020.
- En Brasil, está previsto que el crecimiento se recupere gradualmente hasta situarse entre el 2-2½ por ciento en 2019-20, al tiempo que el descenso de la inflación y la mejora de los mercados laborales respalden el consumo privado. La incertidumbre política sigue siendo elevada, pero la reactivación de las reformas, sobre todo la reforma de las pensiones, contribuiría a mejorar la confianza.

Se prevé que el crecimiento del comercio mundial siga siendo moderado y descienda desde niveles cercanos al 4% en 2018 al 3% en 2019 y 2020, siempre que las tensiones comerciales no empeoren. A este ritmo, la intensidad comercial se mantendría en niveles moderados en comparación con los niveles anteriores a la crisis, si bien se situaría en líneas generales en consonancia con el ritmo medio alcanzado en el período 2012-2017 (Figura 1.4). Se prevé que el crecimiento del comercio se ralentice de forma relativamente pronunciada en China y otras economías asiáticas, lo que refleja en parte el probable impacto de las medidas arancelarias incluidas en las proyecciones y las posibles alteraciones de las cadenas de suministro regionales. Una mayor intensificación de las

Figura 1.4. **El comercio mundial está decelerando y la intensidad comercial sigue siendo modesta**

1. Los productores de materias primas son los siguientes: Argentina, Australia, Brasil, Chile, Colombia, Indonesia, Noruega, Nueva Zelanda, Rusia, Arabia Saudita, Sudáfrica y otros países productores de petróleo.
2. Volumen comercial de bienes y servicios en todo el mundo; PIB mundial con arreglo a precios constantes y tipos de cambio de mercado. Ratio del crecimiento promedio anual del comercio mundial y el crecimiento promedio anual del PIB en el periodo correspondiente.

Fuente: Base de datos de la OCDE Perspectivas Económicas 104; y cálculos de la OCDE.

restricciones comerciales entre los Estados Unidos y China en 2019, o en otros países, podría reducir adicionalmente y de manera sustancial el comercio mundial para 2020 (véase más adelante).

Unas moderadas perspectivas de crecimiento a largo plazo

Le ritmo moderado de crecimiento del comercio es coherente con el debilitamiento de las perspectivas de inversión en muchas economías. El aumento de la incertidumbre en materia de políticas, el deterioro del consenso de las expectativas sobre el crecimiento futuro del PIB mundial,³ la caída del dinamismo empresarial en varios países (OCDE, 2017a) y la ralentización de los esfuerzos de reforma para hacer frente a las regulaciones que impiden la competencia en los mercados de bienes (OCDE, 2018a) reducen, todos ellos, los incentivos a la inversión. En la zona de la OCDE, se prevé que el crecimiento de la inversión empresarial se reduzca hasta algo más del 3% anual en el período 2019-20, desde niveles superiores al 4% registrados durante 2017-18, en un contexto de mayor incertidumbre en el ámbito de las políticas. A este ritmo, el crecimiento neto del stock de capital productivo seguirá siendo más débil que en el período anterior a la crisis en la mayoría de los países.⁴ Las perspectivas de una mayor recuperación de la inversión en los próximos años están estrechamente vinculadas a las políticas estructurales que se adopten. En algunos países, en particular en Alemania, también se necesita un mayor gasto en capital de

3 El consenso de las proyecciones sugiere que el crecimiento medio del PIB mundial ponderado por la PPA se sitúa tan solo en un 3½ por ciento anual durante la próxima década, en comparación con las expectativas anteriores a la crisis y a los años inmediatamente siguientes, que apuntaban a un crecimiento mundial promedio cercano al 4-4½ por ciento anual.

4 El aumento de los coeficientes de amortización, debido en parte a la reducción de la vida útil de las inversiones en tecnología, implica que se necesiten unas inversiones brutas muchas mayores en la actualidad para conseguir el mismo crecimiento neto del stock de capital.

infraestructuras públicas para impulsar el stock de capital productivo y contribuir a mitigar la acumulación de desequilibrios externos.

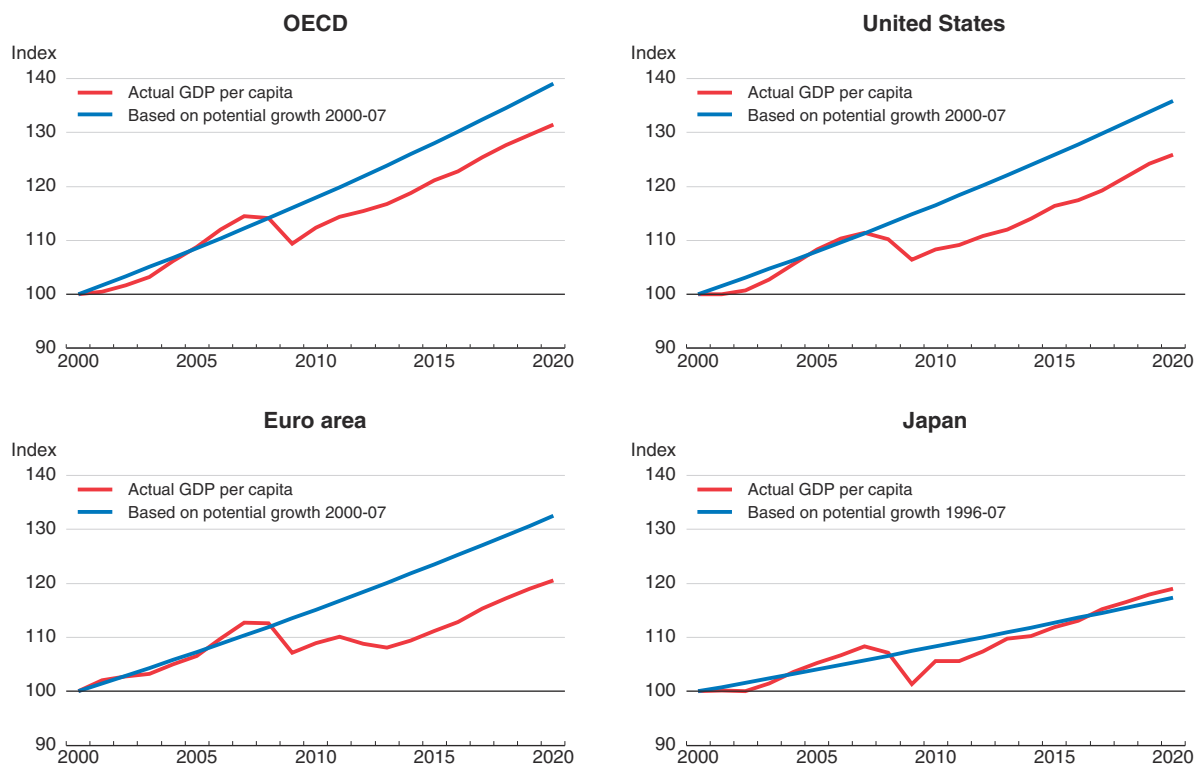
Estas proyecciones sugieren que la crisis financiera mundial genera un impacto adverso persistente en los niveles de vida de muchas economías, a pesar del apoyo excepcional ofrecido a través de las políticas adoptadas en los años posteriores a la crisis. En la mayoría de las economías de la OCDE y en las economías ajenas a la misma los ingresos per cápita siguen siendo inferiores a los que hubiera cabido esperar antes de la crisis, si el crecimiento hubiera continuado con arreglo a las tasas de crecimiento potenciales previas a la crisis durante los últimos diez años (Figura 1.5). Esto se debe a unas tendencias demográficas menos favorables y al efecto de una década de inversión y de resultados de la productividad insuficientes. Como resultado de ello, las perspectivas de una mejora firme y sostenida de los niveles de vida y los ingresos a medio y largo plazo siguen siendo más débiles que antes de la crisis, tanto en las economías de mercado avanzadas como en las emergentes (Figura 1.6).

Un aumento previsto de las presiones salariales y de precios

Se prevé que las presiones salariales y de precios sigan aumentando en las principales economías avanzadas a medida que disminuya el excedente de capacidad de producción, aunque sólo moderadamente dado que las expectativas de inflación están bien ancladas.

Figura 1.5. El impacto de la crisis aún perdura en los niveles de vida

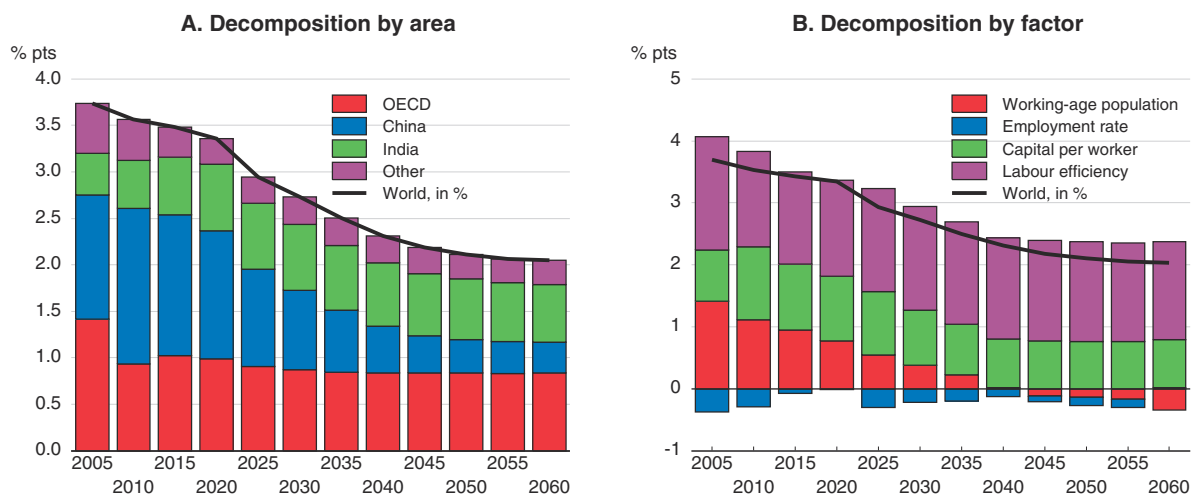
Índice 2000=100, ingresos per cápita en precios constantes



Nota: La línea azul muestra una proyección lineal basada en la tasa promedio de crecimiento anual del PIB potencial per cápita en el período 2000-2007 para todos los países, excepto Japón, en donde se utiliza el promedio de 1996-2007 para obtener una comparación entre los picos cíclicos.

Fuente: Base de datos de la OCDE Perspectivas Económicas 104; y cálculos de la OCDE.

Figura 1.6. Se prevé que el crecimiento de la producción potencial descienda con arreglo a las políticas actuales



Nota: Se entiende por "Mundo" los datos agregados de 46 países que en la actualidad representan el 82% del producto mundial en base a PPA.

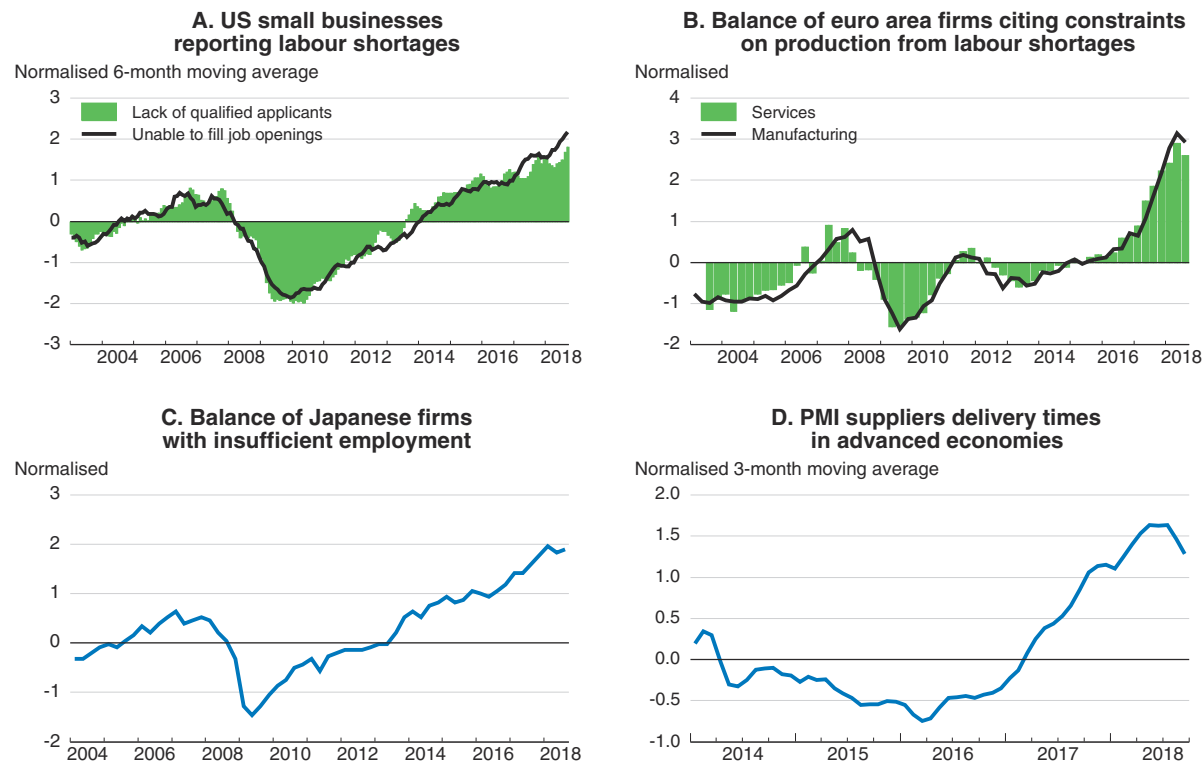
Fuente: Guillemette, Y. and D. Turner (2018), "The Long View: Scenarios for the World Economy to 2060", OECD Economic Policy Papers, No. 22.

Las estimaciones convencionales de la capacidad económica ociosa – como las brechas de desempleo y de producción – sugieren que actualmente el excedente de capacidad es limitado en la mayoría de las principales economías avanzadas y está disminuyendo a nivel mundial. Las tasas de desempleo ya están por debajo de los niveles previos a la crisis en la mayoría de las economías avanzadas, y en muchas de ellas son inferiores a los niveles sostenibles estimados. Las encuestas de coyuntura también apuntan a un aumento de las restricciones de recursos, mostrando indicios de escasez de mano de obra, sobre todo de trabajadores altamente cualificados (OCDE, 2018b), así como plazos de entrega más largos por parte de los proveedores (Figura 1.7). Sin embargo, las tasas de participación siguen estando por debajo de los niveles anteriores a la crisis en algunos países, especialmente en los Estados Unidos, y sigue habiendo margen para aumentar las horas trabajadas en otras economías, sobre todo en Europa.

Está previsto que las holguras del mercado laboral se contraigan aún más durante el período proyectado. Se prevé que el firme crecimiento del empleo continúe en la mayoría de las economías durante 2019-20, aunque a un ritmo más lento que en los dos pasados años, con un aumento promedio anual del empleo del 0,9% en el conjunto de la OCDE. Asimismo, se espera que la tasa de desempleo siga disminuyendo en la OCDE hasta el 5% a finales de 2020, casi $\frac{3}{4}$ de punto porcentual por debajo de la tasa estimada de desempleo sostenible a largo plazo. El crecimiento de los salarios está aumentando en la mayoría de las economías de la OCDE, sobre todo en varias economías europeas más pequeñas, donde el rápido crecimiento de la demanda ha dado lugar a tensiones en los mercados laborales. En general, en las economías de la OCDE, se prevé que los salarios reales aumenten en torno al 0,8% anuales en 2019-20, comparado con niveles promedio anuales cercanos al 0,6% en 2017-18.

Existe el riesgo de que el crecimiento de los salarios (u otros costos) sea mayor de lo previsto y agrave las presiones inflacionistas, en vista de cómo se han fortalecido los salarios en ocasiones de manera no lineal a medida que se contraen los mercados de

Figura 1.7. **Las encuestas de coyuntura apuntan a un aumento de las restricciones de la capacidad productiva**



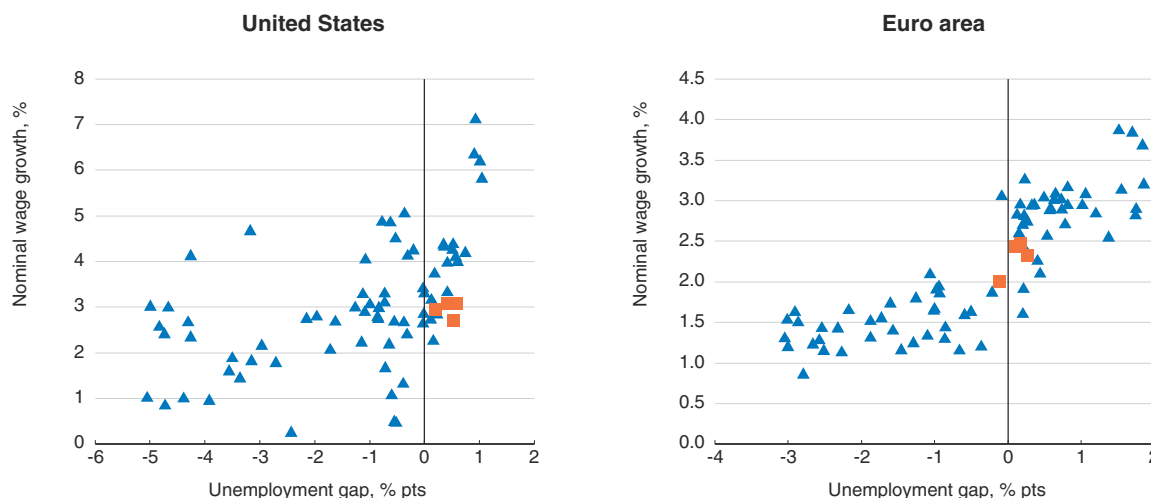
Fuente: National Federation of Independent Business; Comisión Europea; Banco de Japón; Markit; y cálculos de la OCDE.

trabajo (Figura 1.8). Sin embargo, en qué medida este escenario se traslade a los precios dependerá también del comportamiento del crecimiento de la productividad y del grado en que las empresas puedan absorber mayores costos laborales en sus márgenes. El aumento del crecimiento de la productividad laboral contribuiría a compensar el impacto de un crecimiento salarial más rápido y limitaría cualquier incremento de los costes laborales unitarios.

En muchos países, el crecimiento de los salarios reales se ha situado por detrás del crecimiento de la productividad durante cierto tiempo, lo que ha reducido las presiones de los costos laborales, aunque el crecimiento de la productividad ha sido mucho más débil que antes de la crisis. Tal y como se analiza en el Capítulo 2, esta evolución se asocia con la expansión de las cadenas de valor mundiales, los cambios tecnológicos y el aumento de las cuotas de mercado de una serie de empresas con alta productividad, intensivas en capital y poco en mano de obra. Sin embargo, sigue siendo incierto hasta qué punto estos cambios subyacentes pueden plenamente explicar la moderación observada en las presiones sobre salarios y precios agregados.

La inflación medida por el IPC ya se sitúa en niveles cercanos al 2% en la economía avanzada mediana, ayudada por el fuerte crecimiento de los precios de las materias primas durante el pasado año (Figura 1.9, Panel A). La inflación subyacente es más moderada (entre el 1-1¼ por ciento en la economía mediana), pero se prevé que supere el 2% en el segundo semestre de 2020, a medida que se reduzca el excedente de capacidad y aumenten

Figura 1.8. **El crecimiento de los salarios podría repuntar rápidamente a medida que se contraen los mercados laborales**

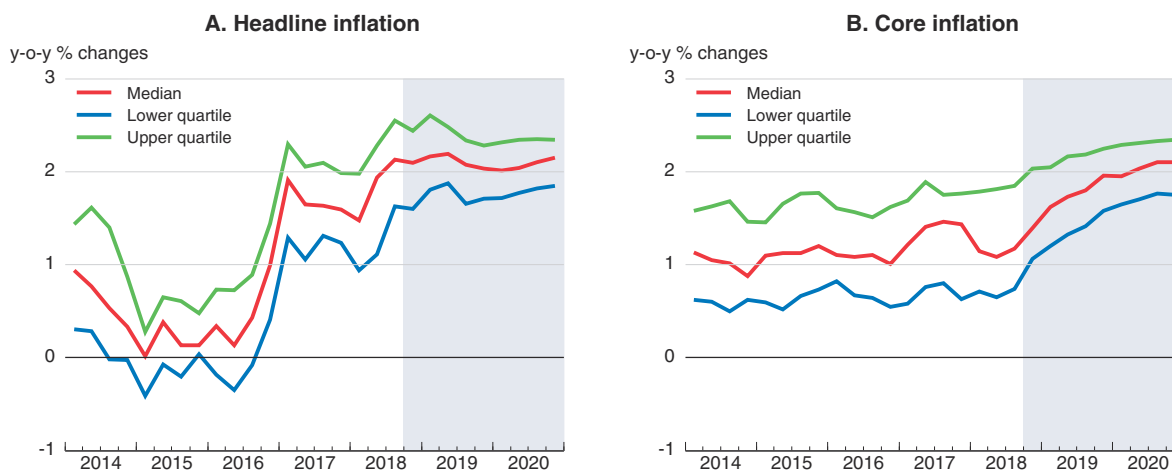


Nota: Crecimiento interanual de los salarios y brecha de desempleo durante 1T2000-4T2004. Los puntos naranjas son las observaciones correspondientes a 2018. La brecha de desempleo se mide como la tasa NAIRU estimada menos la tasa de desempleo real; los salarios reflejan la retribución por empleado.

Fuente: Base de datos de la OCDE Perspectivas Económicas 104; y cálculos de la OCDE.

poco a poco los costos laborales unitarios (Figura 1.9, Panel B). En los Estados Unidos, donde ya aparecieron tensiones en el mercado laborales y los nuevos aranceles se suman a las presiones sobre los precios en algunos sectores, se prevé que la inflación medida por el IPC y la inflación subyacente alcancen máximos ligeramente inferiores al 2½ por ciento. La inflación medida por el IPC está aumentando actualmente en la mayoría de las economías emergentes, como consecuencia de la depreciación de las divisas y de la subida de los precios de las materias primas, pero es probable que se modere a medida que se dejen sentir los efectos de una política monetaria más restrictiva.

Figura 1.9. **Se prevé un aumento moderado de la inflación en las economías avanzadas**



Nota: Se basa en una muestra de 31 economías avanzadas. Los datos de Japón excluyen el impacto del aumento del impuesto sobre el consumo registrado en 2014 y el incremento previsto para octubre de 2019.

Fuente: Base de datos de la OCDE Perspectivas Económicas 104; y cálculos de la OCDE.

Aspectos principales y riesgos

Una intensificación de las restricciones comerciales tendría costes significativos

El aumento de las tensiones comerciales y la incertidumbre sobre las políticas comerciales siguen siendo una fuente importante de riesgo a la baja para la inversión, el empleo y los niveles de vida mundiales. El aumento de las restricciones comerciales reduce el nivel de vida de los consumidores, en particular en los hogares con menores ingresos, e incrementa el costo de producción de las empresas. El incremento en los aranceles de los bienes (y servicios) intermedios puede resultar especialmente costoso si los productos cruzan fronteras varias veces como parte de las cadenas de valor mundiales (OCDE, 2017b).

En la actualidad se han implementado una serie de nuevos aranceles y contramedidas de represalia. No obstante, es posible que nuevas medidas se ejecuten durante los próximos meses (Recuadro 1.1). Aunque el impacto directo en la economía de las políticas comerciales restrictivas impuestas este año apenas está comenzando a notarse, ya son visibles algunos efectos y distorsiones en sectores en los que se han aplicado o anunciado aranceles más elevados. El crecimiento en el volumen de importaciones de mercancías a

Recuadro 1.1. Las restricciones comerciales han aumentado este año

En las principales economías, el número de nuevas medidas comerciales restrictivas ha aumentado en 2017-18, con un alcance sustancialmente mayor que en 2016-17 (OCDE-UNCTAD-OMC, 2018). En particular, gran parte de las nuevas medidas adoptadas han sido implementadas por los Estados Unidos y China con respecto a sus relaciones comerciales bilaterales, con riesgo de que sigan intensificándose en los próximos meses.

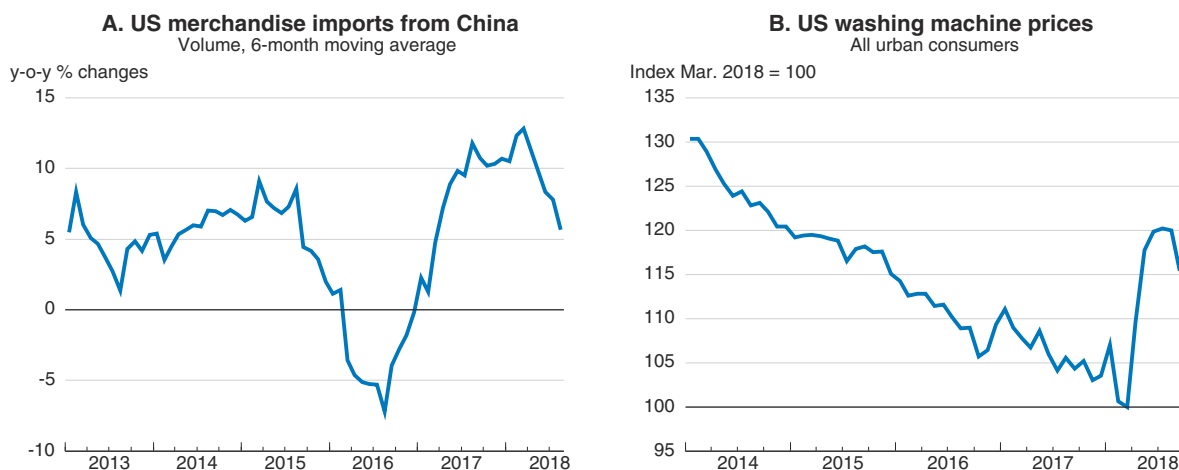
- Los Estados Unidos impuso un conjunto de nuevos aranceles a las importaciones de paneles solares y lavadoras (febrero) y de acero y aluminio (marzo), con algunas exenciones sobre estas últimas. Las importaciones de estos bienes los Estados Unidos se situaron en niveles cercanos a los 60.000 millones de dólares en 2017. Otros países afectados por los aranceles sobre el acero y el aluminio han impuesto otros aranceles a modo de represalia.
- Posteriormente, los Estados Unidos implementó una serie de aranceles adicionales sobre otros productos importados de China. En julio y agosto se aplicaron aranceles del 25% sobre importaciones por valor de 50.000 millones de dólares y en septiembre se impuso un arancel del 10% a otros 200.000 millones de dólares en importaciones; esta última tasa podría aumentar hasta el 25% a partir de enero de 2019. Las proyecciones de referencia utilizadas en este informe incorporan el arancel del 10% a partir de septiembre, pero asumen que el aumento previsto para enero próximo no será aplicado (Anexo 1.1). También existe el riesgo de que se impongan aranceles de hasta el 25% sobre el resto de importaciones estadounidenses de mercancías procedentes de China (cerca de 260.000 millones de dólares en 2017). Eso aumentaría los aranceles a un ancho rango de bienes de consumo, y también a bienes intermedios que eran el principal objetivo de los aranceles introducidos este año.
- A su vez, China ha anunciado un aumento de los aranceles sobre las importaciones por valor de 110.000 millones de dólares procedentes de los Estados Unidos. Esta medida ha sido parcialmente compensada a través de la reducción de los aranceles sobre las importaciones provenientes de otros países. Existe el riesgo de que las medidas adicionales de EE.UU. generen que China aumente aún más los aranceles sobre estas categorías de importaciones procedentes de los Estados Unidos o imponga nuevos aranceles de hasta el 25% sobre el resto de importaciones procedentes de los Estados Unidos (cerca de 40.000 millones de dólares en 2017).
- La UE, Japón y muchas otras economías participan en las cadenas regionales de suministro, incluidos los exportadores de materias primas, también se ven perjudicadas por estos aranceles bilaterales y por los consecuentes efectos de desviación del comercio, particularmente si se impusieran aranceles adicionales a las importaciones de automóviles, camiones y repuestos para vehículos.

los Estados Unidos desde China ha comenzado a disminuir, y los precios domésticos de algunos productos afectados en los Estados Unidos han aumentado drásticamente (Figura 1.10).

Las simulaciones del modelo macroeconómico global NiGEM evidencian los efectos adversos que la subida de los aranceles puede generar en la producción y el comercio mundiales a corto plazo (véase también OCDE, 2018b). Así como también el alcance en la que estos efectos pueden amplificarse si el aumento en las tarifas incrementa el nivel de incertidumbre provocando una ralentización en la inversión a nivel mundial.

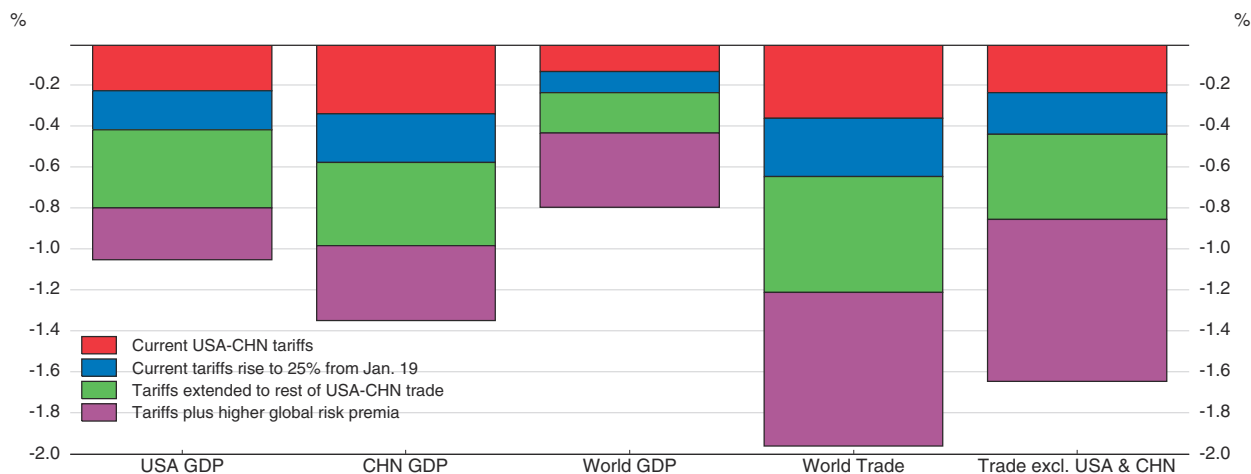
- Los aranceles ya aplicados por los Estados Unidos y China este año frenarán el crecimiento y aumentarán la inflación (Figura 1.11). Para 2020-21, la producción de los Estados Unidos y China podría situarse 0,2%-0,3% por debajo del que habrían conseguido sin estos aranceles, y el comercio mundial podría reducirse en al 0,4%, y el nivel de los volúmenes de importación en los Estados Unidos y China disminuyendo de cerca del 0,75%. Mayores aranceles también incrementan los costos para los productores y los precios para los consumidores. En los Estados Unidos, El índice de precios al consumidor aumenta en torno a 0,2 puntos porcentuales tanto en 2019 como en 2020. Los efectos de los aranceles bilaterales entre los Estados Unidos y China sobre el comercio y el producto de otras economías son relativamente leves, pero negativos. En el largo plazo, otros países deberían beneficiarse de la mejora de su posición competitiva en el mercado estadounidense, pero en el corto plazo el efecto ingreso de la disminución general de la demanda en EE.UU. y China domina el efecto sustitución, y en consecuencia, el crecimiento del comercio y de la producción disminuye en todas las economías.
- Los efectos adversos de estas medidas aumentarían considerablemente si los Estados Unidos incrementa los aranceles sobre 200.000 millones de dólares de importaciones de mercancías procedentes de China al 25% a partir de enero de 2019, además de las medidas de represalia adoptadas por China (Recuadro 1.1). En ese caso, prácticamente se duplicaría el impacto en el PIB de los Estados Unidos y China para 2020 y 2021 (Figura 1.11), con una disminución del comercio mundial cercana al 0.6%. Los precios al

Figura 1.10. **Los aranceles han comenzado a reflejarse en los datos de comercio y de precios de los Estados Unidos**



Fuente: Comisión de Comercio Internacional de los Estados Unidos; Oficina de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos; y cálculos de la OCDE.

Figura 1.11. Los efectos adversos de aranceles más altos podrían intensificarse
Impacto en el PIB y el comercio para 2021, diferencia porcentual con respecto al escenario de referencia



Nota: El primer escenario muestra el impacto de las tarifas impuestas en el comercio bilateral entre China y los Estados Unidos en 2018 hasta el final de septiembre. El segundo escenario muestra el impacto adicional del aumento de los aranceles de los Estados Unidos sobre un total de 200.000 millones de dólares en importaciones procedentes de China del 10% al 25% a partir de enero de 2019 (con una actuación recíproca de China sobre un total de 60.000 millones de dólares en importaciones procedentes de los Estados Unidos). El tercer escenario muestra el impacto adicional si se imponen aranceles del 25% a toda relación comercial bilateral restante no relacionada con materias primas entre China y los Estados Unidos a partir de julio de 2019. El escenario final agrega el impacto de un incremento global de 50 puntos base de la prima de riesgo de inversión que se prolonga durante 3 años antes de progresivamente desaparecer.
Fuente: Cálculos de la OCDE.

consumidor en los Estados Unidos en 2020 se situarían alrededor de un 0,6% más altos que de no haberse aplicado nuevos aranceles.

- También existe el riesgo de que posteriormente se impongan aranceles del 25% sobre todas las importaciones restantes procedentes de China, así como también una imposición del 25% en los aranceles sobre todas las importaciones restantes procedentes de los Estados Unidos por parte de China. (Recuadro 1.1). Bajo este escenario, (se asume que ocurrirá a partir de julio de 2019), los costes a corto plazo son considerablemente más altos y generalizados. El comercio mundial se situaría más de 1% por debajo del escenario de referencia, con volúmenes de las importaciones en los Estados Unidos y China disminuyendo en más de un 2% en 2020 y 2021 (Figura 1.11). En los Estados Unidos, el PIB podría situarse en torno al ¾ por ciento por debajo del escenario de referencia para 2021, con la inversión empresarial reduciéndose de 2% y un aumento de los precios al consumo del 0,9%. Los socios comerciales más cercanos, como Canadá y México, se verían afectados negativamente por la desaceleración en los Estados Unidos, y su PIB se situaría cerca de un ¼ por ciento por debajo del escenario de referencia en 2020 y 2021.
- La aguda incertidumbre referente a las políticas comerciales y la inquietud que genera la imposición de aranceles más robustos sobre un amplio rango de bienes podría negativamente afectar los planes de inversión de las empresas a nivel mundial (Berthou et al., 2018; ECB, 2018). Un aumento de 50 puntos básicos en la prima de riesgo de inversión en todos los países por tres años aumentaría el costo del capital y aumentaría a las consecuencias negativas de las tarifas sobre el producto, con un PIB mundial 0,8% por debajo del punto de referencia en 2021 y el comercio mundial disminuyendo alrededor de 2% (Figura 1.11). inversión caería cerca de un 2¾ por ciento en promedio en

2020-21⁵, con una reducción en la inversión de alrededor de 3¾ por ciento en los Estados Unidos.

- En estas simulaciones, la mayor parte de la carga de los aranceles recae en los consumidores estadounidenses a corto plazo a través de un incremento en los precios. En caso de que los exportadores chinos aplicaran una respuesta de precios más enérgica -reajustando por completo el precio de sus productos en el mercado de EE.UU.- generaría que los exportadores (y a su vez sus proveedores) soportaran el coste de los aranceles. En ese caso, el impacto sobre el crecimiento y la inflación de EE.UU. sería menor, pero los efectos adversos en el crecimiento de China serían mayores debido a las pérdidas por los términos de intercambio.

Estos shocks tienen consecuencias para las políticas macroeconómicas. La medida en la cual la política monetaria reacciona al incremento en las tarifas depende de si solo es un cambio puntual en los precios o de si hay efectos secundarios en los salarios, los precios y las expectativas inflacionarias. Esto es más probable dado que el incremento en los aranceles impacta un amplio rango tanto de bienes de consumo como de bienes intermedios. En todas las simulaciones, la política monetaria en los Estados Unidos está más ajustada que en un escenario sin las respectivas tarifas, y se produce una leve apreciación del dólar estadounidense. En el escenario con doble ronda de imposición de aranceles en 2019, las tasas de interés de política monetaria de los Estados Unidos incrementan alrededor de ½ punto porcentual por encima de la tasa de referencia, lo que permitiría limitar el alcance por el cual un aumento en los costos de importación genera mayores presiones sobre los salarios y los precios. La tasa de cambio efectiva de los Estados Unidos se apreciaría alrededor de un 2%, incrementando la presión sobre las economías emergentes. La depreciación de las monedas de otros países contra el dólar americano también genera presiones en los precios de las importaciones y resulta en un ajuste leve de política monetaria. Los aranceles también generan una fuente de ingresos adicionales para el gobierno-posiblemente de una magnitud del ¼ por ciento del PIB de 2019 de las tarifas impuestas durante este año (incluyendo los aranceles al acero y al aluminio) e incluso más en los escenarios con aranceles adicionales el siguiente año. Sin embargo, este efecto es parcialmente contrarrestado por la caída en la actividad económica.

También cabe esperar que la disminución de la intensidad comercial resultante de la implementación de aranceles más altos genere efectos adversos sobre la productividad y los niveles de vida a medio plazo a través de una menor grado de competencia, menor margen de especialización y una difusión más lenta de las ideas entre las fronteras nacionales (Haugh et al., 2016; Guillemette y Turner, 2018).⁶ Por el contrario, la reducción de los aranceles podría generar beneficios generalizados (OCDE, 2018c). La adopción de medidas adicionales que afecten a las barreras no arancelarias -que en muchos países ya son más elevadas que los aranceles- podrían ampliar el impacto de las restricciones comerciales a muchos sectores adicionales e incrementar los costes en el medio plazo (Recuadro 1.2).

5 Esto corresponde de manera general al efecto pico sobre la inversión de un shock de incertidumbre de una desviación estándar documentado por Caggiano et al (2017).

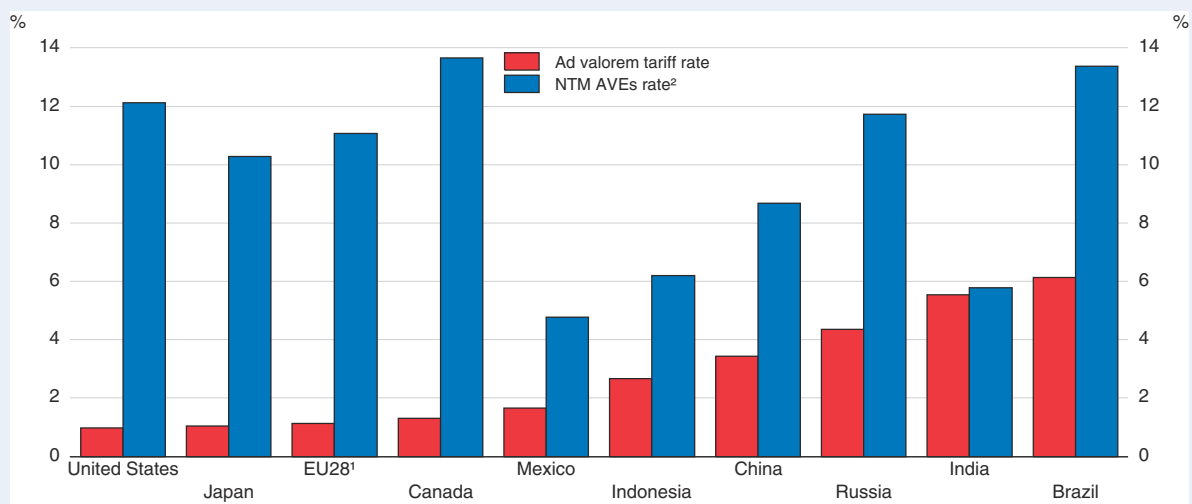
6 Las estimaciones de la OCDE sugieren que una disminución de 4 puntos porcentuales en la apertura comercial reduciría la productividad total de factores (PTF) en torno a un 0,8% tras cinco años, y cerca de un 1,2% después de diez años (Égert y Gal, 2017).

Recuadro 1.2. Medidas no arancelarias y comercio

La expresión "medidas no arancelarias" comprende una amplia gama de políticas en lo que respecta a su finalidad, forma jurídica y efecto económico. En ellas se incluyen todas las medidas de políticas distintas a los aranceles y los contingentes arancelarios que tengan un efecto más o menos directo sobre el precio de los productos comercializados, el volumen de productos comercializados, o ambos. En general, las medidas no arancelarias se derivan de regulaciones nacionales que tienen por objeto superar o reducir los efectos de las imperfecciones del mercado, como por ejemplo aquellas relacionadas con las externalidades negativas, las asimetrías de información y los riesgos para la salud humana, animal o vegetal. También tienden a incrementar los costes comerciales y de producción y pueden influir, de forma positiva o negativa, en el desarrollo de nuevas tecnologías o métodos de producción.

Las estimaciones recientes de la OCDE sobre los equivalentes ad valorem de las medidas no arancelarias muestran que, en la mayoría de las economías, los niveles actuales de medidas no arancelarias son más del doble que los de los aranceles (Figura 1.12). Por lo tanto, el comercio internacional de bienes y servicios puede verse fuertemente afectado -tanto positiva como negativamente- por las medidas no arancelarias. Sin embargo, dado que estas medidas no arancelarias pueden tener efectos positivos y negativos en el comercio, no resulta práctico esperar que los gobiernos eliminen las medidas no arancelarias de la misma forma que lo harían en el caso de los aranceles. Por ejemplo, el etiquetado obligatorio para abordar las asimetrías de información puede incrementar los costos de las empresas, pero al mismo tiempo aporta un sello de calidad, fortaleciendo la confianza de los consumidores en los productos extranjeros.

Figura 1.12. Estimaciones de aranceles y medidas no arancelarias para una serie de economías



1. Excluye las relaciones comerciales al interior de la Unión Europea.
2. Incluye 4 tipos de medidas no arancelarias: medidas sanitarias y fitosanitarias, obstáculos técnicos al comercio, medidas de control fronterizo y restricciones cuantitativas.

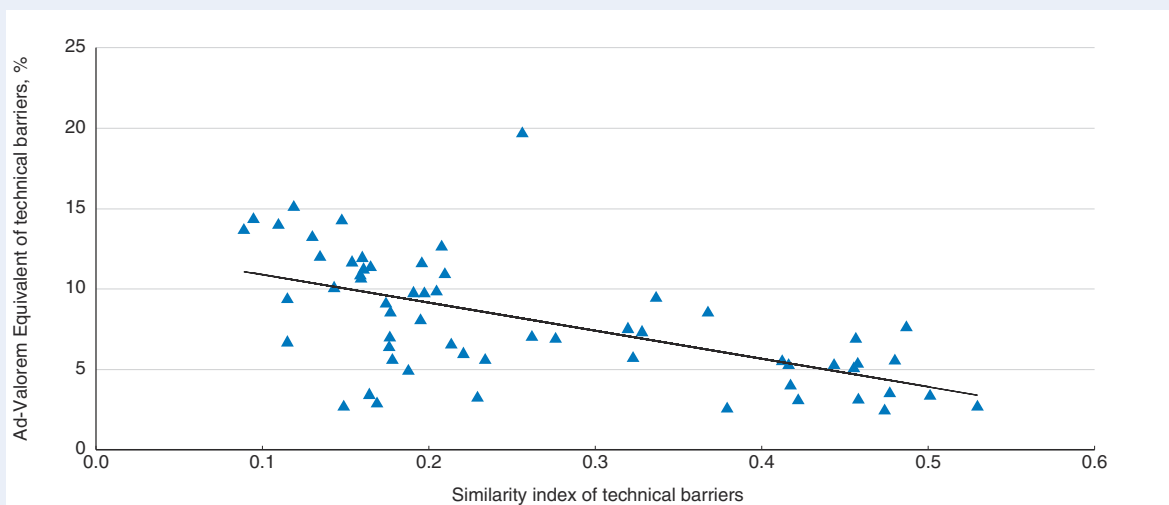
Fuente: Los datos sobre los aranceles se obtienen de la base de datos del modelo METRO. Las estimaciones de las medidas no arancelarias son de Cadot et al. (2018), "Estimating Ad Valorem Equivalents of Non-Tariff Measures: Combining Price-Based and Quantity-Based Approaches", *OECD Trade Policy Papers*, No. 215.

No obstante, existe margen para incrementar el comercio internacional mediante la reducción de los costos de las medidas no arancelarias, al tiempo que se permite a los gobiernos cumplir con sus objetivos, los cuales podrían ser potencialmente compartidos entre países. Con frecuencia, la aplicación de diferentes normas o métodos asociados a las medidas regulatorias aumenta los costes de las empresas que desean acceder a más de un mercado. Estos costes pueden hacer referencia a diferentes requisitos de productos y producción, evaluaciones de conformidad y requisitos de certificación o de información para entrar en un nuevo mercado. Estos requisitos pueden ser especialmente onerosos para las MIPYMES (micro, pequeñas y medianas empresas), para las que el coste de recopilación de la información necesaria puede ser desproporcionadamente alto.

Recuadro 2. **Medidas no arancelarias y comercio** (cont.)

Existe un conjunto creciente de pruebas, incluidas las estimaciones recientes de la OCDE, que sugieren que al reducir la heterogeneidad regulatoria se reducen los costes comerciales (OCDE, 2017c, Cadot et al., 2018). Usando una medida de distancia regulatoria entre socios comerciales, Cadot et al. (2018) muestran que los equivalentes ad valorem estimados para varias medidas no arancelarias tienden a ser más altos cuando las diferencias en regulaciones son más pronunciadas (Figura 1.13). En consecuencia, existe margen para reducir los costes comerciales a través de la reducción en las diferencias regulatorias, lo cual incluye a través de diversas vías de cooperación internacional en materia de regulación. Los costes y beneficios de incrementar la cohesión y reducir la heterogeneidad regulatoria también se han identificado en los trabajos en curso sobre los Acuerdos Comerciales Preferenciales. Esta evidencia muestra un impacto sólido y positivo en los flujos comerciales bilaterales cuando los países cooperan en cuestiones como las medidas sanitarias y fitosanitarias y los obstáculos técnicos al comercio.

Figura 1.13. **Efectos sobre los precios y similitud regulatoria entre socios comerciales**



Nota: La similitud regulatoria se mide puntuando si una pareja de países tiene la misma medida en un producto determinado con una clasificación a 6-dígitos en el sistema armonizado (índice = 1) o no (índice = 0). El puntaje posteriormente se agregó y se normalizó con arreglo a un número comprendido entre cero y uno.

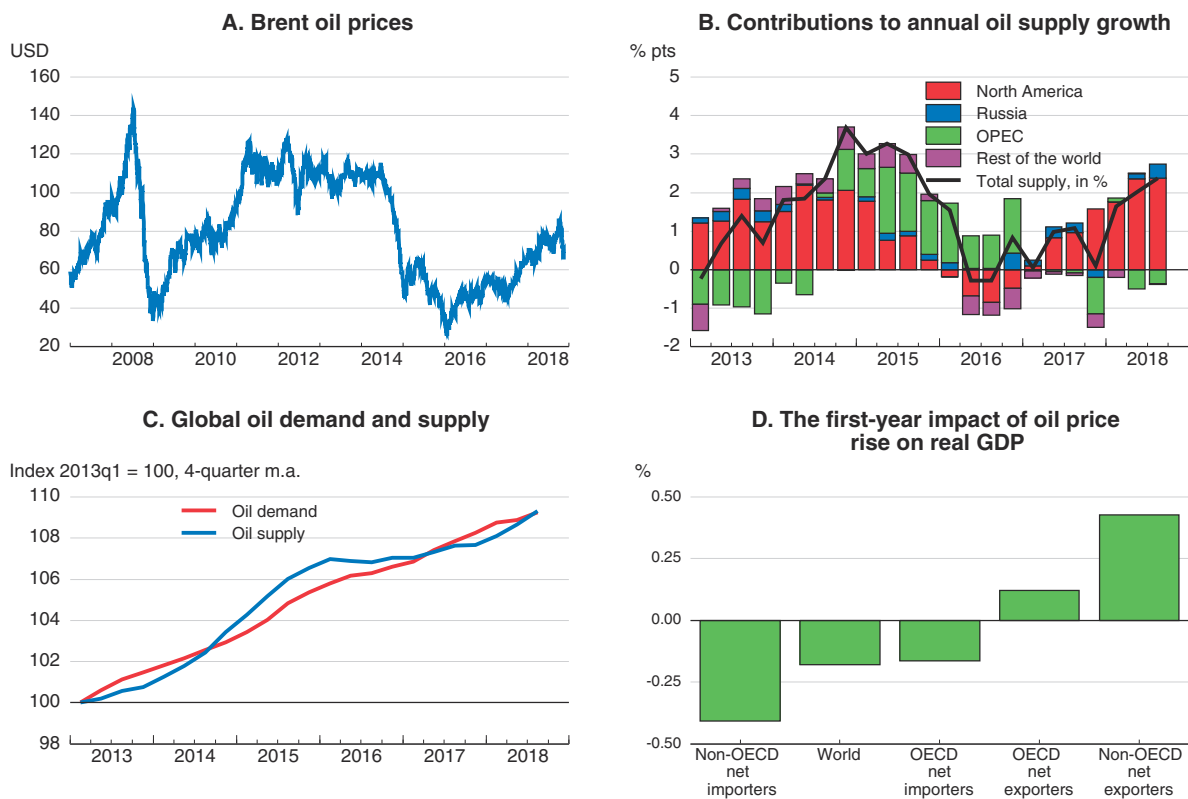
Fuente: Cadot et al. (2018), "Estimating Ad Valorem Equivalents of Non-Tariff Measures: Combining Price- Based and Quantity- Based Approaches", *OECD Trade Policy Papers*, No. 215.

Un aumento de los precios del petróleo sigue siendo un riesgo a la baja

A pesar del acentuado incremento en la producción estadounidense y rusa, los precios del petróleo continúan al alza desde principios de año, impulsados principalmente por el constante crecimiento de la demanda, las alteraciones del suministro en Venezuela y las incertidumbres en torno al impacto en la producción iraní ante las sanciones estadounidenses (Figura 1.14, Paneles A y B). Mientras la OPEP y algunos productores ajenos a esta organización acordaron en mayo reducir las restricciones por el lado de la oferta, la capacidad del excedente de oferta ha disminuido considerablemente, dejando el mercado del petróleo en una posición vulnerable ante alteraciones significativas en la oferta que puedan ejercer mayor presión sobre los precios en el corto plazo (Figura 1.14, Panel C).

El aumento de los precios del petróleo reasigna los ingresos entre los productores y los consumidores de petróleo. Incrementos en los precios del crudo eleva los costes de producción y empuja al alza los precios al consumidor en todas las economías, pero los países productores deberían beneficiarse del estímulo en la inversión en el sector petrolero

Figura 1.14. **Alteraciones en la oferta podrían aumentar el precio del petróleo generando un impacto negativo en la actividad económica mundial**



Nota: En el panel D, los resultados proceden del modelo NiGEM, basados un aumento de los precios del petróleo de 20 dólares por barril, a partir de 2019. En Canadá también se aplica un shock negativo en la prima de riesgo de inversión durante dos años para reflejar mejor el impulso de la inversión en el sector petrolero que es probable que produzca dicho shock. El grupo de importadores netos de la OCDE incluye la zona del euro, Australia, República Checa, Hungría, Japón, Corea, México, Nueva Zelanda, Polonia, Suecia, Suiza, Reino Unido y los Estados Unidos. El grupo de exportadores netos de la OCDE incluye a Canadá, Dinamarca y Noruega. El grupo de importadores netos no pertenecientes a la OCDE incluye a Brasil, China, India, Indonesia y Sudáfrica. El grupo de exportadores netos no pertenecientes a la OCDE incluye a Rusia y los grupos regionales del modelo NiGEM de África, Oriente Medio y los países de la CEI. Los grupos de países se ponderan juntos utilizando PPA.

Fuente: OCDE, principales indicadores económicos (base de datos); Thomson Reuters; AIE, servicio mensual de datos sobre el petróleo; y cálculos de la OCDE.

y del incremento de los ingresos en las exportaciones. Sin embargo, se espera que el impacto neto del aumento de los precios del petróleo en la actividad mundial sea negativo, ya que la propensión al consumo de los importadores de petróleo suele ser mayor que la de los productores.

Las simulaciones del modelo macroeconómico NiGEM muestran las consecuencias de una subida del precio del petróleo de 20 dólares por barril a partir de 2019 y durante cinco años. Se asume que la política monetaria y las tasas de cambio reaccionan de forma endógena. Este tipo de shocks afectan al comercio, reduciendo los volúmenes comerciales en todo el mundo en un 1% para 2020. El producto mundial también se reduce en 2019 y 2020, con impactos heterogéneos en los distintos países (Figura 1.14, Panel D):

- En los países importadores netos de petróleo, el aumento de los precios del petróleo sopesa la inversión, el consumo y los volúmenes de exportación. El impacto es mayor en los países importadores netos de petróleo que no son miembros de la OCDE, ya que la

energía ocupa un lugar más destacado en las cestas de consumo y en sus métodos de producción.

- En los Estados Unidos, que sigue siendo un importador neto de petróleo, la subida de precios genera un efecto negativo en la producción, ya que la transmisión de los precios del petróleo al consumidor y a la producción es relativamente importante en la economía. Sin embargo, las simulaciones de los modelos podrían subestimar el impulso a corto plazo de la inversión en petróleo de esquisto bituminoso que podría generarse por la subida de los precios del petróleo.
- Los países exportadores netos de petróleo se benefician del aumento de los precios a través del incremento de sus ingresos fiscales y de las exportaciones. El impulso de la actividad es especialmente importante en las economías exportadoras netas de petróleo ajenas a la OCDE, ya que están en promedio menos diversificadas que los países de la OCDE, y su sector petrolero tiene un mayor peso en la economía.
- La inflación también aumentaría sustancialmente en el primer año tras un shock de los precios del petróleo, alrededor de $\frac{1}{4}$ punto porcentual en las economías de la OCDE y 0,4 puntos porcentuales en los países ajenos a la misma.

Algunos estudios sugieren que las fluctuaciones en los precios del petróleo también pueden afectar las expectativas inflacionarias de los hogares y los mercados (Coibion y Gordnichenko, 2015). De hecho, la caída del precio del petróleo entre 2014 y 2016 coincidió con una disminución de las expectativas de inflación a largo plazo basadas en el mercado durante ese mismo período. Esto suscita preocupaciones por el posible impacto a largo plazo del alza en los precios del petróleo durante el último año sobre las expectativas de inflación. Sin embargo, la correlación podría deberse a factores subyacentes comunes. Es importante distinguir entre incrementos en el precio del crudo "inducidos por la oferta" y los "inducidos por la demanda". Algunos estudios empíricos han mostrado que solo los últimos generan un impacto significativo en las expectativas de más largo plazo (Perez-Segura and Vigfusson, 2016; Conflitti and Cristadoro, 2018), lo cual es consistente con la teoría de que incrementos en los precios inducidos por la oferta constituyen una carga negativa para la actividad económica, lo que en consecuencia podría reducir las expectativas inflacionarias de más largo plazo.

Resurgen las vulnerabilidades financieras

Persisten los riesgos de contracción repentina de las condiciones financieras

El aumento en las tasas de interés y la disminución de los precios de los activos son procesos normales de ajuste durante la contracción de la política monetaria. Sin embargo, los incrementos asociados a la volatilidad podrían plantear riesgos para la estabilidad financiera, ya que las correcciones de los precios de los activos podrían ampliarse y repartirse entre diferentes clases de activos y países, lo que pondría de manifiesto las vulnerabilidades. En la actualidad, estos riesgos son elevados. La política monetaria de las principales economías de la OCDE se ha adaptado fácilmente durante un largo período de tiempo, lo cual ha mantenido en niveles bajos la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo, a pesar de las recientes subidas en algunos países, potenciando la toma de riesgo.

Si bien los recientes esfuerzos de reformas han hecho que el sistema bancario sea más resiliente a los shocks, algunos riesgos se han trasladado a las instituciones financieras no bancarias, incluidos los fondos de pensiones, se han vuelto más vulnerables a los incrementos de tipos de interés, ya que han adquirido deuda de mayor riesgo y

vencimientos más largos. Los fondos de inversión y los fondos cotizados, que han experimentado un fuerte crecimiento en los últimos años, están expuestos a riesgos comparables a los episodios de pánico bancario, ya que ofrecen derechos líquidos sobre activos subyacentes ilíquidos, lo cual tiene consecuencias para el conjunto de la estabilidad financiera (Chen et al., 2010; FMI, 2015). Las compañías de seguros de vida, sobre todo en la Unión Europea, han acumulado posiciones largas en swaps de tipos de interés para cubrir los riesgos de tipos de interés inherentes a los contratos de seguros (ESRB, 2015). Un fuerte aumento de las tasas de interés generaría pérdidas en los activos proporcionados como colateral y desencadenaría nuevas exigencias de márgenes de garantía en los swaps de tipos de interés, lo que podría obligar a las compañías a vender activos crediticios y propagando este shock a otras clases de activos. Los mercados de derivados extrabursátiles son ahora más transparentes pero se ha potenciado la función de los servicios de compensación central y las contrapartes centrales pueden ahora agravar la volatilidad de los mercados (Heller y Vause, 2012; OCDE, 2017a).

La tensión financiera se ha intensificado en muchas economías emergentes, pero en diferentes grados

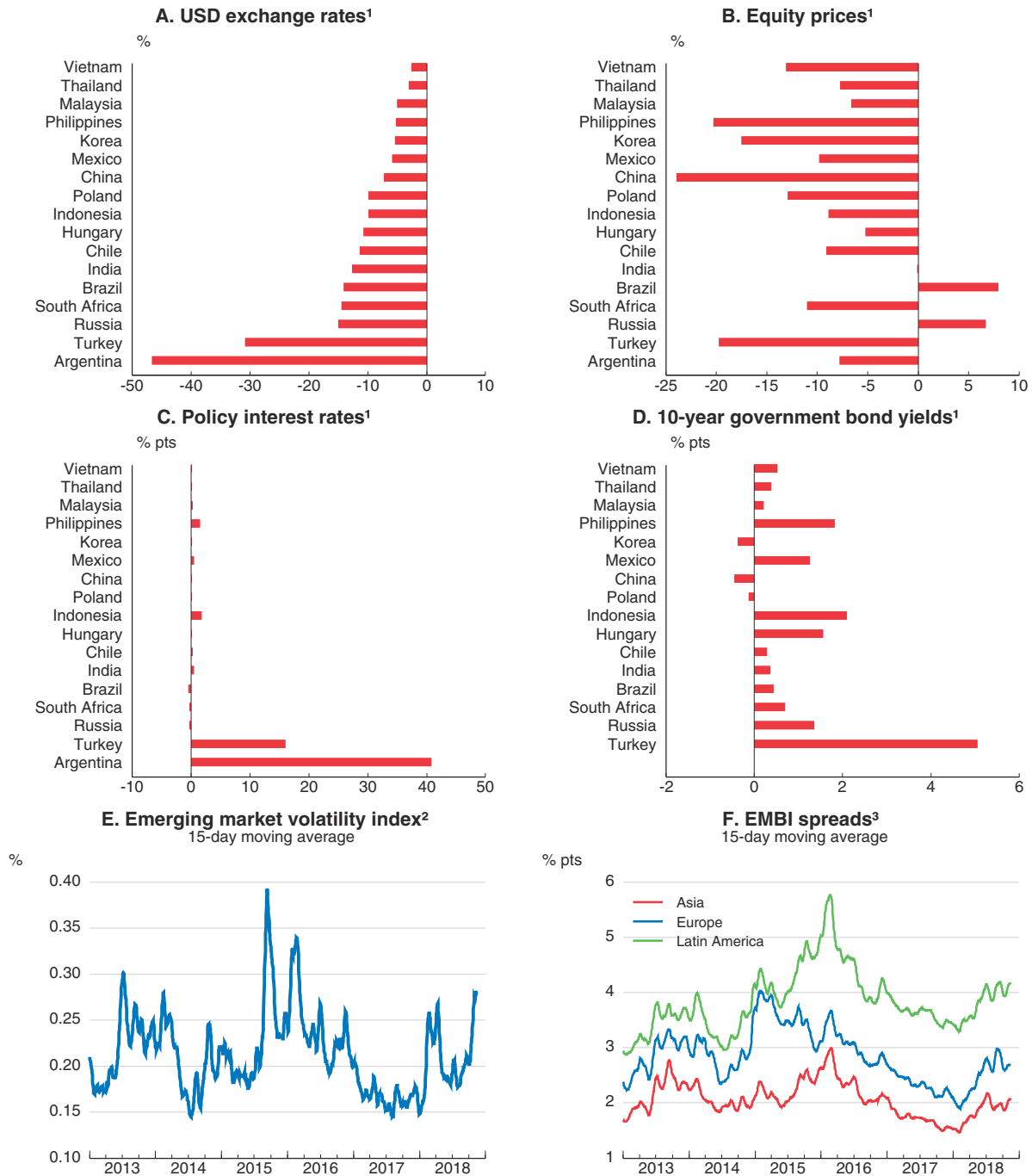
Argentina y Turquía han estado experimentando graves turbulencias financieras (Figura 1.15). El aumento de las tensiones en estas economías, en el contexto de la normalización de la política monetaria de EE.UU. y de factores idiosincrásicos internos, provocaron un cambio repentino en la confianza de los mercados hacia las economías emergentes y ha incitado la salida de capitales. Sin embargo, los reajustes de precios en los activos financieros y la reacción de la política monetaria de otras economías emergentes han sido más ordenados y menos generalizados, lo cual refleja en gran medida las diferencias en los fundamentales (Figuras 15 y 18).⁷

Las tensiones financieras de Argentina y Turquía no implican necesariamente riesgos sistémicos para la economía mundial, dado el alcance de los vínculos comerciales y financieros transfronterizos con otros países (Figura 1.16). El riesgo de contagio podría ser más relevante si se produjera un deterioro más generalizado en la confianza de los inversores. Por ejemplo, un aumento persistente de las primas de riesgo de inversión de 100 puntos básicos en las economías emergentes podría reducir el PIB en alrededor de ½ por ciento en los próximos dos años en las grandes economías emergentes (Figura 1.17). Esto generaría un pequeño impacto en los países de la OCDE, pero los países con grandes exposiciones a las economías emergentes podrían verse afectados de forma más sustancial.

Las economías emergentes siguen expuestas a un nuevo cambio repentino en la confianza de los mercados particularmente si se produce una normalización de la política monetaria en las economías avanzadas más rápida de lo previsto. Los efectos de estos shocks dependerían de su magnitud y duración, así como de los fundamentales económicos y las presiones políticas de las economías afectadas. Es probable que los países con grandes déficits presupuestarios y de cuenta corriente, escasas reservas de divisas y una gran proporción de deuda denominada en moneda extranjera se encuentren especialmente expuestos (Figura 1.18). La deuda exterior y la deuda pública han

7 Han aumentado los diferenciales de rendimiento de los bonos del Estado en las economías emergentes con respecto a los bonos estadounidenses, pero se mantienen por debajo de los recientes máximos registrados a finales de 2015 y principios de 2016. Los precios de las acciones han disminuido en la mayoría de las economías y su volatilidad ha aumentado.

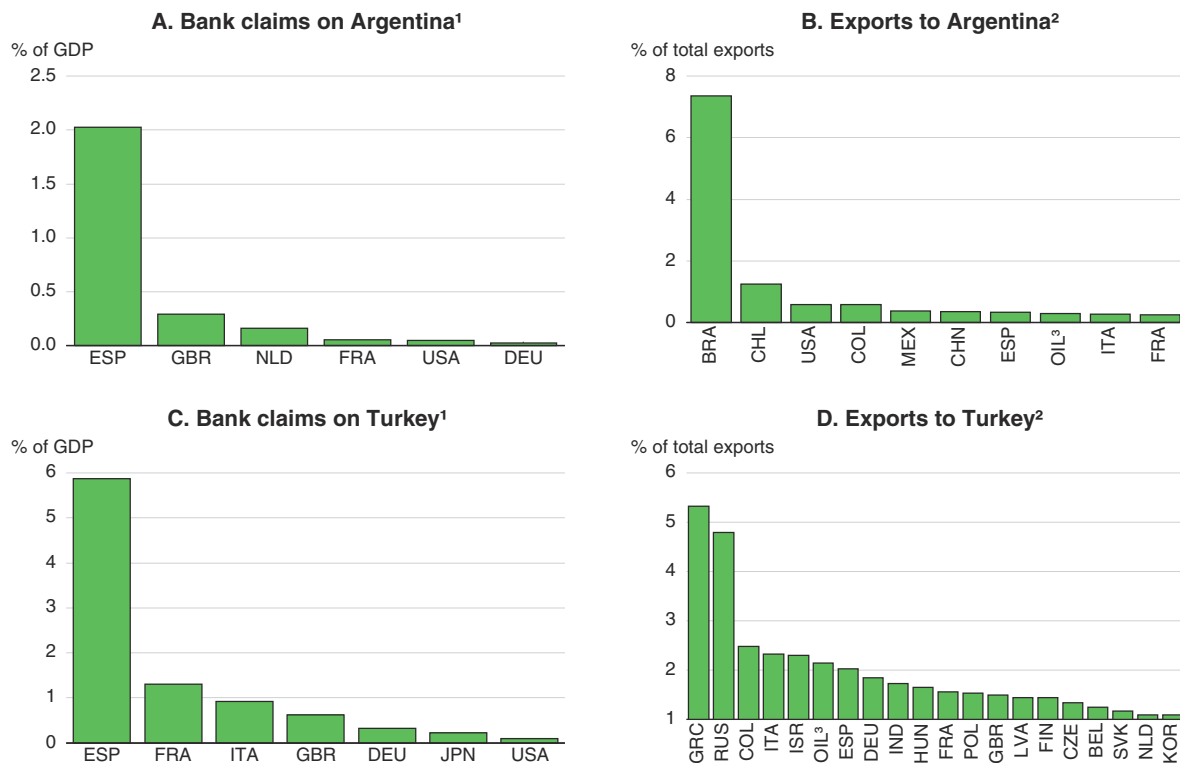
Figura 1.15. Las tensiones financieras han aumentado en las economías emergentes



- Variación de los promedios entre enero y mediados de noviembre de 2018 (tipos de interés oficiales al cierre de mes). En el caso de Argentina no se dispone de datos sobre los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años.
- Los índices de volatilidad de los mercados de valores miden un rango simétrico esperado de movimientos derivados de las opciones en el índice de mercados emergentes MSCI iShares en las economías emergentes.
- EMBI significa J.P. Morgan Emerging Market Bond Index (índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan), que mide el diferencial de los rendimientos entre los bonos del Estado de las economías emergentes denominados en dólares estadounidenses y los títulos del Tesoro de los Estados Unidos.

Fuente: Thomson Reuters; y cálculos de la OCDE.

Figura 1.16. **Las exposiciones a riesgos financieros y comerciales de Argentina y Turquía son leves**



Nota: Los porcentajes del PIB/exportaciones totales hacen referencia al PIB/exportaciones totales de cada país.

1. Calculado con base al riesgo final.

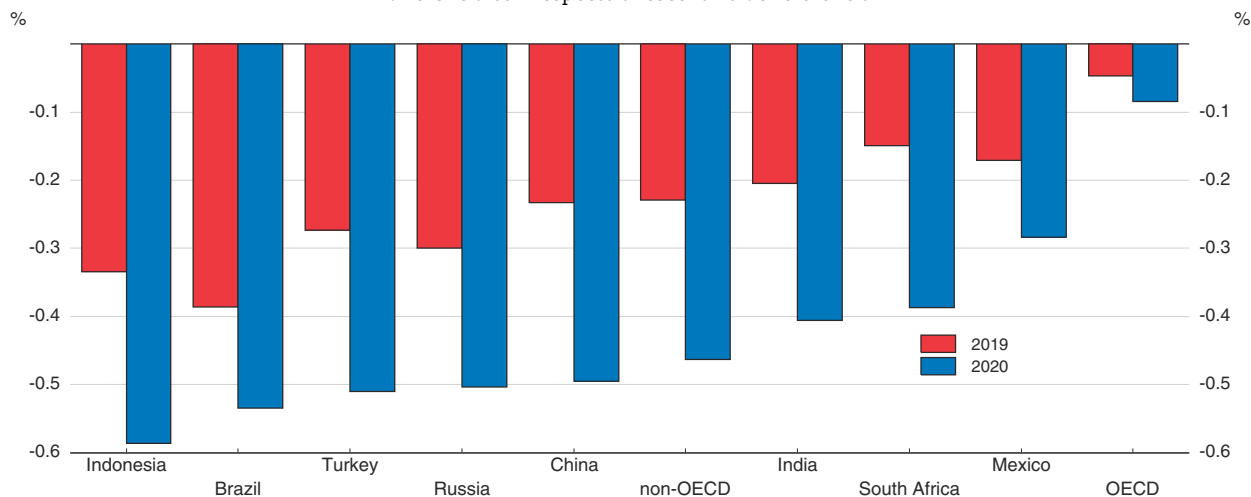
2. Estimaciones de la OCDE sobre el comercio bilateral de bienes y servicios en 2016.

3. Países productores de petróleo incluyen Algeria, Angola; Azerbaiyán; Bahrein, Brunei, Chad, República de Congo, Ecuador, Guinea Ecuatorial, Gabón, Irán, Iraq, Kazakstán, Kuwait, Liberia, Nigeria, Omán, Qatar, Sudan, Timor-Leste, Trinidad y Tobago, Turkmenistán, Emiratos Árabes Unidos, Venezuela y Yemen.

Fuente: Banco de Pagos Internacionales; OCDE, Base de datos de la OCDE Perspectivas Económicas 104; y cálculos de la OCDE.

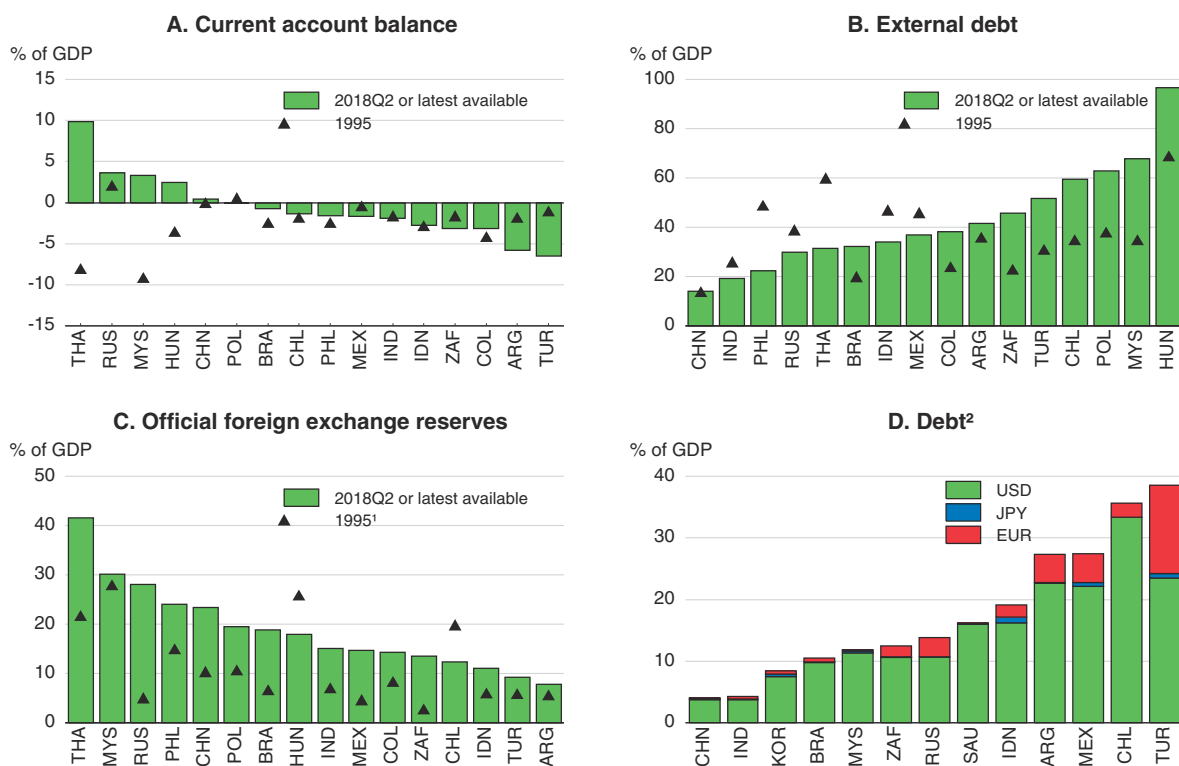
Figura 1.17. **Efecto en la producción del aumento de las primas de riesgo en las economías emergentes**

Impacto en el PIB de un aumento de 100 puntos básicos en las primas de riesgo de inversión en todas las economías emergentes; diferencia con respecto al escenario de referencia



Fuente: Cálculos de la OCDE.

Figura 1.18. Los fundamentos varían entre las economías emergentes



1. Los datos se refieren al año 2000 para Malasia y 1998 para las Filipinas..

2. Deuda de deudores no bancarios en forma de préstamos bancarios y títulos de deuda denominados en moneda extranjera en el segundo trimestre del 2018

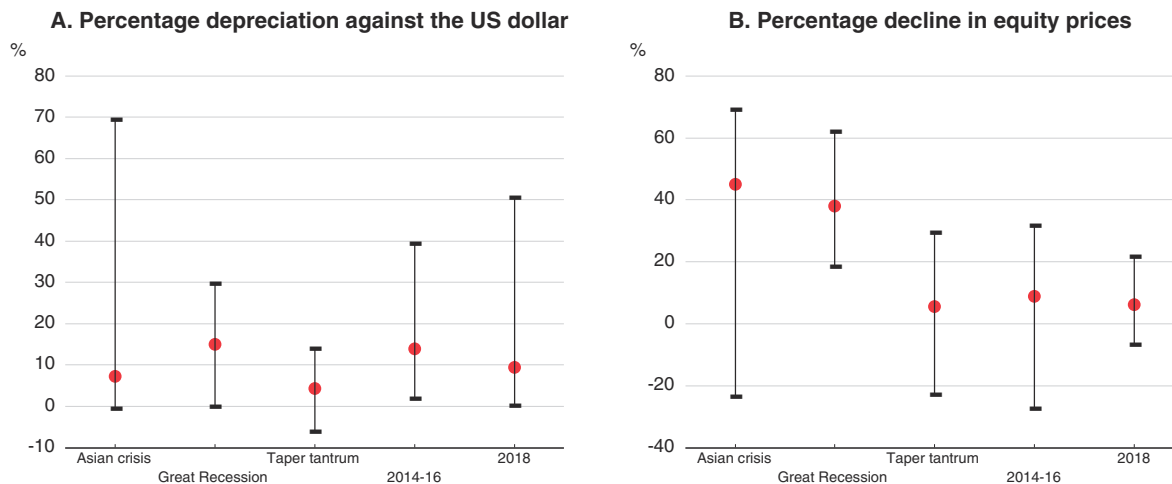
Fuente: Base de datos de la OCDE Perspectivas Económicas 104; FMI, base de datos de Perspectivas Económicas Mundiales; Banco de Pagos Internacionales, base de datos de Indicadores Mundiales de Liquidez, Estadísticas Trimestrales de la Deuda Externa del Banco Mundial; y cálculos de la OCDE.

incrementado desde mediados de los años noventa (en relación con el PIB) en muchas economías emergentes, con la excepción de algunas economías asiáticas y de Rusia, pero sus condiciones económicas y financieras han mejorado en muchos otros aspectos. Las economías emergentes tienen una inflación mucho más baja, mejores saldos exteriores, mayores reservas de divisas, mercados financieros más desarrollados y tasas de cambio más flexibles. Estos dos últimos aspectos pueden ayudar a explicar la caída en el valor de la mediana en los precios de las acciones durante los recientes episodios de turbulencias en comparación con la crisis asiática, así como la depreciación mediana, levemente mayor, experimentada durante el denominado "taper tantrum" y los episodios de 2018 en comparación con las reacciones registradas a finales de los 90 (Figura 1.19). Asimismo, las economías emergentes se han ajustado a una depreciación significativa y prolongada de los tipos de cambio durante 2014-16 (Figura 1.19).

Los riesgos de ralentización en China han aumentado y la disyuntiva entre mantener un alto crecimiento y preservar la estabilidad persiste

El crecimiento en China ha disminuido durante 2018, en el marco de unas condiciones regulatorias más estrictas sobre el sistema bancario paralelo (provocando un menor crecimiento de la financiación social), un proceso de aprobación más riguroso para las inversiones de los gobiernos locales y unos nuevos aranceles sobre las exportaciones

Figura 1.19. **Cambios en las condiciones financieras de las economías emergentes durante turbulencias recientes y anteriores**



Nota: El punto indica el valor mediano y las barras el rango de los países de la muestra. La crisis asiática hace referencia a los cambios producidos entre los mínimos registrados en junio-julio de 1997 y los máximos de enero-septiembre de 1998; la Gran Recesión hace referencia a los cambios producidos entre julio de 2007 y los máximos registrados en noviembre de 2008-marzo de 2009; el denominado "taper tantrum" hace referencia a los cambios producidos entre los mínimos registrados en marzo-abril de 2013 y los máximos de septiembre de 2013-febrero de 2014; 2014-16 hace referencia a los cambios producidos entre los mínimos registrados en mayo-agosto de 2014 y los máximos de noviembre de 2015 y enero de 2017; y 2018 hace referencia a los cambios registrados entre enero y septiembre de 2018. Con arreglo a los siguientes países: Argentina, Brasil, Chile, China, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Vietnam.

Fuente: Thomson Reuters; y cálculos de la OCDE.

chinas a los Estados Unidos. Este último aspecto ha afectado negativamente al precio de las acciones, a la producción industrial y en conjunto con la reducción de la brecha de tipos de interés con los Estados Unidos, al tipo de cambio del renminbi (Figura 1.15). Las autoridades han comenzado a anunciar nuevas medidas de estímulo, además de los recortes tributarios ya previstos, incluidas medidas para relajar las condiciones financieras por parte del Banco Central. El Banco Popular de China ha declarado que no utilizará la política de tasa de cambio para hacer frente a las tensiones comerciales u otras cuestiones exteriores. Sin embargo, la percepción de que la moneda local se utilice con esos fines podría incitar a otros países de la región a proceder de esta forma con el fin de mantener la competitividad comercial de los países, lo que conllevaría a posibles fricciones comerciales. La depreciación del renminbi compensa en parte a los exportadores que se enfrentan al aumento de los aranceles en los Estados Unidos, pero puede incrementar los desafíos a los competidores, especialmente a los otros países de Asia.

Unas condiciones financieras más leves pueden contribuir a un mayor crecimiento del crédito y a limitar la ralentización del crecimiento del PIB. Sin embargo, esto podría agravar los riesgos para la estabilidad financiera y retrasar el desapalancamiento necesario del sector empresarial, lo que aumentaría el riesgo de una ralentización económica significativa más adelante. El crédito a las entidades no financieras ha comenzado a disminuir ligeramente, pero aún se mantiene en un nivel elevado (en torno al 160% del PIB) tras un prolongado período de rápido crecimiento. En el lado positivo, las autoridades han comenzado a supervisar los umbrales de deuda de las empresas estatales, contribuyendo potencialmente a limitar su endeudamiento. Además, ha disminuido el crecimiento de los activos del sistema bancario paralelo (entrusted loans o préstamos entre empresas, trust

loans o préstamos ofrecidos por el sector informal y bankers' acceptances o aceptaciones bancarias). Del mismo modo, un estímulo fiscal adicional podría contribuir a mantener el crecimiento de la demanda, pero limitaría el margen de maniobra de los estímulos fiscales en caso de que se produjera una fuerte desaceleración económica. Además, si la ralentización fuera de carácter estructural, las políticas de estímulo podrían resultar ineficaces de no estar bien definidas.

Una desaceleración mucho más pronunciada de lo previsto en las proyecciones de referencia en el crecimiento del PIB chino tendría importantes consecuencias adversas para el crecimiento mundial, especialmente si afecta la confianza de los mercados financieros (OCDE, 2015; OCDE, 2018d). Una disminución de 2 puntos porcentuales en la tasa de crecimiento de la demanda interna de China durante dos años podría reducir el crecimiento anual del PIB en un promedio de $\frac{1}{4}$ punto porcentual en Japón, Asia oriental y en los exportadores de materias primas durante estos años. En general, el crecimiento del PIB mundial disminuiría en cerca de unos 0,3 - 0,4 punto porcentual por año. El impacto estaría por encima del doble si el shock de la demanda estuviera acompañado por un descenso significativo de los precios de los activos en todo el mundo y de un aumento de las primas de riesgo, incluso cuando la caída en los precios de las materias primas actúan como amortiguación (OCDE, 2015).

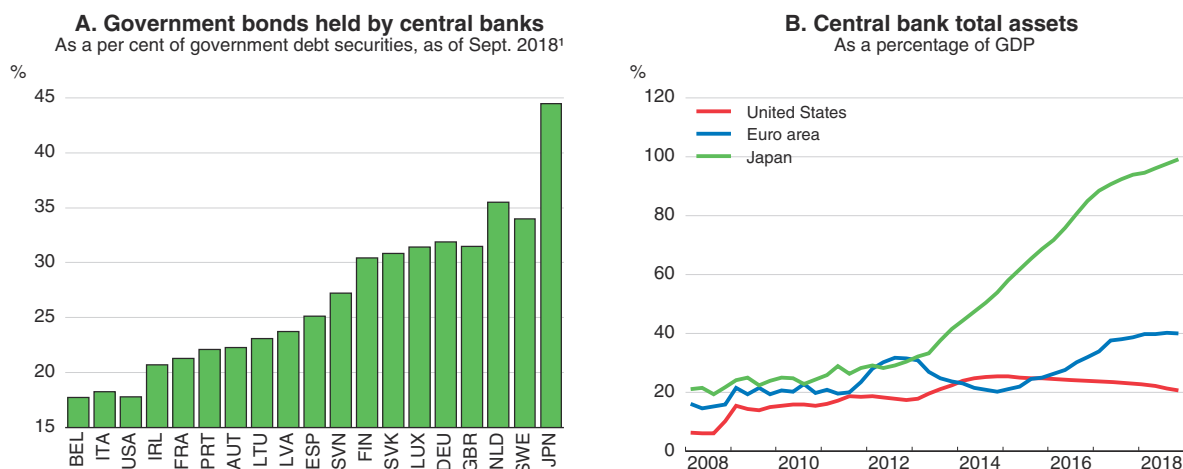
Requisitos de políticas

Las políticas macroeconómicas deben mantener la expansión económica mundial, minimizar la acumulación de vulnerabilidades financieras y garantizar un apoyo suficiente de las políticas adoptadas en caso de desaceleración económica en el futuro. Esto exige una reducción gradual del apoyo de las políticas monetarias y fiscales, aunque a ritmos diferentes en las distintas economías, además de reformas de políticas ambiciosas por el lado de la oferta para fortalecer las perspectivas de crecimiento a mediano plazo y fomentar las oportunidades para todos. Una supervisión y regulación financiera adecuada, incluyendo una mejor implementación de las políticas macroprudenciales podrían mitigar algunas de las consecuencias negativas que surgen del logro de estos objetivos.

Requisitos de políticas monetarias y financieras

Como resultado de la diferente evolución de la inflación, el desempleo y el producto en las economías avanzadas, las políticas monetarias de estos países han sido divergentes y se prevé que lo sean aún más:

- En los Estados Unidos, la normalización de la política monetaria debe continuar según lo previsto, dado el fuerte crecimiento a corto plazo, y la probabilidad de que se produzcan presiones inflacionarias a mediano plazo debido al bajo nivel de desempleo, incluso después de que disminuya la relajación fiscal. La Reserva Federal ya ha aumentado el tipo de interés oficial en 200 puntos básicos desde finales de 2015, situándolo en el techo del rango objetivo de la tasa de fondos federales a 2,25%, y ha comenzado a reducir gradualmente sus tenencias de deuda pública y de agencias de títulos hipotecarios (Figura 1.20). Base a las proyecciones analizadas anteriormente, deberían mantenerse estas medidas con el fin de situar el límite superior del rango de la tasa de fondos federales a 3½ por ciento para finales de 2019 y, posteriormente, mantenerlo sin cambios durante 2020 siempre y cuando las presiones inflacionarias se estabilicen. Dado que para 2020 se habrá avanzado en la reducción de los activos financieros anteriormente acumulados, la Reserva Federal deberá comunicar su nivel normal previsto de activos

Figura 1.20. **Varios bancos centrales mantienen un gran volumen de deuda pública nacional**

1. En el caso de los Estados Unidos, títulos del Tesoro negociables, excluidas letras del Tesoro, mantenidos por la Reserva Federal como proporción de valores del Tesoro negociables en circulación, excluidas letras del Tesoro, a valor de mercado. En el caso del Reino Unido, tenencias del programa de compra de activos, como proporción de bonos en circulación (bonos convencionales), a valor de mercado. En el caso de Japón, bonos del Estado mantenidos por el Banco de Japón, como proporción de valores del Tesoro en circulación, excluidas letras del Tesoro descontadas e incluidos los bonos FILP, a valor de mercado. En el caso de los países de la zona del euro, compras netas acumuladas de bonos del Estado en el programa de compra de valores del sector público (PSPF) del Eurosistema, a valor contable, como proporción de los bonos del Estado generales en circulación, a valor nominal. En el caso de Suecia, compras previstas de bonos del Estado (338.74 millones de coronas para el 15 de julio de 2018) como proporción de los bonos del Estado en circulación emitidos en coronas suecas a julio de 2018, a valor nominal. Segundo trimestre de 2018.

Fuente: Base de datos de la OCDE Perspectivas Económicas 104; Board of Governors of the Federal Reserve System; el departamento americano de Tesorería Buro del Servicio Fiscal, Banco de Japón; Ministerio de Finanzas de Japón; Sveriges Riksbank; Estadísticas de la Deuda Central de Suecia; UK Debt Management Office; Banco de Inglaterra; Banco Central Europeo (BCE); y cálculos de la OCDE.

totales y el futuro marco operativo de su política monetaria, contribuyendo así a minimizar los riesgos de que se produzcan tensiones en los mercados. Podría seguir utilizando un sistema de suelo con un balance de mayor tamaño o bien volver a un sistema de corredor con un balance más reducido (OCDE, 2017a).

- En la zona del euro, la posición de la política monetaria debería seguir siendo acomodaticia, pero el grado de acomodación de la política debería ser reducido gradualmente. El BCE ya ha reducido las compras netas de activos y se espera que las finalice por completo a finales de 2018. Dado que se prevé que la inflación subyacente aumente hacia el 2% en el segundo semestre de 2020, el BCE debería empezar a elevar el tipo de interés de depósitos a finales de 2019, desde su valor negativo actual hasta, al menos, el 0,2% a finales de 2020. A medida que avance la normalización de los tipos de interés oficiales, sería deseable que se comunique adecuadamente el plan previsto para reducir gradualmente los activos a fin de minimizar el riesgo de volatilidad en los mercados financieros. Sin embargo, puede que el aumento de la incertidumbre exija un ritmo de normalización más moderado que en otras circunstancias.
- El Banco de Japón ha reforzado sus indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria ya que se está tardando más de lo previsto en alcanzar el objetivo de inflación del 2%⁸. La inflación se mantiene muy por debajo del objetivo a pesar de los enormes

8 El Banco de Japón ha comprado bonos del Estado equivalentes a cerca del 80% del PIB y actualmente posee casi un 45% del total de los bonos del Estado en circulación (Figura 1.20). También ha aportado cierta flexibilidad al objetivo de rendimiento de los bonos del Estado a 10 años y mayor flexibilidad en la compra de activos de fondos cotizados y de fondos de inversión inmobiliarios de Japón. Como efecto secundario, esta política ha reducido los costos del servicio de la deuda pública.

estímulos adoptados en los últimos cinco años y de los indicios de que la economía podría haber alcanzado o superado su potencial. En este contexto, puede justificarse una reevaluación del marco y de la estrategia de la política monetaria (por ejemplo, introduciendo un rango de objetivos de inflación que tenga un límite inferior por debajo del objetivo de inflación actual; véase OCDE, 2018d). Dicha reevaluación también podría incluir el posible papel de las medidas de políticas no monetarias, tales como unos mayores incrementos de los salarios mínimos.⁹ El aumento de la flexibilidad en el control de la curva de rendimientos estaría justificado si la inflación se acercara al objetivo.

Durante la normalización de la política monetaria en las principales economías avanzadas podría producirse una mayor volatilidad de los mercados financieros, lo que exigiría la adopción de medidas para reforzar la resiliencia. La resiliencia financiera depende, en particular, de una regulación y supervisión adecuadas que garantice la existencia de suficientes reservas de capital y liquidez en los bancos y otras instituciones financieras. El uso de políticas macroprudenciales ha aumentado tras la crisis financiera mundial en las economías de mercado emergentes y, en menor medida, en las economías avanzadas (OCDE, 2018d). Sin embargo, la zona del euro sigue sin tener las condiciones necesarias para una sólida resiliencia financiera, y los avances conseguidos en los últimos cinco años han sido escasos. En junio, se acordó que el Mecanismo Europeo de Estabilidad se convertiría en un apoyo común del Fondo Único de Resolución, pero aún no se han decidido los pormenores prácticos y no está claro si contará con recursos suficientes. Por otra parte, no se ha avanzado en la materialización de la unión bancaria mediante el establecimiento de un sistema europeo común de seguro de depósitos y la eliminación del circuito de retroalimentación negativa entre los Estados soberanos y los bancos (OCDE, 2018e). El reciente aumento de los riesgos soberanos y bancarios en Italia (Recuadro 1.3) dificulta aún más la aplicación política de estas reformas.

Requisitos de la política fiscal

Tras haber experimentado una relajación fiscal generalizada en 2018, se prevé que la política fiscal sea neutral, en líneas generales, en la mayoría de los países de la OCDE en los próximos dos años (Figura 1.24). Las mejoras cíclicas, junto con la reducción de los pagos de intereses netos, contribuirán a fortalecer moderadamente los saldos presupuestarios generales en la mayoría de los países de la OCDE, con excepción de los Estados Unidos, Corea y algunos países de la zona del euro, incluidos Alemania e Italia. La deuda y el déficit público siguen siendo elevados (en la mayoría de los países, más elevados que antes de la crisis financiera mundial) y en muchos países no se prevé que la deuda disminuya mucho en los próximos años, ni en términos absolutos ni en comparación con la experiencia anterior (Figura 1.24).¹⁰

Se espera que los beneficios fiscales derivados de la prolongada posición acomodaticia de la política monetaria sobre el coste de los intereses de la deuda en muchos países

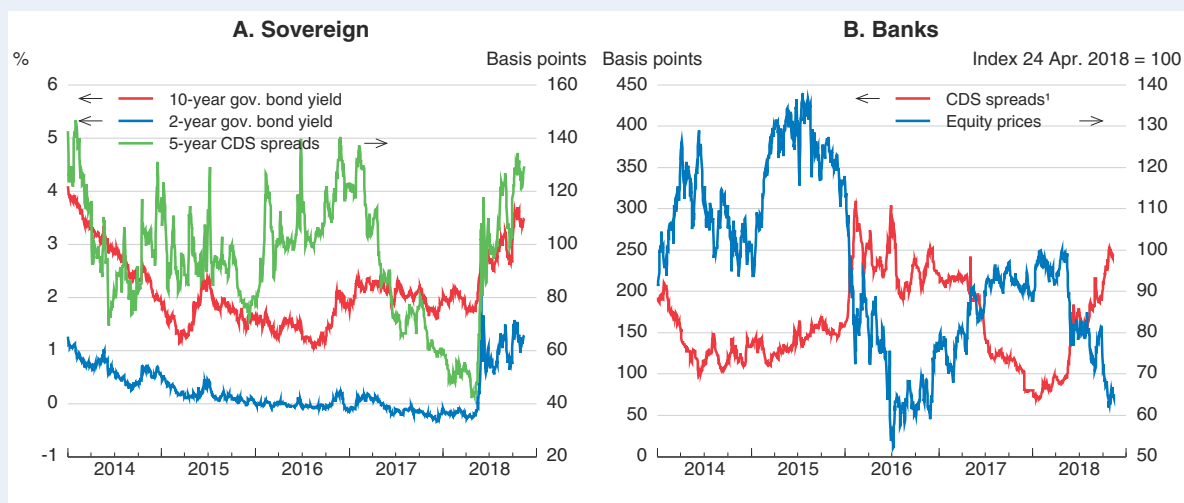
9 El gobierno ya han aplicado un incentivo fiscal de tres años a las empresas que aumenten los salarios de sus empleados en más de un 3% y amplíen la inversión en activos fijos y en recursos humanos. En 2016, también se comprometieron a aumentar los salarios mínimos en un 3% anual, lo que se ha venido cumpliendo hasta el momento. Dado que el salario mínimo es aproximadamente el 40% del salario mediano (es decir, inferior al promedio de la OCDE) y la tasa de desempleo es baja, podría considerarse un aumento de los salarios mínimos de más del 3%, pero debería evitarse un estrechamiento demasiado rápido de los niveles del salario mínimo y medio.

10 Se prevé que la disminución mediana prevista en la deuda pública bruta en relación con el PIB sea inferior al ritmo mediano de reducción observado en los países de la OCDE entre 1980 y 2017.

Recuadro 1.3. Vulnerabilidades de los bancos italianos

La incertidumbre política ha provocado la venta repentina de bonos soberanos italianos y ha minado la confianza en los bancos del país. La rentabilidad de los bonos del Estado sigue siendo superior en más de 100 puntos base al promedio de los últimos tres años, el precio de las acciones de los bancos italianos ha caído cerca de un 35% desde finales de abril y los diferenciales de los CDS (permutas de riesgo crediticio), tanto soberanos como bancarios, han aumentado considerablemente, más del doble de sus mínimos recientes (Figura 1.21).

Figura 1.21. El riesgo soberano y bancario ha aumentado en Italia



1. El índice de CDS de los bancos italianos es la media no ponderada de los índices de CDS a 5 años: Intesa San Paolo, Unicredit, Mediobanca, Banca Monte dei Paschi y Unione Banche Italiane.

Fuente: Thomson Reuters; y cálculos de la OCDE.

Estas nuevas turbulencias llegan en un momento en que la solidez de los bancos italianos ha mejorado pero las vulnerabilidades persisten. En conjunto, los bancos han duplicado su coeficiente de capital regulatorio de nivel 1 sobre activos ponderados por riesgo hasta el 14,6% en la última década. Se han observado pocos préstamos morosos (NPL) nuevos, y su saldo se ha reducido considerablemente, ayudado por la participación de inversionistas internacionales y la introducción de una garantía del gobierno italiano para los tramos superiores de las titularizaciones de préstamos morosos. Sin embargo, los préstamos morosos brutos siguen siendo elevados (9% del total de préstamos brutos). La gobernanza de los bancos Italianos también ha mejorado y la rentabilidad ha aumentado, en parte a causa de provisiones por pérdidas de crédito menores.

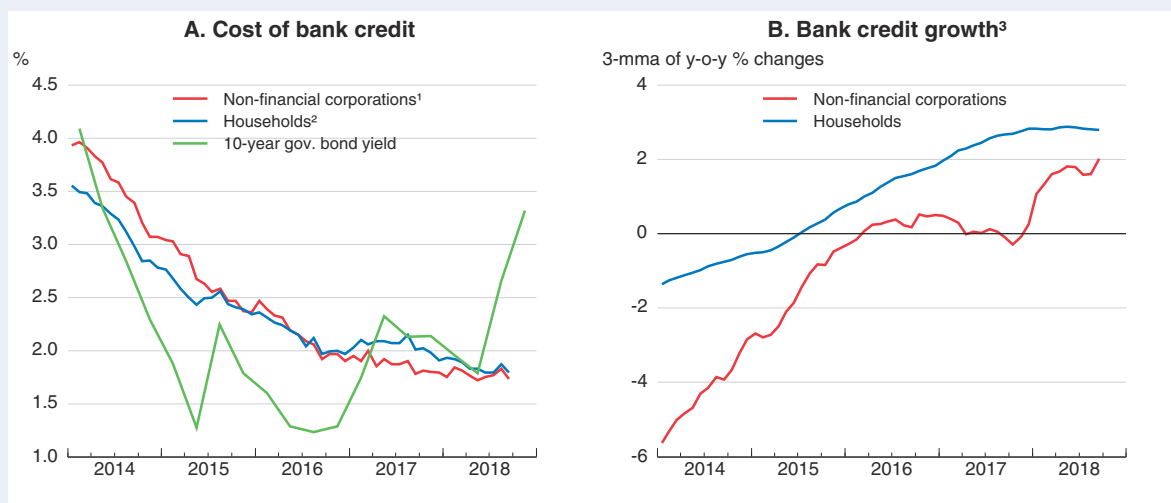
Sin embargo, si persisten las tensiones de la deuda soberana, podrían afectar negativamente a los bancos italianos, repercutiendo en las condiciones de la oferta de crédito y en el crecimiento económico. El crédito al sector privado ha estado creciendo, pero a un ritmo lento, a pesar del bajo coste de la financiación bancaria y del descenso experimentado, lo que probablemente refleja la débil demanda de crédito (Figura 1.22). Un aumento de la incertidumbre sobre la economía italiana podría retrasar la venta de los préstamos incobrables por parte de los bancos, y aumentar el riesgo de crédito, lo que refuerza el ciclo de retroalimentación negativa entre la economía real y los bancos. Existen tres mecanismos específicos que podrían desempeñar un papel importante:

- La evidencia empírica para los bancos italianos, basada en datos de 2011, sugiere que es probable que las tasas de interés de los préstamos bancarios aumenten como consecuencia del incremento del riesgo de crédito soberano, especialmente en el caso de los bancos con coeficientes de capital más bajos y tasas de morosidad más elevadas.¹ Hasta el momento, el aumento de la rentabilidad de los bonos del Estado aún no ha repercutido en las tasas de interés de los préstamos bancarios al sector privado (Figura 1.22).

Recuadro 1.3. Vulnerabilidades de los bancos italianos (cont.)

- Entre junio de 2020 y marzo de 2021, los bancos italianos tendrán que devolver 240 mil millones de euros de préstamos a través de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML), que representan alrededor del 7% de su pasivo total corriente. Aunque los bancos tienen 70 mil millones de euros de exceso de liquidez y tendrán acceso a financiamiento de bajo costo de otros servicios de préstamos del BCE, esto puede resultar en costos de refinanciamiento algo más elevados.
- Los bancos italianos mantienen una exposición significativa a los bonos soberanos italianos y, por tanto, siguen siendo vulnerables a los deterioros del ajuste al valor de mercado de las carteras de bonos soberanos (Figura 1.23).² Una disminución en los precios de los bonos soberanos similar a la observada en el último año, sin ningún tipo de medidas compensatorias, reduciría los coeficientes de capital de todo el sistema bancario solo marginalmente en promedio (Figura 1.23). Sin embargo, disminuciones considerables en los precios de los bonos pueden ser más perjudiciales para los bancos con las más altas exposiciones soberanas. Si los bancos quisieran regresar voluntariamente a sus coeficientes de capital anteriores a este shock para disponer de reservas suficientes para poder hacer frente a futuros shocks la reposición del capital resultaría costosa con el bajo precio de las acciones de los bancos. Por tanto, los bancos podrían optar por reducir sus balances para alcanzar los coeficientes de capital regulatorio y los coeficientes deseados, con la consiguiente reducción de la oferta de crédito que pesa sobre el crecimiento económico.

Figura 1.22. Coste y crecimiento del crédito bancario



Nota: Los datos están en frecuencia mensual.

1. Costo total de los préstamos.

2. Tasas de interés hipotecarias para los hogares.

3. Préstamos bancarios ajustados por ventas y titularizaciones, índice de acciones notionales.

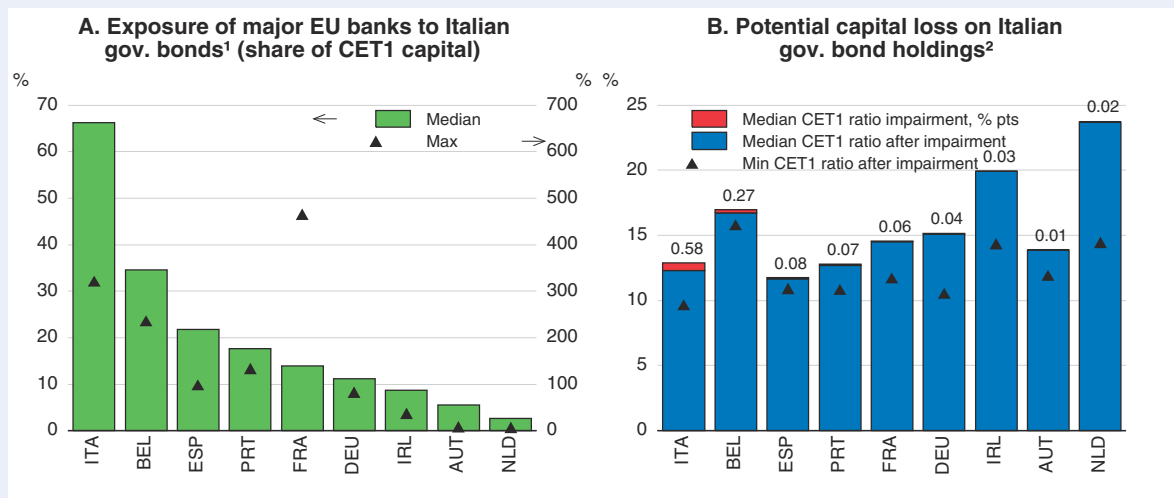
Fuente: Banco Central Europeo; Thomson Reuters; y cálculos de la OCDE.

1. Zoli (2013) encuentra que alrededor del 30-40% del aumento de los diferenciales soberanos se transmite a las tasas de interés aplicables a los préstamos de las empresas en un plazo de tres meses, y el 50-60% se transmite en un plazo de seis meses, con un grado de transmisión algo más fuerte en el caso de los préstamos pequeños. Albertazzi et al. (2014) sugieren que un aumento temporal de 100 puntos base en los diferenciales del rendimiento de la deuda pública a 10 años entre Italia y Alemania eleva las tasas de interés aplicables a los préstamos bancarios de las empresas en alrededor de 50 puntos base después de un trimestre, mientras que un aumento permanente de los diferenciales soberanos se transmite íntegramente al cabo de un año.

2. En el caso del banco italiano mediano, las tenencias de bonos del Estado italiano están muy por encima del capital principal de nivel 1 (CET1). Los bancos de otros países europeos están, en líneas generales, menos expuestos a la deuda pública italiana, pero sigue habiendo focos de riesgo en algunos intermediarios que tienen carteras más grandes de bonos soberanos italianos (Figura 1.23).

Recuadro 1.3. Vulnerabilidades de los bancos italianos (cont.)

Figura 1.23. Los bancos italianos mantienen su exposición a la deuda soberana



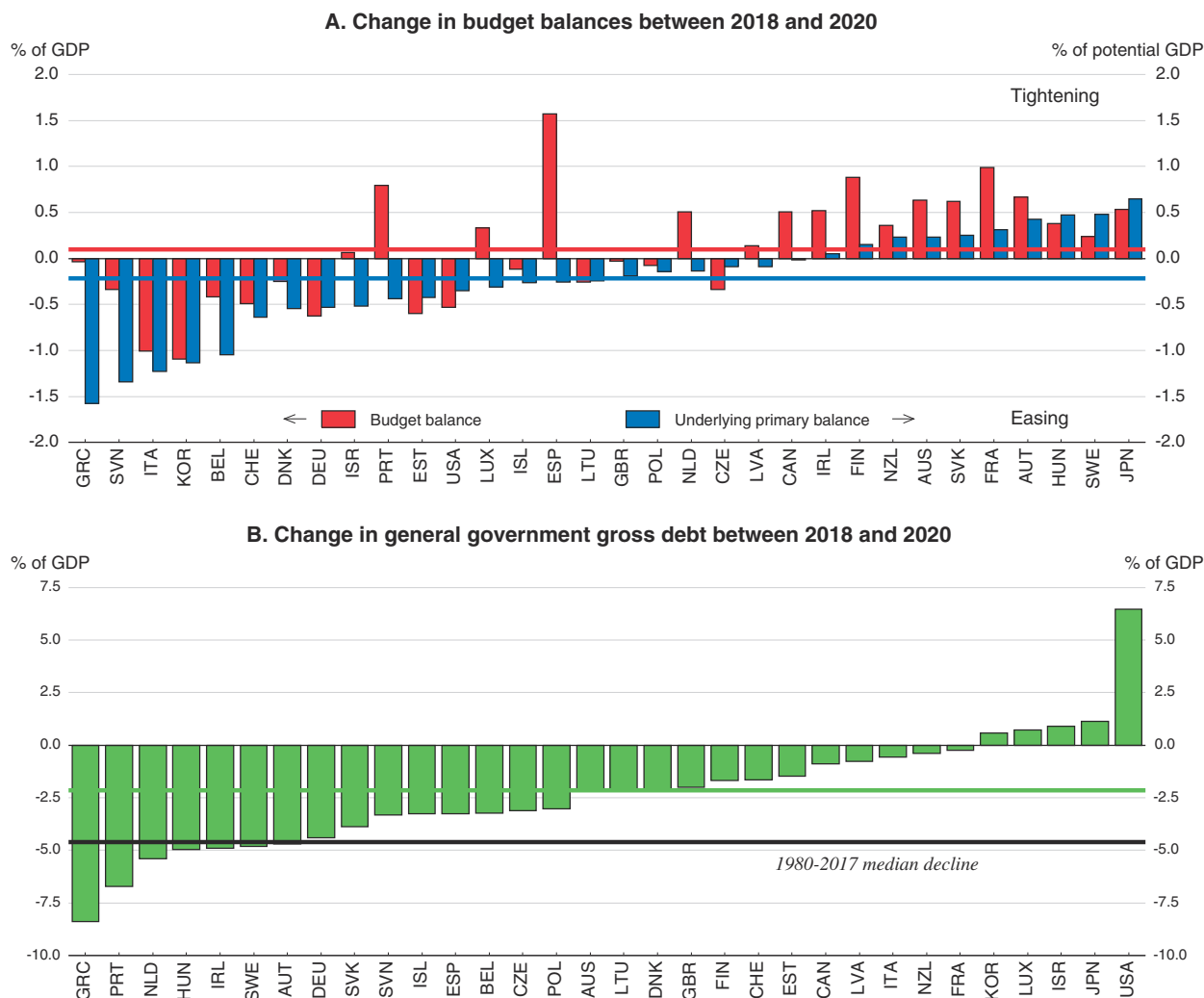
1. La exposición se refiere tanto a los títulos de deuda disponibles para la venta como a los mantenidos hasta su vencimiento a junio de 2017 en base a la muestra de bancos participantes en el ejercicio de transparencia de la ABE de 2017 para toda la UE para los que se dispone de datos sobre la exposición a los bonos soberanos italianos. Los datos no reflejan las mejoras de capital ni los ajustes de cartera que puedan haber tenido lugar desde junio de 2017.
2. Un impacto estimado en el coeficiente de capital principal de nivel 1 (CET1) de los bancos debido a un deterioro por el ajuste a valor de mercado sobre sus tenencias de títulos de deuda del gobierno italiano (clasificados como disponibles para la venta, mantenidos para negociar y contabilizados conforme a las categorías contables de valor razonable) debido a un desplazamiento hacia arriba de 100 puntos base en paralelo a la curva de rendimiento para Italia. Las estimaciones representan el vencimiento medio de los bonos públicos italianos.

Fuente: Autoridad Bancaria Europea; y cálculos de la OCDE.

avanzados continúen a corto plazo, pero que disminuyan gradualmente. El descenso y aplanamiento de la curva de rendimientos en muchas economías avanzadas ha contribuido a reducir los costes del servicio de la deuda y, por lo tanto, mejorar los saldos presupuestarios generales.¹¹ Al mismo tiempo, han permitido prolongar el vencimiento medio de la deuda pública, lo que contribuye a reducir los riesgos de refinanciación, con un coste fiscal adicional mínimo, y ralentiza la transmisión de los tipos de interés de mercado a los costes de servicio de la deuda (Maravalle y Rawdanowicz, 2018). Si los bonos a más largo plazo que vencen en los próximos dos años son refinanciados al mismo vencimiento en las economías del G7, probablemente tendrán tasas de interés más bajas, ayudando a

11 Además del efecto directo del descenso de tasas de interés, algunos gobiernos han recibido mayores transferencias de beneficios de los bancos centrales. En los últimos años, los beneficios de la Reserva Federal estadounidense han sido equivalentes a más del 10% de los pagos brutos de intereses del gobierno, es decir, el doble que en 2008. En Italia, las transferencias de beneficios del Banco de Italia, que incluyen la participación de Italia en los beneficios del BCE, aumentaron al 7,5% de los pagos brutos de intereses del gobierno en 2017, desde niveles cercanos al 2% en 2008-2010. En Reino Unido, los pagos en efectivo del programa de compra de activos al Tesoro británico representaron cerca del 20% de los pagos brutos de intereses de los últimos cuatro años. En Japón, las transferencias del Banco de Japón al gobierno representaron cerca del 5% de los pagos brutos de intereses.

Figura 1.24. **La política fiscal será neutral en líneas generales y la deuda pública disminuirá en la mayoría de países de la OCDE**



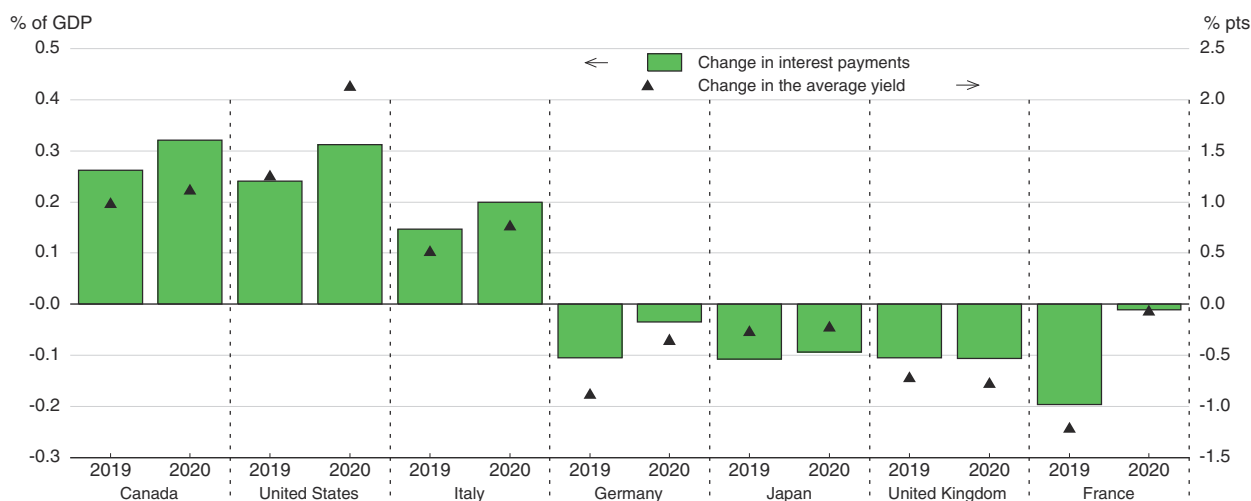
Nota: Las líneas horizontales indican los valores medianos de las correspondientes variables. La disminución mediana de la deuda pública bruta en el Panel B es el equivalente (de dos años de duración) de una disminución media anual de la deuda que se prolongara durante al menos dos años en los países de la OCDE entre 1980 y 2017.

Fuente: Base de datos de la OCDE Perspectivas Económicas 104; y cálculos de la OCDE.

reducir el costo promedio del servicio de la deuda en Francia, Alemania, Japón y Reino Unido (Figura 1.25).

Las prioridades fiscales difieren de una economía a otra, lo cual refleja las diferencias existentes en las condiciones macroeconómicas y en los desequilibrios, así como en lo que respecta a las necesidades de políticas. La posición neutral adoptada por la política fiscal en la mayoría de los países en 2019 y 2020 es generalmente adecuada dadas las perspectivas económicas. En algunos países, el notable estímulo de la política fiscal en 2019 está justificado. Este es el caso de Alemania, que tiene una sólida posición de deuda pública, un elevado superávit por cuenta corriente y la necesidad de actualizar sus infraestructuras públicas. Sin embargo, en Italia, con elevada deuda pública y bajo crecimiento de la productividad, la política fiscal expansiva prevista corre el riesgo de

Figura 1.25. Los costes del servicio de la deuda aún podrían descender en algunos países del G7



Nota: Cambios agregados en el pago de intereses y en el rendimiento medio se refieren a los instrumentos de deuda negociables específicos (bonos de tasa fija y de cupón cero a octubre de 2018) con vencimiento en los años indicados. Se calculan asumiendo que la deuda que vence se renueva con arreglo al mismo vencimiento original al tiempo que los rendimientos se derivan de las curvas de rendimiento estimadas en base a las proyecciones de la OCDE de los tipos de interés a corto y largo plazo.

Fuente: Bloomberg; y cálculos de la OCDE.

mantener, o incluso de aumentar, las primas de riesgo soberano, lo que contrarrestaría el crecimiento. En los Estados Unidos, la continuación del estímulo fiscal en 2019, a pesar de las sólidas condiciones cíclicas, reducirá el margen de respuesta de las políticas en caso de que se produzca una futura desaceleración económica. Se prevé que sólo unos pocos países contraigan significativamente su política fiscal en 2019-20. La contracción fiscal de Japón en 2020 se debe al aumento del impuesto sobre el consumo, que se compensará en parte con el incremento del gasto social. Si bien de este modo ayudara a reducir la acumulación de deuda, se necesitarán nuevas medidas fiscales para alcanzar el objetivo de saldo primario a mediados de los años 2020.

Dada la posición prevista de la política fiscal, los gobiernos deben dar prioridad a las medidas destinadas a impulsar el crecimiento a largo plazo y a fomentar la inclusividad. Los países con una tasa de desempleo aún elevada y una alta desigualdad e incidencia de la pobreza (como es el caso de muchos países europeos afectados por la crisis) deben contar con programas sociales adecuados, que incluirán el gasto en educación y en políticas activas del mercado de trabajo. Asimismo, las economías que tengan un bajo crecimiento y grandes necesidades de infraestructuras deberían aplicar medidas fiscales que refuercen la oferta, aumentando por ejemplo la disponibilidad de servicios de cuidado infantil para incrementar la participación en la fuerza laboral (como Japón) y reforzar el gasto público en infraestructuras, incluidas las infraestructuras digitales (como Alemania y los países de Europa Central y del Este).

Opciones de políticas en las economías emergentes para hacer frente a los efectos colaterales de las economías avanzadas

Las economías emergentes siguen expuestas a un nuevo cambio repentino en la confianza de los mercados, sobre todo si se produce una normalización de la política monetaria en las economías avanzadas más rápida de lo previsto. Muchas economías también están experimentando un aumento de las presiones inflacionarias como secuela

de las depreciaciones de las monedas que ya han ocurrido en meses recientes. La respuesta de política apropiada depende de la magnitud del cambio que se produzca en la actitud de los inversores, de la medida en que se hayan acumulado vulnerabilidades, y del margen de políticas disponible para mitigar estas presiones.

- Las economías emergentes que cuenten con un marco creíble de políticas macroeconómicas, acuerdos flexibles de tipos de cambio y exposiciones manejables a la deuda denominada en moneda extranjera quizá no tengan que aplicar medidas de políticas discrecionales, dejando que los ajustes del tipo de cambio amortigüen los choques. Podría ser necesaria una contracción monetaria adicional para evitar que las depreciaciones de los tipos de cambio agraven la inflación (más allá del impacto inicial), si bien los países que tengan una posición fiscal sólida pueden relajar sus políticas en caso necesario para respaldar la demanda.
- Por el contrario, los países que tengan tipos de cambio fijos o fundamentos macroeconómicos más débiles puede que no tengan más opción que contraer su política macroeconómica -con consecuencias negativas para la demanda interna- a fin de restablecer la confianza de los inversionistas.
- Debe evitarse la aplicación de aranceles a las importaciones y los controles administrativos de precios para hacer frente a los desequilibrios macroeconómicos (incluidos déficits por cuenta corriente y elevada inflación), ya que introducen distorsiones en el mercado y es probable que dañen las perspectivas de crecimiento.

Es necesario adoptar políticas estructurales más ambiciosas

Los esfuerzos de reformas estructurales se han estabilizado tanto en las economías de mercado avanzadas como en las emergentes, pero se mantienen a un ritmo inferior al que se logró después de la crisis financiera. En conjunto, los países del G20 han aplicado una serie de reformas beneficiosas desde 2014, pero éstas no son suficientes para alcanzar el objetivo de aumentar un 2% el nivel combinado de su PIB para 2018. La intensificación de los esfuerzos de reformas tanto en las economías avanzadas como en las emergentes contribuiría a mejorar los niveles de vida, reforzaría las perspectivas de la inversión y la productividad a medio plazo y permitiría que los beneficios resultantes del crecimiento se distribuyeran de forma más equitativa.

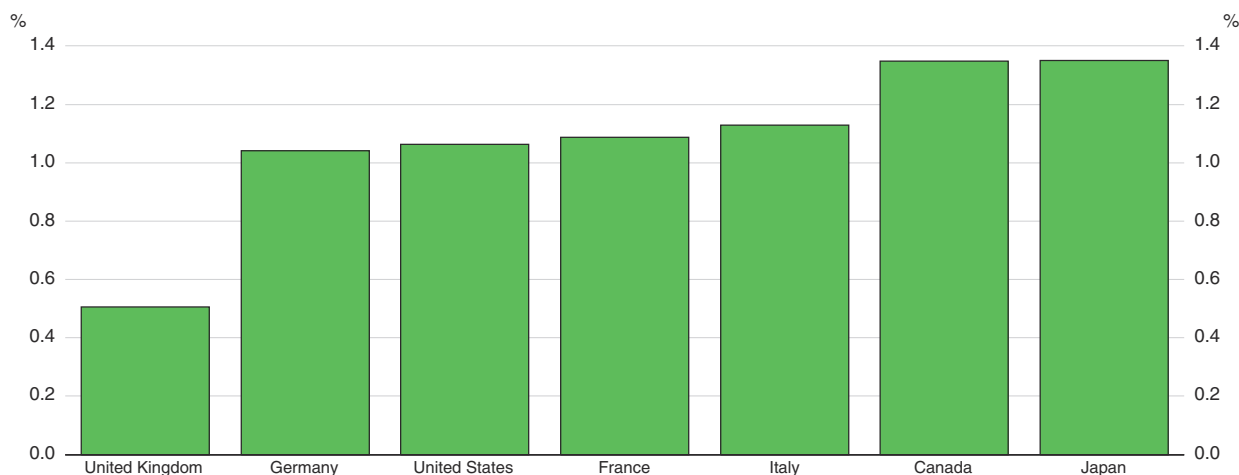
Las condiciones cíclicas actuales y el fuerte crecimiento del empleo ofrecen un momento oportuno para implementar reformas. Estas condiciones ayudan a potenciar al máximo los beneficios de las reformas, mientras que si se actúa durante los períodos de crisis -que es cuando se suelen aplicar las reformas- se pueden agravar los costos a corto plazo. En todos los países es necesario adoptar reformas más profundas para promover el dinamismo empresarial y la difusión del conocimiento, mejorar la adquisición de competencias y la capacidad de innovación y ayudar a los trabajadores a beneficiarse de la rápida evolución del mercado laboral. La mejora de la redistribución a través de las políticas fiscales y de transferencias también debe ser una parte integral de unos paquetes de políticas adecuadamente concebidos para conseguir que el trabajo sea rentable, preste apoyo a los grupos más vulnerables y contribuya a fortalecer el crecimiento de la renta real en los hogares más desfavorecidos.

Como ejemplo ilustrativo de las ganancias potenciales de una más profunda ambición de reforma, reformas estructurales que relajan la regulación en los sectores de la energía, transporte y comunicación y fomentan los gastos en políticas laborales activas en las

economías del G7 podrían aumentar el PIB en un promedio 1% después de cinco años. (Figura 26; Égert and Gal, 2017), con ligeramente mayores efectos a largo plazo.¹² Las áreas de reformas son ilustrativos pero globalmente en línea con las principales prioridades identificadas en el Going for growth 2019. Estas ganancias de PIB podrían mejorar la sustentabilidad de la deuda pública en países con alto nivel de endeudamiento.

Detener la tendencia actual al proteccionismo y reforzar el sistema de comercio internacional y las normas en las que se fundamenta mediante el diálogo multilateral también daría a las empresas la confianza necesaria para invertir y evitar daños en las perspectivas de crecimiento a más largo plazo como consecuencia de un retroceso en la apertura de los mercados. Además de las medidas para salvaguardar el sistema de comercio internacional y las normas en las que se fundamenta, es necesario adoptar medidas adicionales para mitigar el impacto del aumento de la integración global sobre los trabajadores y las regiones más vulnerables, ayudando a los más afectados por este impacto a encontrar nuevos puestos de trabajo y a adquirir nuevas competencias. También es fundamental evitar la adopción de políticas equivocadas, como la introducción de políticas comerciales que restrinjan las importaciones en lugar de promover las exportaciones.

Figura 1.26. **Efectos de las reformas estructurales en el PIB y la deuda de los países del G7**



Nota: El efecto sobre el PIB se calcula como la diferencia acumulada a lo largo de cinco años entre un escenario de reformas específico para cada país, como estimado por Égert and Gal (2017), que refleje el impacto de las reformas estructurales, y las proyecciones de referencia a largo plazo elaboradas por la OCDE. Las reformas estructurales incluyen una mejora típica observada en el pasado en los países de la OCDE, o una mejora con respecto al país que obtenga el mejor resultado, si la diferencia con dicho país es menor que la variación típica, en dos indicadores (regulación del sector de la energía, transporte y comunicación y gastos en políticas activas del mercado laboral).

Fuente: Base de datos de la OCDE Perspectivas Económicas 104; Égert and Gal (2017), "The Quantification of Structural Reforms", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1354; *OECD Journal: Economic Studies*, vol. 2016/1; y cálculos de la OCDE.

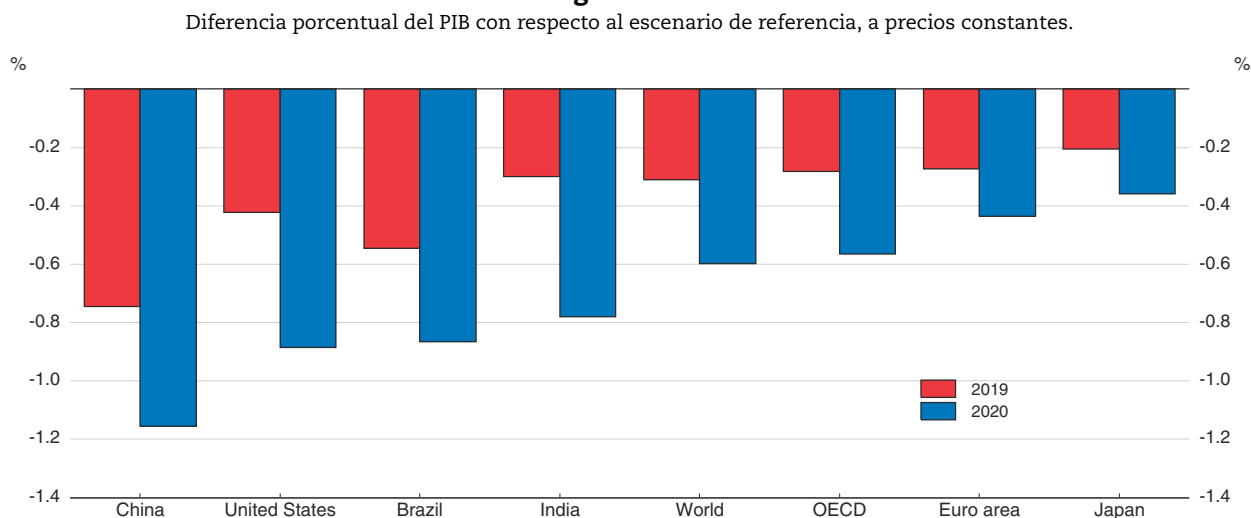
12 Estos efectos requerirían cambios en las dos políticas en una escala que ha sido típica dentro de los países de la OCDE en los pasados años o en línea con el país con mejor resultados cuando el cambio típico es mayor a la distancia a dicho país. La variación típica se refiere al cambio promedio en un indicador de políticas observado en los países que aplicaron anteriormente esa reforma estructural específica (Égert y Gal, 2017). Los indicadores incluyen: Indicador de regulación del mercado de bienes - barreras al comercio y a la inversión; gasto en políticas activas del mercado de trabajo por desempleado (en % del PIB per cápita); y legislación de protección del empleo en la OCDE - contratos indefinidos.

Opciones de políticas para contrarrestar una futura recesión

El aumento de los riesgos a la baja justifica una evaluación de las opciones de políticas disponibles en caso de que el crecimiento se debilite de manera más sustancial que lo proyectado actualmente. Los riesgos a la baja relacionados con el aumento de las tensiones comerciales, las presiones de los mercados financieros sobre las economías emergentes y el incremento de los precios del petróleo podrían interactuar entre sí, en particular presiones sobre los precios mayores de lo previsto derivadas del aumento de los aranceles o de las alteraciones del suministro de petróleo dieran lugar a una contracción adicional de la política monetaria en varios países. Si sustanciales riesgos a la baja se materializaran los hacedores de políticas podrían enfrentarse al reto de tener que dar respuesta a una desaceleración significativa del crecimiento en un periodo de aumento de la inflación y con un limitado margen para la adopción de políticas en muchos países. Por ejemplo, la interacción de algunos de los riesgos analizados anteriormente podría reducir el PIB mundial en más de un 0,5% para 2020 relativo al escenario de referencia y el comercio mundial en más de un 2% (Figura 1.27), basado en simulaciones del modelo macroeconómico NiGeM. La inflación mundial también aumentaría, en más de ½ punto porcentual, tanto en 2019 como en 2020. Si el incremento de la incertidumbre de la política comercial resultara en un debilitamiento del nivel de la inversión empresarial comparado con los niveles de este escenario, la reducción en la producción mundial sería mayor, cercana al 1% para finales del 2020, con el comercio internacional reduciéndose de aproximadamente el 3%.

En varios países, existe un menor margen para utilizar la política macroeconómica en aras de impulsar el crecimiento que en anteriores deceleraciones económicas. Muy bajas tasas de interés de referencia y tasas de interés neutrales dificultan una reducción sustancial de las tasas de interés reales. El espacio fiscal está limitado en varios países con riesgo de que cualquier estímulo fiscal nacional incremente la prima de riesgo soberana.

Figura 1.27. **La interacción de los riesgos a la baja deceleraría el crecimiento mundial de forma significativa**



Nota: Efectos combinados de un aumento de 20 dólares por barril en los precios del petróleo, un incremento de 100 puntos de base en las primas de riesgo de inversión en todas las economías emergentes y una nueva intensificación de los aranceles en el comercio bilateral entre los Estados Unidos y China a partir de 2019. Se asume que todas las perturbaciones se prolongan durante cinco años.

Fuente: Cálculos de la OCDE.

Eso sugiere que una mayor cooperación internacional será necesaria en caso de recesión severa que afectara a varios países tanto en la política monetaria que fiscal. Dicha cooperación, aunque no esté formalizada, podría delibrar una acción colectiva suficiente para enfrentar una recesión global y facilitar para cada país la relajación de las políticas macroeconómicas, reduciendo el costo de esas medidas en todos ellos.

Escenarios de políticas coordinadas ilustrativas que utilizan el modelo macroeconómico global NiGEM sugieren que las medidas destinadas a ampliar el apoyo fiscal podrían contrarrestar con mayor rapidez una fuerte desaceleración cíclica que las medidas destinadas a relajar la política monetaria de forma coordinada. Sin embargo, estas últimas generarían unos efectos que persistirían durante más tiempo. A continuación, se consideran dos escenarios prospectivos específicos a modo de ejemplo:

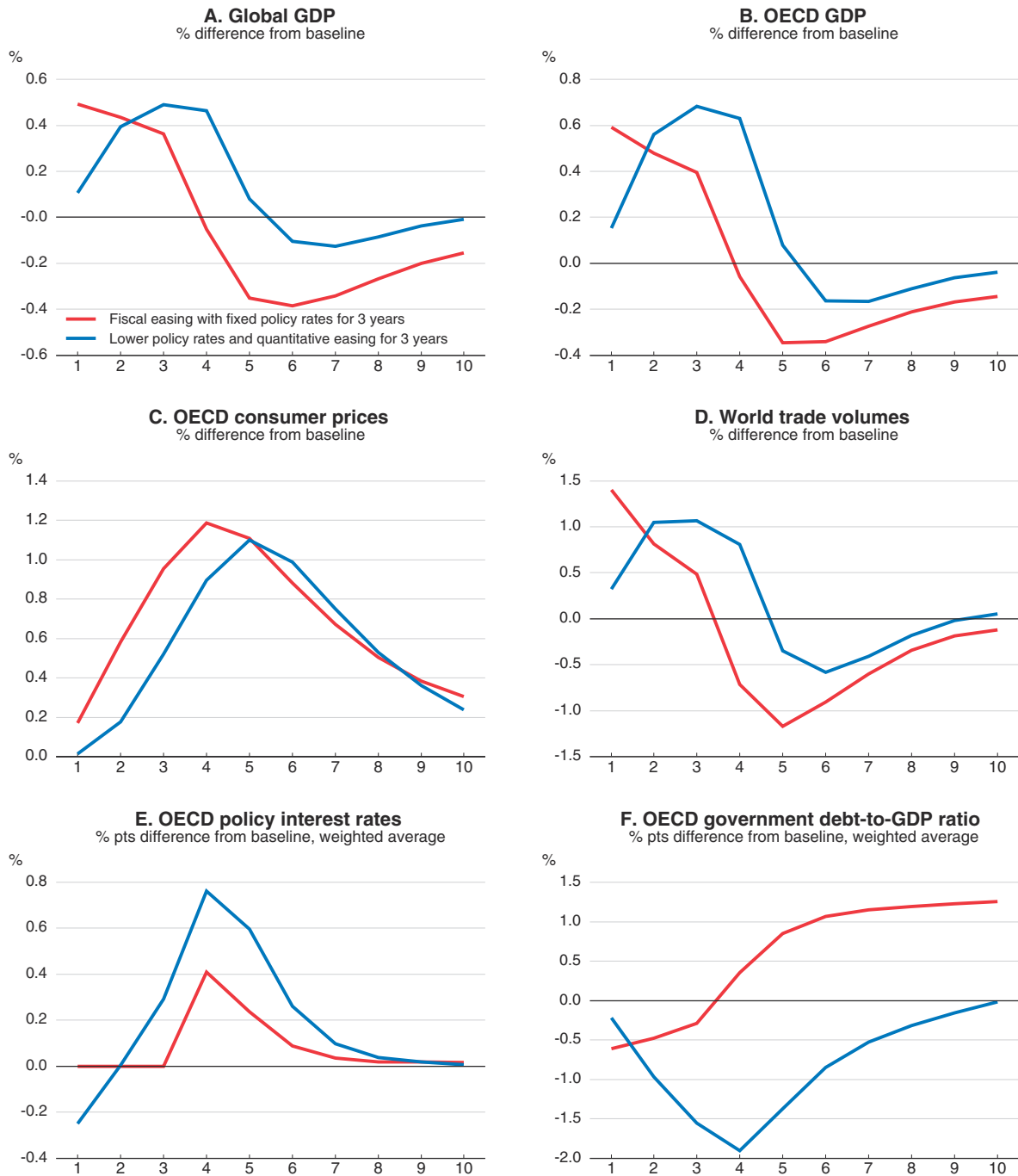
- Una expansión fiscal durante tres años del 0,5% del PIB en todos los países y regiones, con una reducción análoga de los objetivos presupuestarios de los gobiernos. En la mayoría de las economías, se asume que esta situación se produce mediante el aumento del volumen del consumo público, pero en algunas economías emergentes se produce a través de un aumento general del gasto público nominal del 0,5% del PIB debido a las limitaciones del modelo. Se asume que las tasas de interés de referencia se mantienen conforme a sus valores de referencia durante tres años.
- El segundo escenario, que también se aplica a todas las economías y regiones, se centra en una expansión temporal de la política monetaria. Este escenario considera el impacto de un descenso inicial de $\frac{1}{4}$ punto porcentual en las tasas de interés de referencia de una economía típica más una expansión cuantitativa adicional durante tres años.¹³ Se asume que la flexibilización cuantitativa reducirá la prima de los bonos del Estado a diez años en 50 puntos de base durante tres años, lo que supone un estímulo cercano a la mitad de las medidas iniciales de flexibilización cuantitativa adoptadas por algunos países avanzados tras la crisis financiera global.

La expansión fiscal coordinada aumenta la producción global en torno al 0,5% en el primer año, lo que implica un multiplicador de 1, aunque comienza a disminuir a medida que aumentan la inflación y las tasas de interés de referencia (Figura 1.28). El estímulo monetario coordinado empuja a la baja las tasas de interés a largo plazo en relación con el escenario fiscal y, en las economías de la OCDE, los rendimientos a largo plazo se sitúan en torno a 25 puntos de base por debajo del escenario de referencia a corto plazo. Esto puede ser difícil de lograr en aquellas economías en las que ya se haya producido una expansión cuantitativa sustancial y en las que las tasas de interés se encuentran en su límite inferior o cerca de él. El descenso de las tasas de interés genera un aumento considerable de la producción, pero tarda más tiempo en materializarse que los efectos de un shock fiscal puro. Posteriormente, las tasas de interés oficiales se elevan de forma pronunciada, dada la acumulación de presiones inflacionistas a nivel mundial (en relación con el escenario de referencia).

Además del diferente impacto de estas medidas en la producción y la inflación, también tienen consecuencias en los mercados financieros y en el nivel y la composición de la deuda. Sin embargo, estas últimas consecuencias son limitadas en la mayoría de los casos, lo que refleja en parte el carácter temporal de la recesión económica y las políticas

13 La variación en las tasas de interés de referencia se debe a un aumento del 1% durante tres años en el objetivo del PIB nominal en la política por defecto incorporada al modelo NiGEM.

Figura 1.28. Opciones de políticas para compensar una ralentización cíclica mundial



Nota: El escenario fiscal se corresponde con una relajación fiscal coordinada a nivel mundial del 0,5% del PIB durante tres años, en el que las tasas de interés de referencia se mantienen fijos durante tres años. En el escenario monetario, el objetivo del PIB nominal se incrementa 1 punto porcentual durante tres años y la prima de riesgo la deuda pública a largo plazo se reduce en 50 puntos de base durante un período similar.

Fuente: Cálculos de la OCDE.

adoptadas como respuesta. La expansión fiscal, centrada en el consumo público, deriva en un moderado aumento del coeficiente deuda pública/PIB a medio plazo. En cambio, la expansión monetaria provoca que el coeficiente deuda pública/PIB se mantenga en el nivel de referencia o por debajo de éste.

Los resultados sugieren que la coordinación sería un contrapeso eficaz ante una ralentización cíclica mundial. Sin embargo, los efectos serían probablemente mayores que lo aquí indicado, ya que las medidas colectivas ayudarían a sostener la confianza y a reducir la incertidumbre. Las medidas fiscales que involucrarían un incremento temporal en los gastos públicos serían el mecanismo de compensación más rápido ante una recesión, pero el estímulo monetario podría generar efectos más duraderos. Sin embargo, un estímulo monetario de la magnitud aquí considerada sería extremadamente difícil de implementar en algunas economías, donde las tasas de interés están cerca al límite inferior, lo cual refuerza la importancia de las medidas fiscales. La introducción de nuevas medidas fiscales suele llevar aparejado un desfase temporal, lo cual exige una planificación anticipada coordinada de las posibles medidas que podrían aplicarse en caso de producirse una fuerte desaceleración económica. Utilizar los márgenes disponibles mientras persista el crecimiento superior a la tendencia para ayudar a reconstruir los colchones fiscales aportaría un margen de maniobra adicional para adoptar medidas en caso de producirse una desaceleración económica.

Bibliografía

- Albertazzi, U., T. Ropele, G. Sene and F.M. Signoretti (2014), "The Impact of the Sovereign Debt Crisis on the Activity of Italian Banks", *Journal of Banking & Finance*, 46, 387-402.
- Berthou, A., C. Jardet, D. Siena and U. Szczerbowicz (2018), "Quantifying The Losses From A Global Trade War", *Banque de France ECO Notepad*, July.
- Cadot, O., J. Gourdon and F. van Tongeren (2018), "Estimating Ad Valorem Equivalents of Non-Tariff Measures: Combining Price-Based and Quantity-Based Approaches", *OECD Trade Policy Papers*, No. 215, OECD Publishing, Paris.
- Caggiano, G., E. Castelnuovo and G. Pellegrino (2017), "Estimating the Real Effects of Uncertainty Shocks at the Zero Lower Bound", *European Economic Review*, 100, 257-272.
- Chen, Q., I. Goldstein and W. Jiang (2010), "Payoff Complementarities and Financial Fragility: Evidence from Mutual Fund Outflows", *Journal of Financial Economics*, 97(2), 239-262.
- Coibion, O. and Y. Gorodnichenko (2015), "Is the Philips Curve Alive and Well after All? Inflation Expectations and the Missing Disinflation", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 7(1), 197-232.
- Conflitti, C. and R. Cristadoro (2018), "Oil Prices and Inflation expectations", *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, Banca d'Italia, No. 423, January.
- ECB (2018), "Macroeconomic Implications of Increasing Protectionism", *ECB Economic Bulletin* 6/2018, European Central Bank.
- Égert, B. and P. Gal (2017), "The Quantification of Structural Reforms in OECD Countries: A New Framework", *OECD Journal: Economic Studies*, vol. 2016/1.
- ESRB (2015), *Report on Systemic Risks in the EU Insurance Sector*, December, European Systemic Risk Board, Frankfurt am Main.
- Federal Reserve Bank of Atlanta (2018), "Are Tariff Worries Cutting Into Business Investment?", Federal Reserve Bank of Atlanta macroblog, August 2018.
- Guillemette, Y. and D. Turner (2018), "The Long-View: Scenarios for the World Economy to 2060", *OECD Economics Department Policy Paper*, No. 22, OECD Publishing, Paris.
- Haugh, D., A. Kopoin, E. Rusticelli, D. Turner and R. Dutu (2016), "Cardiac Arrest or Dizzy Spell: Why is World Trade So Weak and What can Policy Do About It?", *OECD Economic Policy Papers*, No. 18, OECD Publishing, Paris.

- Heller, D. and N. Vause (2012), "Collateral Requirements for Mandatory Central Clearing of Over-the-counter Derivatives", *BIS Working Papers*, No. 373, Bank for International Settlements, Basel.
- IMF (2015), *Global Financial Stability Report*, International Monetary Fund, Washington, April.
- Maravalle, A. and Ł. Rawdanowicz (2018), "To Shorten or to Lengthen? Public Debt Management in the Low Interest Rate Environment", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1483, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2015), *OECD Economic Outlook*, Volume 2015, Issue 2, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2017a), *OECD Economic Outlook*, Volume 2017, Issue 2, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2017b), *Making Trade Work For All*, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2017c), *International Regulatory Co-operation and Trade: Understanding the Trade Costs of Regulatory Divergence and the Remedies*, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2018a), *Economic Policy Reforms 2018: Going for Growth Interim Report*, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2018b), "Trade Policy and the Global Economy Scenario 2: Increasing Tariffs", *Trade Policy Brief*, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2018c), "Trade Policy and the Global Economy Scenario1: Reducing Tariffs", *Trade Policy Brief*, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2018d), *OECD Economic Outlook*, Volume 2018, Issue 1, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2018e), *OECD Economic Surveys: Euro Area 2018*, OECD Publishing, Paris.
- OECD (forthcoming), *Economic Policy Reforms 2019: Going for Growth*, OECD Publishing, Paris.
- OECD-UNCTAD-WTO (2018), 19th *OECD-UNCTAD-WTO Report on G20 Trade and Investment Measures*, OECD Publishing, Paris.
- Perez-Segura, A. and R.J. Vigfusson (2016), "The Relationship between Oil Prices and Inflation Compensation", *IFDP Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Zoli, E. (2013), "Italian Sovereign Spreads; Their Determinants and Pass-through to Bank Funding Costs and Lending Conditions", *IMF Working Papers*, No. 13/84, International Monetary Fund, Washington D.C.

ANEXO 1.1

Políticas y otras hipótesis que subyacen a las proyecciones

Los marcos de política fiscal para el periodo 2018-20 se basan lo más estrechamente posible en las provisiones de gastos e impuestos legislados y son coherentes con las proyecciones de crecimiento, inflación y salarios. Cuando los planes del gobierno han sido anunciados, pero no legislados, se incorporan si se considera claro que serán aplicados de forma muy similar a la anunciada. Cuando no existe información suficiente para poder determinar el resultado de los presupuestos, los saldos primarios subyacentes se mantienen sin cambios, lo cual implica que no se produce un cambio discrecional en la posición fiscal. En los países de la zona del euro, también se utilizan los objetivos expresados en los Programas de Estabilidad.

En relación con la política monetaria, la evolución asumida con respecto a las tasas de interés de referencia representa el escenario más probable, en base a las proyecciones de actividad e inflación de la OCDE, las cuales pueden diferir con respecto a las realizadas por las autoridades monetarias.

- En los Estados Unidos, se asume que el límite superior del rango de tasas federales de referencia aumente de manera gradual hasta alcanzar el 3,5% en diciembre de 2019, en comparación con el nivel actual del 2,25%, y se mantenga constante en 2020.
- En Japón, se asume que la tasa de interés de referencia de corto plazo sobre las balanzas de tasas de interés en las cuentas corrientes detenidas por las instituciones financieras en el Banco Central se mantiene en -0,1% durante la totalidad del periodo proyectado.
- En la zona del euro, se asume que la tasa de interés negativa sobre los depósitos aumenta desde el nivel actual del -0,4% al 0,2% para finales de 2020, comenzando esta tendencia en la segunda mitad de 2019.
- En China, se prevé que la política monetaria adopte una posición a comodante.
- En India, se asume que la tasa repo se incrementará gradualmente desde su nivel actual del 6,5% al 7% a mediados de 2019 y posteriormente se reducirá al 6,75% en 2020.
- En Brasil, se asume que la tasa de interés de referencia aumenta de manera gradual hasta el 8,25% para finales de 2020.

Aunque su impacto es difícil de evaluar, se asume que se aplicarán las siguientes medidas de expansión cuantitativa durante el período proyectado, lo cual afectará implícitamente a las tasas de interés a largo plazo. En los Estados Unidos, según lo anunciado, se estima que la Reserva Federal reducirá su stock de activos. En Japón, se

asume que la compra de activos y el control sobre la curva de rendimientos efectuado por el Banco de Japón se prolongará -pero con mayor flexibilidad en dicho control- hasta finales de 2020, lo cual implica un ligero aumento del rendimiento del bono del Estado a 10 años a finales de 2020. En la zona del euro, se asume que el BCE irá reduciendo gradualmente la compra de activos en 2018, lo cual implica un incremento progresivo de los tipos de interés a largo plazo en 2019-20.

Se tienen en cuenta las reformas estructurales que han sido aplicadas o anunciadas durante el período proyectado, pero no se asume que se vayan a aplicar reformas adicionales.

Las proyecciones asumen que los tipos de cambio permanecerán sin cambios con respecto a los vigentes a 30 de octubre de 2018: un USD equivale a 112,7 JPY, 0,88 EUR (o, lo que es lo mismo, un EUR equivale a 1,14 USD) y a 6,97 Renminbi.

Se asume que el precio del barril de petróleo Brent permanecerá constante a 80 dólares estadounidenses durante el período de proyección, en línea con el precio promedio de septiembre y octubre. Se asume que los precios de las materias primas distintas al petróleo permanecerán constantes en sus niveles promedio de octubre de 2018 durante el período de proyección.

Las proyecciones para el Reino Unido asumen la hipótesis técnica de que se adopta un acuerdo de transición entre el Reino Unido y la Unión Europea que se amplía hasta finales de 2020, tras la salida formal de la UE a finales de marzo de 2019. De este modo se minimizan los posibles efectos adversos al comercio. Se asume que el fin del período de transición transcurrirá sin sobresaltos, si bien se asume que el resultado final del acuerdo sobre la futura relación entre la Unión Europea y el Reino Unido será incierto hasta 2020.

Se incorporan a las proyecciones los aranceles que han sido introducidos por los Estados Unidos y China en sus relaciones comerciales bilaterales hasta octubre de 2018, pero no se asumen medidas adicionales.

La fecha de corte para la información utilizada en las proyecciones es el 14 de noviembre de 2018.