

Capítulo 1

**EVALUACIÓN GENERAL
DE LA SITUACIÓN
MACROECONÓMICA**

Introducción

La economía mundial crece ahora a su ritmo más alto desde 2010 y el repunte está cada vez más sincronizado entre los distintos países. La tan ansiada mejora del crecimiento mundial está respaldada por el estímulo de las políticas adoptadas y lleva aparejada un sólido aumento del empleo, una moderada recuperación de la inversión y un repunte de la actividad comercial. Se prevé que el crecimiento del PIB mundial se sitúe justo por encima del 3½ por ciento este año, aumentando hasta el 3¾ por ciento en 2018 antes de retroceder ligeramente en 2019 (Figura 1.1; Tabla 1.1). En términos per cápita, está previsto que el crecimiento mejore pero no alcance los niveles anteriores a la crisis en la mayoría de países de la OCDE como en las economías ajenas a la misma. La inflación se encuentra actualmente en niveles bajos en las principales economías y está previsto que se mantenga en niveles moderados, aunque repunte gradualmente a medida que aumente la presión sobre los recursos.

Si bien es positiva la mejora cíclica experimentada a corto plazo, sigue siendo moderada en comparación con recuperaciones anteriores. Asimismo, aún no parecen darse las condiciones para mantener el incremento del crecimiento mundial hasta 2019 y establecer las bases para un mayor ascenso del producto potencial y un crecimiento más resiliente e inclusivo. Siguen presentes los efectos del prolongado y débil crecimiento experimentado tras la crisis financiera tanto en la inversión y el comercio como en la productividad y la evolución de los salarios. Se espera una cierta mejora en 2018 y 2019 al tiempo que las empresas realicen nuevas inversiones para mejorar su stock de capital, si bien no será suficiente para compensar por completo los déficits anteriores, por lo que las mejoras de productividad siguen siendo moderadas. El crecimiento también es más débil que en años anteriores en las economías de mercados emergentes (EMEs), atenuando tanto las perspectivas de convergencia como de crecimiento mundial más rápido (dado que su función en la economía mundial va aumentando progresivamente). El enlentecimiento del crecimiento económico en las EMEs explicado por la caída de los esfuerzos de reformas y las vulnerabilidades financieras derivadas de la elevada carga de deuda, especialmente en China. Los riesgos financieros también van en aumento en las economías avanzadas, a medida que el prolongado período de bajos tipos de interés potencia una mayor asunción de riesgos y subidas adicionales en la valoración de los activos, incluidos los mercados de la vivienda (Capítulo 2). Las inversiones productivas que generarían los recursos para repagar las obligaciones financieras asociadas (beneficiando también a otros compromisos con los ciudadanos) parecen insuficientes.

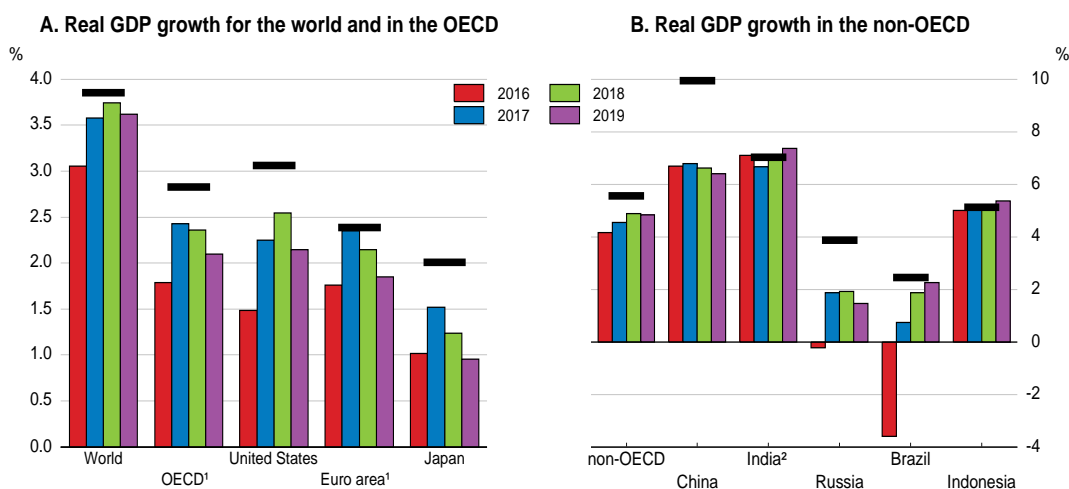
La mejora a corto plazo del ritmo de crecimiento y el margen fiscal generado por la actual política monetaria acomodaticia ofrecen un momento oportuno para conseguir un mayor reequilibrio en las políticas a fin de abordar los obstáculos estructurales que dificultan un crecimiento a medio plazo más sólido e inclusivo, y para incrementar la resiliencia frente a posibles riesgos. La política monetaria variará en función de la necesidad de respaldar el crecimiento, al tiempo que se vigila de cerca la estabilidad financiera y la posibilidad de que se produzcan turbulencias internacionales por los diferentes marcos de políticas adoptados en los países. La relajación fiscal en curso en muchas economías debería llevarse a la práctica según lo previsto en 2018, junto con nuevas medidas focalizadas en las políticas tributarias y de gasto y esfuerzos de políticas estructurales en medidas específicas de cada país que para respaldar el crecimiento inclusivo y sostenible. El despliegue activo y oportuno de políticas prudenciales y de supervisión tanto en las economías avanzadas como emergentes contribuiría también a abordar las vulnerabilidades financieras (Capítulo 2). Paquetes de políticas mejor integrados que aborden las debilidades nacionales e internacionales

son necesarios para garantizar que los beneficios de los cambios tecnológicos y del comercio e inversión transfronterizos se compartidos ampliamente entre los trabajadores, los hogares y las regiones.

Las perspectivas a medio plazo dependen de las respuestas de los actores del mercado a los marcos de políticas, incluida la posición de la política monetaria, el despliegue efectivo del margen fiscal y los cambios asociados en la calidad de las finanzas públicas. La adopción de reformas estructurales adicionales que promuevan un mayor dinamismo empresarial, comercio e inversión, potencien un aumento de la tasa de participación en la fuerza laboral y mejoren el funcionamiento de las instituciones financieras reforzaría el crecimiento potencial, complementando las mejoras de productividad conseguidas a través del gasto empresarial en capital basado en el conocimiento. El alza potencial de la productividad y los salarios para apoyar un crecimiento inclusivo -la vía por la que los países pueden satisfacer las expectativas de los ciudadanos- depende de los paquetes de políticas apropiadas en cada país. Dada la elevada deuda, las turbulencias financieras derivadas de políticas macroeconómicas inesperadas o de la materialización de riesgos a la baja en las principales economías o mercados financieros darían lugar a unos resultados de crecimiento más débiles y mayores falencias de la pasada performance y a una mayor disminución de la confianza en las capacidades de los hacedores de políticas.

Figura 1.1. Proyecciones de crecimiento del PIB para las principales economías

Variación interanual (en porcentaje)



Nota: Las líneas horizontales muestran la tasa media de crecimiento anual del PIB para el periodo 1987-2007. Los datos de Rusia se corresponden con la tasa media de crecimiento anual para el periodo 1994-2007.

1.- El crecimiento de Irlanda en 2015 se ha calculado utilizando el valor bruto agregado en base a precios constantes, excluidos los sectores dominados por multinacionales de propiedad extranjera.

2.- Años fiscales.

Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 102; FMI, base de datos de perspectivas económicas mundiales; y cálculos de la OCDE.

Tabla 1.1 La modesta recuperación cíclica continuará

OECD area, unless noted otherwise

	Average 2005-2014	2015	2016	2017	2018	2019	2017 Q4	2018 Q4	2019 Q4	
		Per cent								
Real GDP growth¹										
World ²	3.8	3.3	3.1	3.6	3.7	3.6	3.8	3.7	3.6	
OECD ^{2,7}	1.5	2.4	1.8	2.4	2.4	2.1	2.5	2.2	1.9	
United States	1.5	2.9	1.5	2.2	2.5	2.1	2.5	2.3	2.0	
Euro area ⁷	0.8	1.5	1.8	2.4	2.1	1.9	2.5	1.9	1.8	
Japan	0.6	1.1	1.0	1.5	1.2	1.0	1.5	1.1	0.4	
Non-OECD ²	6.2	4.0	4.1	4.6	4.9	4.8	4.8	4.8	4.8	
China	10.0	6.9	6.7	6.8	6.6	6.4	6.8	6.5	6.3	
Output gap³	-0.9	-1.4	-1.2	-0.5	0.2	0.6				
Unemployment rate⁴	7.2	6.8	6.3	5.8	5.5	5.3	5.6	5.4	5.3	
Inflation^{1,5}	2.0	0.8	1.1	1.9	2.1	2.2	1.9	2.2	2.4	
Fiscal balance⁶	-4.6	-2.9	-3.0	-2.6	-2.4	-2.2				
World real trade growth¹	4.7	2.7	2.6	4.8	4.1	4.0	4.1	4.2	3.9	

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

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

3. Per cent of potential GDP.

4. Per cent of labour force.

5. Private consumption deflator.

6. Per cent of GDP.

7. With growth in Ireland in 2015 computed using gross value added at constant prices excluding foreign-owned multinational enterprise dominated sectors.

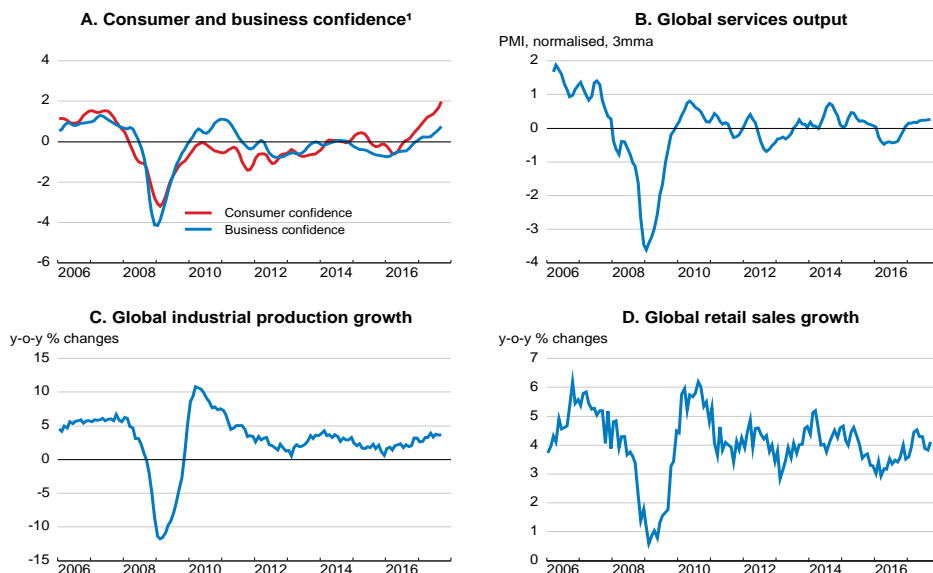
Source: OECD Economic Outlook 102 database.

El ritmo de crecimiento mundial se mantendrá firme, pero no por mucho tiempo

Está previsto que el crecimiento del PIB mundial se sitúe justo por encima del 3½ por ciento este año, el ritmo más alto de los últimos siete años, con una mejora de los resultados tanto en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes. Los indicadores de confianza y los niveles de nuevos pedidos empresariales siguen siendo sólidos (Figura 1.2, Panel A), y apuntan a una mejora de las perspectivas de crecimiento a corto plazo, si bien se han adelantado a los datos de actividad en algunos países y sectores (Figura 1.2, Panel B). Las ventas minoristas y la producción industrial han crecido este año (Figura 1.2, Paneles C y D). Entre las economías avanzadas, la relajación de las políticas (tanto fiscales como monetarias) está contribuyendo a mantener la solidez del crecimiento por encima de lo previsto en la zona euro, así como en muchas otras economías abiertas de menor tamaño que están fuertemente conectadas con la zona euro a través de vínculos en la cadena de valor. Las fuertes inversiones en infraestructuras llevadas a cabo en China en 2016 y 2017 constituyen un motor clave del repunte experimentado en las economías de mercado emergentes, que ha impulsado la demanda exterior en otros países, especialmente en Asia, y ha contribuido a la recuperación actualmente en curso en muchas economías exportadoras de materias primas. Las condiciones financieras siguen siendo favorables en las principales economías (véase más adelante), si bien los nuevos aumentos de precios de los activos y la compresión de los diferenciales de riesgo agravan las potenciales vulnerabilidades financieras. Los precios de las materias primas han aumentado, en parte como resultado de la sólida demanda industrial así como de las restricciones de la oferta y de los riesgos geopolíticos tras el acuerdo de los miembros de la OPEP y determinados productores ajenos a esta organización para restringir la producción de petróleo hasta marzo de 2018. No

obstante, los precios siguen situándose por debajo de los máximos registrados en 2010-11, lo cual sugiere que el impacto en las perspectivas de crecimiento puede ser moderado, si bien impulsarán la inflación medida por el IPC.

Figura 1.2. El repunte cíclico ha cobrado fuerza este año



Nota: 3 mma refiere a una media móvil de 3 meses.

1. Se basa en los países miembros de la OCDE, Brasil, China, India, Indonesia, Rusia y Sudáfrica.

Fuente: OCDE, principales indicadores económicos (base de datos); Markit; Thomson Reuters; y cálculos de la OCDE.

Está previsto que el repunte cíclico generalizado (Figura 1.3, Panel A) se mantenga en 2018, al tiempo que la previsión del crecimiento del PIB mundial se espera que aumente hasta el 3,7%¹. Durante 2017-19 en su conjunto, está previsto que el crecimiento mundial se sitúe en promedio en 3,6% anual, lo cual es un incremento comparativamente moderado para un repunte cíclico. En las economías avanzadas, las políticas macroeconómicas favorables, las progresivas mejoras del mercado laboral y las condiciones financieras ventajosas deberían contribuir a reforzar la demanda, situando el crecimiento medio del PIB en valores cercanos al 2¼ por ciento durante el período proyectado. En términos per cápita, el crecimiento del PIB se prevé que también mejore durante el periodo 2017-19, en las economías avanzadas, pero no a un ritmo suficiente para compensar la década de débil crecimiento registrado desde 2007 (Figura 1.3, Panel B). Está previsto que la política monetaria siga siendo acomodaticia en las principales economías en 2018-19 y que la relajación de la política fiscal ofrezca un mayor apoyo a la actividad que en los años anteriores. En la economía mediana de la OCDE, se prevé una relajación fiscal de en torno al 0,6% del PIB durante 2017-19, y que el principal impulso se produzca en 2017 y 2018, tras haber registrado una consolidación cercana al 0,4% del PIB en 2015-16. Para 2019, se prevé que el crecimiento del PIB descienda ligeramente en la mayoría de las principales economías a medida que comiencen a aparecer restricciones de capacidad, debido en parte a la previsión de que el repunte de la inversión productiva sea menor de lo necesario para reforzar el crecimiento del producto potencial.

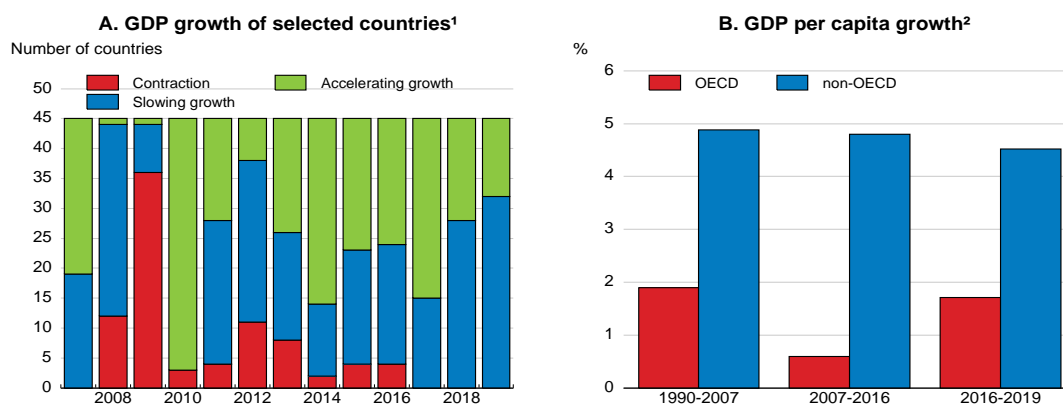
En las economías de mercado emergentes está previsto que el repunte de la inversión respalde el crecimiento en la India y las economías asiáticas dinámicas en

1. Los principales supuestos para las proyecciones se encuentran en el Anexo 1.

2018-19, al tiempo que continua la recuperación en Brasil y Rusia, ayudados por el ascenso de los precios de las materias primas y por una política monetaria más acomodaticia. No obstante, la ralentización gradual prevista en el crecimiento de la demanda interna en China, al tiempo que las medidas de estímulo adoptadas en 2016-17 comiencen a remitir y los esfuerzos necesarios continúen estabilizando la deuda corporativa y reduciendo el exceso de capacidad, frenará el ritmo general de la actividad comercial y el crecimiento del producto en los principales socios comerciales en 2018-19. En términos per cápita, está previsto que el crecimiento del PIB en el conjunto de las economías ajenas a la OCDE se ralentice durante 2017-19 (Figura 1.3, Panel B).

El crecimiento del comercio mundial² se ha recuperado desde la primera mitad de 2016 y está cada vez más generalizado en las distintas economías. Entre los principales factores que subyacen a esta evolución se incluye la recuperación registrada en Europa (una parte de la economía mundial relativamente intensiva en términos comerciales), el fuerte repunte de la actividad comercial en el sector de la electrónica en Asia y el giro que se ha producido en la composición de la demanda hacia la inversión, que es más intensiva en importaciones (Figura 1.4, Panel A). No obstante, se prevé que la intensidad del comercio siga siendo suave en comparación con los niveles anteriores a la crisis (Figura 1.4, Panel B). En parte, esto se debe a factores estructurales, incluido un aparente descenso (OCDE-OMC, 2017) o incluso una posible reversión (Haugh et al., 2016) de la profundidad de las cadenas de valor mundiales. El número de nuevas restricciones comerciales en las principales economías también ha aumentado en la última década, si bien el ritmo de incremento se está ralentizando en la actualidad (OMC, 2017). Asimismo, también se prevé que el repunte cíclico de la intensidad de la inversión sea más débil de lo experimentado en años anteriores a nivel mundial (Figura 1.5).

Figura 1.3. Se generaliza la recuperación, pero no compensa los niveles anteriores

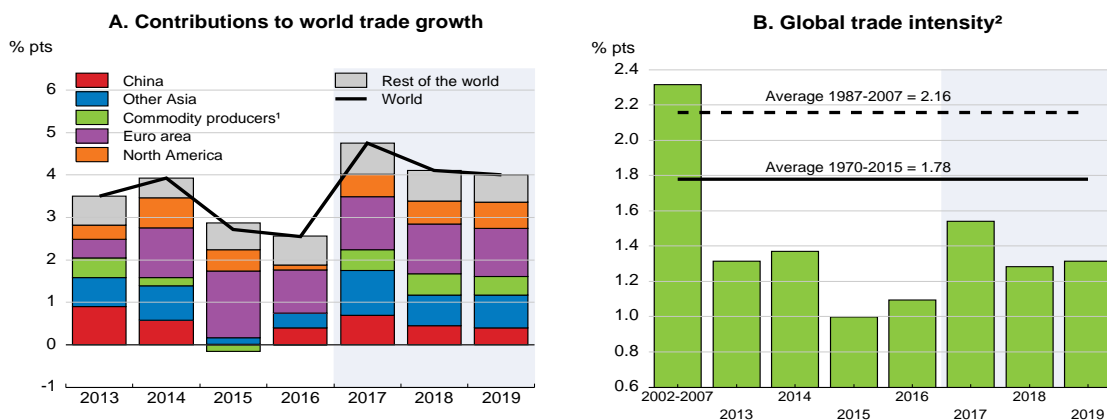


- 1.- El aumento/descenso del crecimiento hace referencia a una comparación con el año anterior a una frecuencia anual.
- 2.- Los resultados totales correspondientes a la OCDE y a países ajenos a la OCDE se calculan a través de ponderaciones móviles del PIB nominal per cápita utilizando paridades del poder adquisitivo. Los totales correspondientes a países ajenos a la OCDE se basan en datos de los siguientes países: Argentina, Brasil, China, Colombia, Costa Rica, India, Indonesia, Lituania, Rusia, Arabia Saudita, Sudáfrica y las economías asiáticas dinámicas (Taipei Chino, Hong Kong - China, Malasia, Filipinas, Singapur, Tailandia y Vietnam).

Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 102; base de datos de Naciones Unidas; y cálculos de la OCDE.

2. El crecimiento del comercio en Europa en 2019 dependerá en parte de la nueva relación económica entre el Reino Unido y la Unión Europea (UE). En las proyecciones se parte de la hipótesis técnica de que el Reino Unido tiene un acuerdo de transición con la UE tras la salida oficial en 2019, lo que reduce al mínimo las posibles perturbaciones a corto plazo del comercio en 2019.

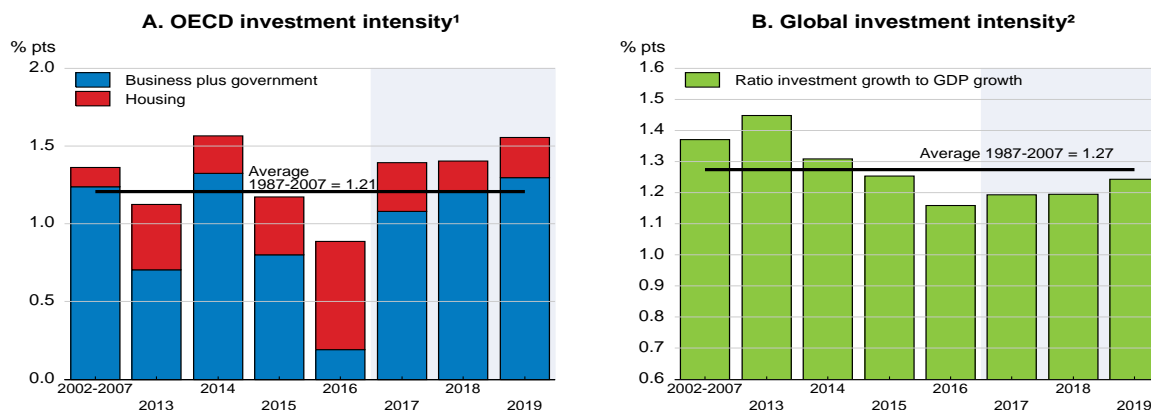
Figura 1.4. Asia impulsa el repunte comercial, pero el crecimiento de la intensidad en el comercio mundial sigue siendo bajo



- 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 a precios constantes y tipos de cambio de mercado. Los promedios de los periodos se calculan como la relación entre el crecimiento medio anual del comercio mundial y el crecimiento medio anual del PIB en el periodo correspondiente.

Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 102; y cálculos de la OCDE.

Figura 1.5. La intensidad de la inversión mundial se mantiene debajo de los niveles anteriores



Nota: Los promedios de los periodos se calculan como la relación entre el crecimiento medio anual de la inversión bruta y el crecimiento medio anual del PIB en el periodo correspondiente.

- 1.- Relación entre el crecimiento de la inversión en la OCDE y el crecimiento del PIB en la OCDE en el periodo mostrado.
- 2.- Crecimiento del PIB y la inversión en capital fijo en la OCDE, Brasil, China, Taipéi Chino, Hong Kong - China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Vietnam con arreglo a precios constantes.

Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 102; FMI, base de datos de perspectivas económicas mundiales; Consensus Economics; y cálculos de la OCDE.

El crecimiento sólido y sostenido a medio plazo sigue sin estar garantizado

Se necesita un repunte más sólido de la inversión para conseguir una recuperación duradera en las economías avanzadas

La inversión aumenta en la mayoría de las economías avanzadas, pero el repunte sigue siendo más débil que en el promedio de las recuperaciones anteriores, lo cual implica un crecimiento lento del capital productivo y unas perspectivas limitadas para el producto potencial y el crecimiento de la productividad. Desde la crisis financiera, el débil crecimiento de la demanda mundial y el incremento de la incertidumbre en las políticas y regulaciones han motivado la persistente debilidad de la inversión (OCDE, 2015; Égert y Gal, 2017). Las restricciones financieras resultantes de los maltrechos sectores bancarios de algunas economías, los recursos atrapados en empresas inviables (“zombis”) (Adalet McGowan et al., 2017) y la ralentización en la adopción de reformas para abordar las regulaciones que dificultan la competencia en los mercados de bienes (OCDE, 2017b) han contribuido también a debilitar los incentivos a la inversión.

Algunas de estas restricciones han comenzado a reducirse y, en líneas generales, durante el último año han mejorado los indicios sobre las perspectivas de inversión. Tras el estancamiento registrado en 2016, la inversión empresarial ha ascendido en casi un 3% por ciento en las economías avanzadas en lo que va del año, y la producción de bienes de capital ha crecido en 2017. Las encuestas empresariales también apuntan a la mejora de las intenciones de inversión en la zona de euro y en Estados Unidos y a la aparición de déficits de capacidad en Japón. La actual mejora generalizada de las perspectivas de crecimiento a corto plazo también debería contribuir a estimular la inversión, en vista de que los datos y las previsiones apuntan a que la demanda mundial tiene un mayor peso como motor diferencial que la demanda nacional para muchas decisiones de inversión (OCDE, 2015). No obstante, sigue habiendo dudas sobre lo sólida y duradera que será la recuperación de la inversión. Entre los posibles obstáculos de una recuperación sostenida se encuentran el descenso desde la crisis financiera de las expectativas de crecimiento del PIB mundial a más largo plazo³; la caída del dinamismo empresarial en varios países (Figura 1.6; Carey et al., 2016; Millar y Sutherland, 2016)^{4, 5}, que podría generar efectos asociados adversos sobre la innovación competitiva, la inversión y la difusión de la productividad; y una incertidumbre sobre las políticas mundiales que sigue siendo elevada, incluida la evolución de la política comercial. Todo esto sugiere que las políticas que se adopten tendrán un efecto importante en las perspectivas de inversión a medio plazo.

Se prevé que el ritmo de crecimiento medio de la inversión empresarial en las economías avanzadas se mantenga en torno al 3½ por ciento anual durante el periodo 2018-19, lo cual sugiere que los obstáculos estructurales de largo plazo superan las condiciones cíclicas más favorables, situando el crecimiento del stock de capital productivo (que incluye la inversión pública y la inversión empresarial) en niveles considerablemente inferiores a los anteriores a la crisis en muchos países. En la

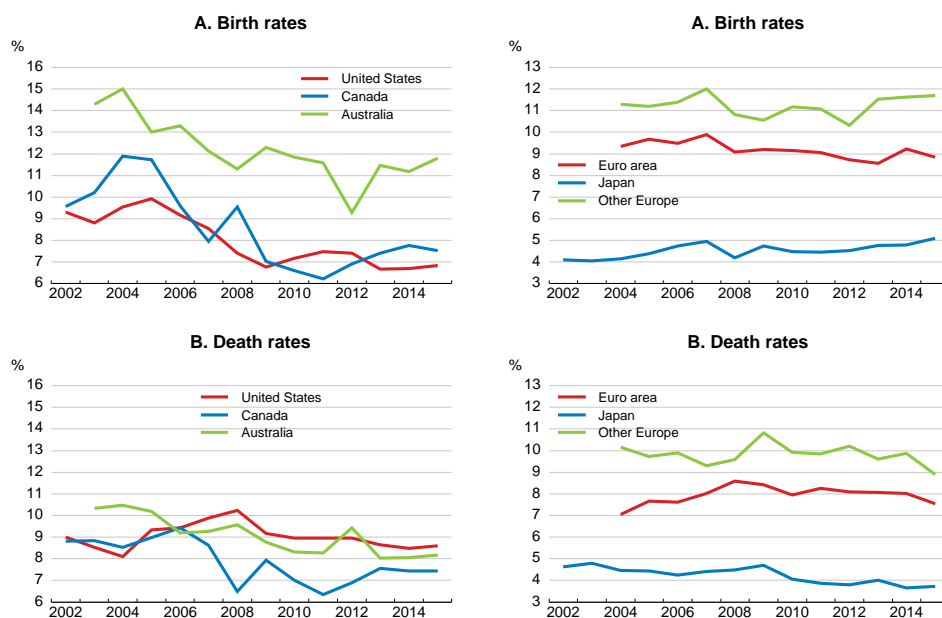
3. El consenso de proyecciones de crecimiento sugieren que se prevé un crecimiento del PIB mundial ponderado por PPA de sólo 3% anual durante la próxima década, en comparación con las expectativas anteriores a la crisis e inmediatamente después de que el crecimiento mundial anual promediara alrededor del 4%.

4. Los datos trimestrales más oportunos muestran un aumento del número de nuevas empresas creadas en 2016 y principios de 2017 en algunos países de la OCDE (OCDE, 2017h).

5. Para Estados Unidos y Canadá se dispone de información sobre un período de tiempo más largo. En promedio, a lo largo de 2003-15, las tasas de entrada y salida en los Estados Unidos fueron 3 y 2 puntos porcentuales más bajas, respectivamente, que en las dos décadas anteriores (Millar y Sutherland, 2016). En Canadá, las brechas equivalentes fueron de alrededor de 4 puntos porcentuales (Carey et al., 2016).

economía mediana de la OCDE, se prevé que la inversión en el período 2018-19 se sitúe cerca de un 15% por debajo del nivel necesario para garantizar que el stock de capital neto productivo aumente al mismo ritmo medio anual que durante el periodo 1990-2007 (Figura 1.7)⁶. Teniendo en cuenta que los coeficientes de amortización han aumentado en más de 1¼ puntos porcentuales en la economía mediana de la OCDE entre la media del periodo 1997-07 y el 2016 (debido en parte al descenso de la vida útil de las inversiones en tecnología), se necesitan unas inversiones brutas mucho mayores en la actualidad para conseguir el mismo crecimiento neto del stock de capital (Figura 1.8).

Figura 1.6. El dinamismo empresarial ha descendido en varias economías avanzadas



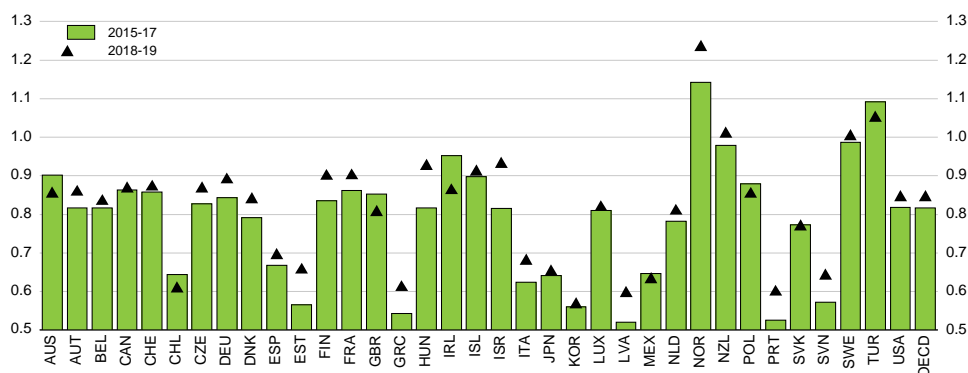
Nota: Número de empresas creadas y cerradas en el año t con respecto al número de empresas activas en el año t . Los datos correspondientes a Estados Unidos y Canadá son estimaciones del período 2013-15 y 2014-15 respectivamente, y utilizan datos diferenciados procedentes de la Oficina del Censo de Estados Unidos y la Oficina de Estadísticas de Canadá. Las estimaciones correspondientes a la zona del euro son un promedio no ponderado de las tasas de creación y cierre de empresas en los Estados miembros. Las estimaciones correspondientes a "otros países de Europa" se basan en los promedios no ponderados de las tasas de creación y cierre de empresas en la República Checa, Dinamarca, Hungría, Noruega, Polonia, Suecia y Reino Unido.

Fuente: OCDE, base de datos de estadísticas estructurales y demográficas de empresas; y Ministerio de Salud, Trabajo y Bienestar de Japón.

6. El déficit de inversión depende para cada país del período anterior a la crisis que se elija para determinar el objetivo de crecimiento del stock de capital. Si se elige un período reducido 1997-2007 no se alteran los resultados correspondientes a una economía típica de la OCDE, y el déficit de inversión en la economía mediana de la OCDE sigue situándose en el 15% al tiempo que el déficit medio ponderado se sitúa en el 17% (en comparación con el 18% correspondiente al periodo 1990-2007).

Figura 1.7. Está previsto que persistan los déficits de inversión

Ratio inversión real a inversión bruta necesaria para el crecimiento neto del stock de capital productivo a la tasa media anual del período 1990-2007

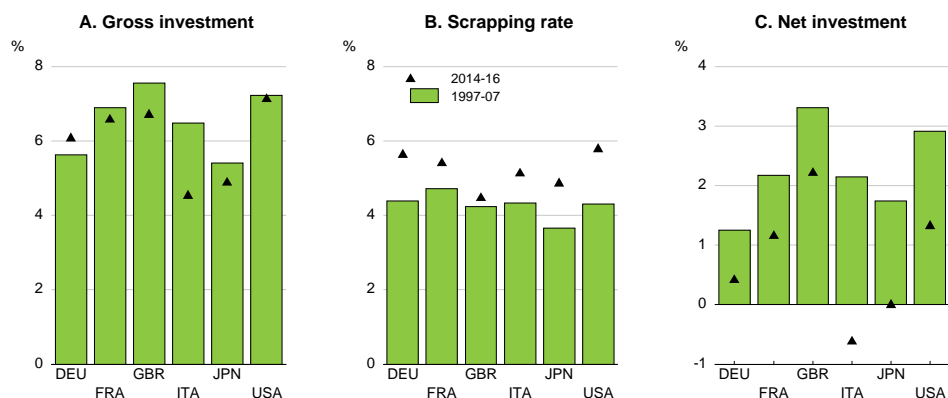


Nota: Las estimaciones de la OCDE se corresponden con la mediana de los países. La inversión incluye la inversión bruta de capital fijo empresarial y pública.

Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 102; y cálculos de la OCDE.

Figura 1.8. El ascenso de las tasas de amortización contribuye a frenar la inversión neta en capital productivo

Porcentaje del stock de capital productivo

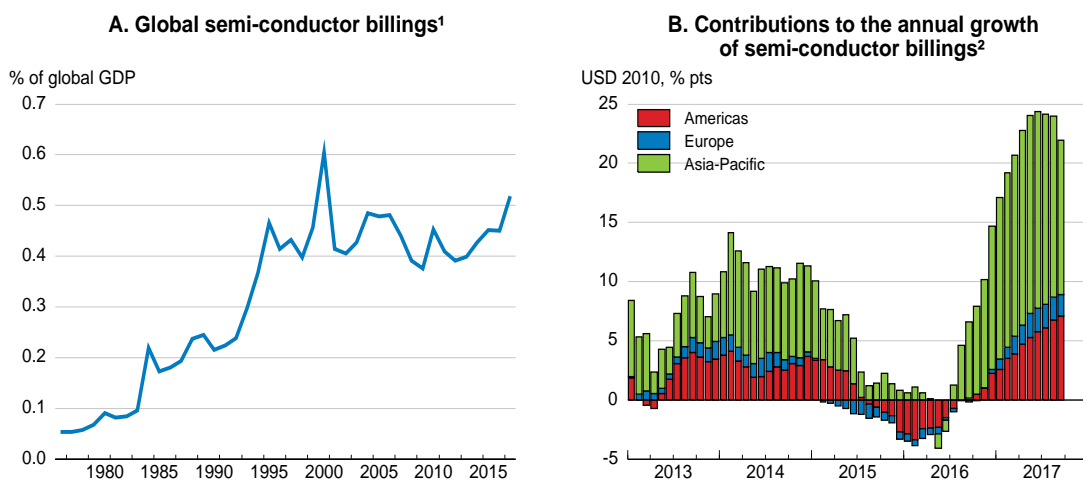


Nota: Inversión empresarial más inversión pública. Las series son medias anuales para el período indicado.

Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 102; y cálculos de la OCDE.

No obstante, aún podrían producirse mejoras en las perspectivas de crecimiento a pesar de que las empresas sólo traten de actualizar sus activos de capital existentes. La mejora del impulso experimentado por el ciclo mundial de las TI, motivado por la producción registrada en las economías asiáticas (Figura 1.9), indica que una parte fundamental de cualquier mejora del stock de capital podría deberse a la sustitución de equipos antiguos y software por nuevas tecnologías digitales mejoradas, generando beneficios asociados para el crecimiento de la productividad.

Figura 1.9. El repunte del ciclo mundial de las TI apunta a la mejora de las perspectivas de inversión en alta tecnología



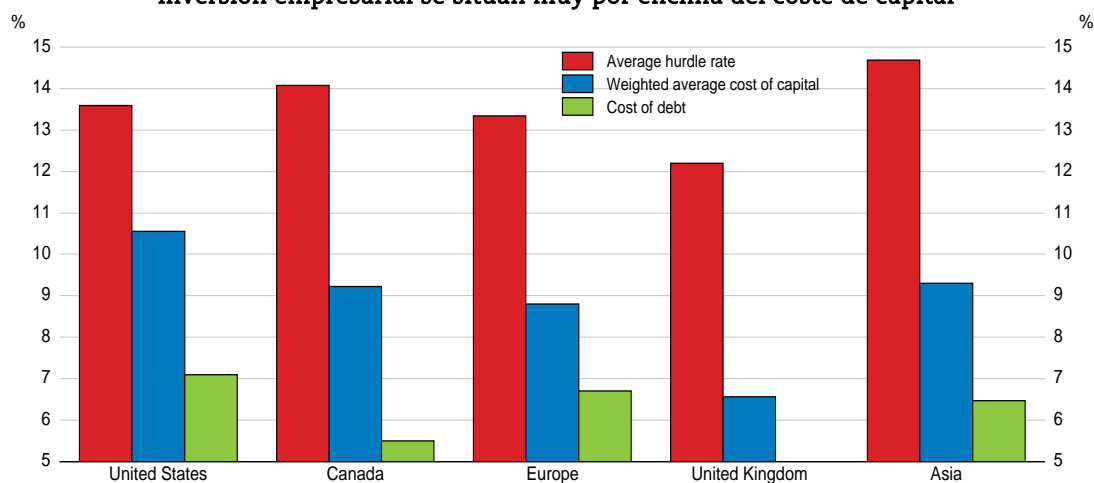
- 1.- Estimación de la facturación total del sector de los semiconductores en 2017, basada en los datos disponibles hasta septiembre. El PIB mundial se expresa en USD al tipo de cambio de mercado.
- 2.- La facturación nominal en Europa y Asia-Pacífico se ha ajustado para descontar la deflación utilizando los precios de las importaciones de semiconductores en Estados Unidos. La facturación nominal en América se ha ajustado para descontar la deflación utilizando los precios de las exportaciones de semiconductores en Estados Unidos.

Fuente: Estadísticas mundiales del sector de semiconductores; Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos; y cálculos de la OCDE.

La adopción de unos paquetes de políticas estructurales amplios, respaldados por medidas fiscales en el lado de la oferta, reforzarían la demanda y, lo cual es aún más importante, mejorarían las perspectivas de crecimiento a más largo plazo, contribuyendo así a catalizar una recuperación más sólida de la inversión empresarial (Recuadro 1.1). Asimismo, unos mayores avances en la aplicación de regulaciones favorables a la competencia contribuirían a potenciar el dinamismo en los mercados de bienes así como las presiones competitivas y la inversión (Döttling et al., 2017). Los mercados de bienes más competitivos aumentarían la futura tasa de rentabilidad en inversiones nuevas y proporcionarían un mejor entorno para reactivar la estancada difusión de la innovación entre las empresas que operan en la frontera y el resto de la economía (Alesina et al., 2005; Gal y Hijzen, 2016; Égert y Gal, 2017). Asimismo, la aplicación de unos regímenes de insolvencia que favorezcan la reasignación de recursos también reduciría el volumen de recursos atrapados en empresas inviables (“zombis”) y mejoraría la capacidad de las empresas más productivas para captar capital adicional (Adalet McGowan et al., 2017; Capítulo 2). Las condiciones cíclicas relativamente favorables proporcionan una oportunidad propicia para llevar a cabo tales reformas, dado que los costes potenciales a corto plazo resultantes del abandono del mercado por parte de las empresas más débiles probablemente sean menores y menos duraderos cuando la demanda es más sólida. Asimismo, podrían conseguirse mayores avances para abordar las divergencias regulatorias en las industrias de redes y promover la inversión internacional, sobre todo en Europa (Fournier, 2015).

El inicio de la normalización de la política monetaria en las principales economías avanzadas podría tener un escaso efecto directo en los incentivos globales para invertir en activos productivos. Las tasas de rentabilidad mínimas requeridas para la inversión empresarial siguen situándose muy por encima del coste de capital (Figura 1.10) y la evidencia disponible a partir de las encuestas, a pesar de ser limitada, sugiere que las tasas de rentabilidad mínimas requeridas se han mantenido en niveles elevados y con una relativa persistencia desde hace tiempo, a pesar de las fluctuaciones subyacentes del coste de la financiación (Sharpe y Suarez, 2014; Deloitte, 2014; Norman, 2016)⁷. Se trata de una de las razones por las que la inversión empresarial se ha mantenido en niveles bajos a pesar de la caída de los tipos de interés oficiales y de mercado durante la última década. Por esta misma razón, los cambios que se produzcan en los tipos impositivos (que afecten al coste de capital) puede que generen un menor ímpetu en la inversión de lo que quizá surgiera la teoría o la evidencia histórica. Los cambios en los tipos de interés y en los impuestos aún podrían tener un efecto más generalizado sobre el balance de las empresas al afectar a decisiones de emisión de deuda y de materialización de operaciones financieras, agravando la creciente desconexión existente entre las emisiones de deuda y la inversión experimentada en los últimos años (Capítulo 2).

Figura 1.10. Las tasas de rentabilidad mínimas requeridas para la inversión empresarial se sitúan muy por encima del coste de capital



Fuente: Duke CFO Global Business Outlook Survey, junio de 2017; y encuesta de decisiones financieras y de inversión del Banco de Inglaterra.

7. La tasa media de rentabilidad mínima requerida de las empresas estadounidenses que respondieron al estudio Duke CFO Global Business Outlook Survey fue del 14,7% en 2007, del 14,8% en 2011 y del 13,6% en 2017.

Recuadro 1.1. La adopción de reformas más profundas reforzaría las perspectivas de crecimiento

La adopción de nuevas medidas de políticas estructurales, incluida una mayor liberalización del comercio y la regulación, especialmente en los servicios, contribuiría a mejorar la difusión de nuevas ideas y tecnologías en las empresas y países, e impulsaría el crecimiento de la productividad total de factores (PTF). A su vez, esto podría impulsar la tasa interna de rentabilidad prevista sobre la inversión por encima de las actuales tasas de rentabilidad mínimas requeridas y animar a las empresas a que actualicen su stock de capital, contribuyendo así a sostener el ritmo de recuperación actual. La actualización tecnológica que mejore la calidad del capital también generaría un impulso adicional en el producto potencial.

En el conjunto de la OCDE, la contribución media anual de la PTF al crecimiento del producto potencial en el periodo 2007-2017 fue poco más de 0,2 puntos porcentuales menores que en la década anterior a la crisis. La adopción de políticas dirigidas a cerrar esta brecha impulsaría el crecimiento del producto a medio plazo. Entre las principales políticas que pueden adoptarse en este sentido se encuentran: la flexibilización de regulaciones en los mercados de bienes, la reducción de las restricciones comerciales y unas economías más abiertas, así como un aumento del gasto en I+D (OCDE, 2017b; Égert y Gal, 2017; Haugh et al., 2016). Las prioridades identificadas en materia de políticas difieren entre los distintos países (véase la tabla siguiente), pero incluyen con frecuencia medidas dirigidas a: dinamizar los permisos y licencias; mejorar la transparencia de la regulación; reducir los obstáculos de entrada en las industrias de redes, servicios profesionales y el sector minorista; reducir los obstáculos al comercio y a la IED; y fortalecer la colaboración entre los institutos de investigación, las universidades y la industria.

Reformas recomendadas para contribuir a fortalecer el dinamismo empresarial y la difusión del conocimiento

Policy	Countries with scope for gains and recommended actions
Reforms to ease economy-wide regulatory barriers	AUS, BEL, CAN, CHL, CZE, DEU, DNK, GRC, HUN, IRL, ISR, ISL, ITA, JPN, KOR, LVA, MEX, NOR, NZL, POL, PRT, SVN
Reforms to ease network industry regulatory barriers	BEL, CAN, CZE, DEU, ESP, EST, GRC, HUN, IRL, ISR, JPN, LVA, MEX, NOR, NZL
Reforms to ease service-sector regulatory barriers	AUT, BEL, CAN, CZE, DEU, DNK, ESP, FIN, FRA, HUN, IRL, ISL, JPN, KOR, LVA, LUX, MEX, NOR, PRT, SVN
Lowering barriers to trade and FDI	CAN, CHE, ISL, ISR, JPN, KOR, MEX, NOR, NZL
Improving physical and legal infrastructure	AUS, CZE, EST, FIN, GBR, GRC, HUN, ISR, ITA, LVA, POL, USA
Reductions in corporation tax rates	CAN, JPN, NOR, USA
Reforms to improve innovation capacity	AUS, CAN, CHL, CZE, EST, GBR, ISL, IRL, ITA, LUX, MEX, NLD, NZL, POL, PRT, SVN, USA

Note: The countries identified are those in which the reform is identified as a priority for the country in 2017.
Source: OECD (2017), *Economic Policy Reforms 2017: Going for Growth*, OECD Publishing, Paris.

A través de un escenario estilizado que se basa en el modelo macroeconómico global NiGEM podemos ilustrar los posibles efectos en el crecimiento a corto y medio plazo que podrían lograrse si se aumentara el ritmo del progreso técnico. El escenario tiene en cuenta los efectos de incrementar el progreso técnico con aumento de la capacidad de trabajo en 0,2 puntos porcentuales al año en todas las economías avanzadas durante cinco años, comenzando en el segundo semestre de 2017 y manteniendo después un nivel más alto de progreso técnico del 1% de manera permanente.

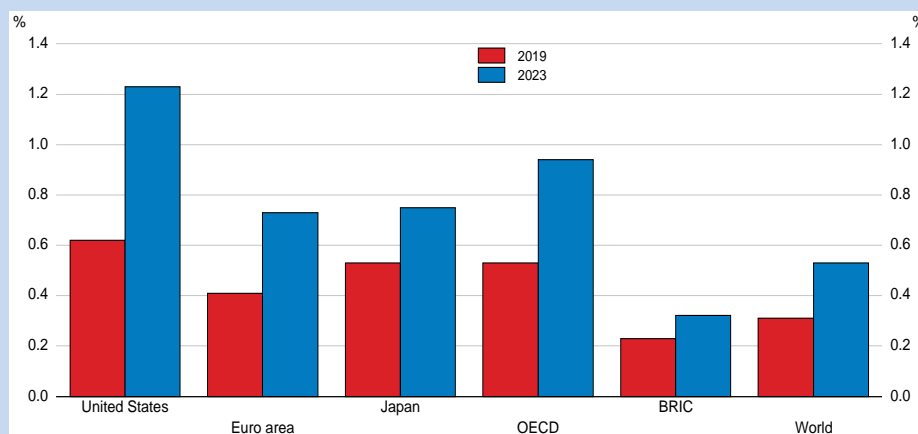
Recuadro 1.1. La adopción de reformas más profundas reforzaría las perspectivas de crecimiento (Cont.)

Según el análisis de Égert y Gal (2017), existen distintas formas en las que se puede lograr un incremento del 1% en el nivel de PTF en un plazo de cinco años, en especial si se llevan a cabo una batería de reformas de manera simultánea en una serie de áreas de política diferentes. Alternativamente, este incremento también podría conseguirse a través de una importante reforma que incrementara la apertura comercial en 5 puntos porcentuales (en torno al doble del incremento previsto para 2017-19 en las economías de la OCDE en comparación con el periodo 2014-16), o mediante una reforma provechosa de dos años de duración en la regulación de los mercados de bienes que sea algo mayor de lo observado típicamente en el pasado. Un aumento de la proporción del gasto empresarial en I+D en el PIB también puede impulsar la PTF, pero los efectos son comparativamente menores, con un incremento de 0,1 puntos porcentuales (que equivale aproximadamente a la diferencia entre el gasto anual en las economías de la OCDE en 2014-15 y el gasto registrado en la década anterior), y aumentando la PTF en un 0,1% tras cinco años.

Las simulaciones del modelo NiGEM se realizan de manera prospectiva, de forma que los actores privados y los mercados financieros comiencen a ajustar su comportamiento en previsión del aumento del producto en el futuro. Se permite que las políticas monetaria y fiscal sigan siendo endógenas.

Incrementos del producto resultantes de un mayor progreso técnico en las economías avanzadas

PIB a precios constantes, diferencia con respecto al escenario base, en porcentaje.



Fuente: Cálculos de la OCDE.

Con todo ello, el impacto positivo de oferta aumentaría el crecimiento del PIB en la OCDE en cerca de $\frac{1}{4}$ puntos porcentuales al año durante 2018-19, y en un 0,1 punto porcentual promedio adicional al año durante el periodo 2020-23, tal que los niveles de PIB en las economías OECD sea 0,9% mayor que 2023.. Los incrementos del producto son mayores en Estados Unidos que en la zona euro o Japón (véase figura siguiente), lo cual refleja una respuesta de la inversión más dinámica y una respuesta más rápida de los salarios reales ante la mejora de la eficiencia laboral. El crecimiento de la inversión empresarial es entre 1 y 2 puntos porcentuales superior en 2018 en las economías avanzadas que en el escenario de referencia y, para el año 2023, el stock de capital es casi un 1% superior al escenario de referencia en Estados Unidos (y también a la del Reino Unido y Canadá) y en torno a 0,7% superior al escenario de referencia en Japón y la zona del euro.

Recuadro 1.1. La adopción de reformas más profundas reforzaría las perspectivas de crecimiento (Cont.)

Los salarios reales también aumentan gradualmente, en un 0,1-0,3% en relación al escenario base en las principales economías avanzadas en 2019 y en un 0,5% promedio hasta 2023, generando unos efectos más sólidos en Estados Unidos que en el resto de países. A su vez, esto contribuye a reforzar el consumo. El impulso generalizado sobre el producto en las economías avanzadas también genera unos ligeros efectos colaterales positivos en las economías de mercado emergentes y en el comercio mundial. En líneas generales, el crecimiento del PIB mundial se ve impulsado en cerca de un 0,1 punto porcentual al año promedio hasta 2023, mientras que el crecimiento del comercio mundial aumenta en torno a 0,2 puntos porcentuales al año durante el mismo periodo.

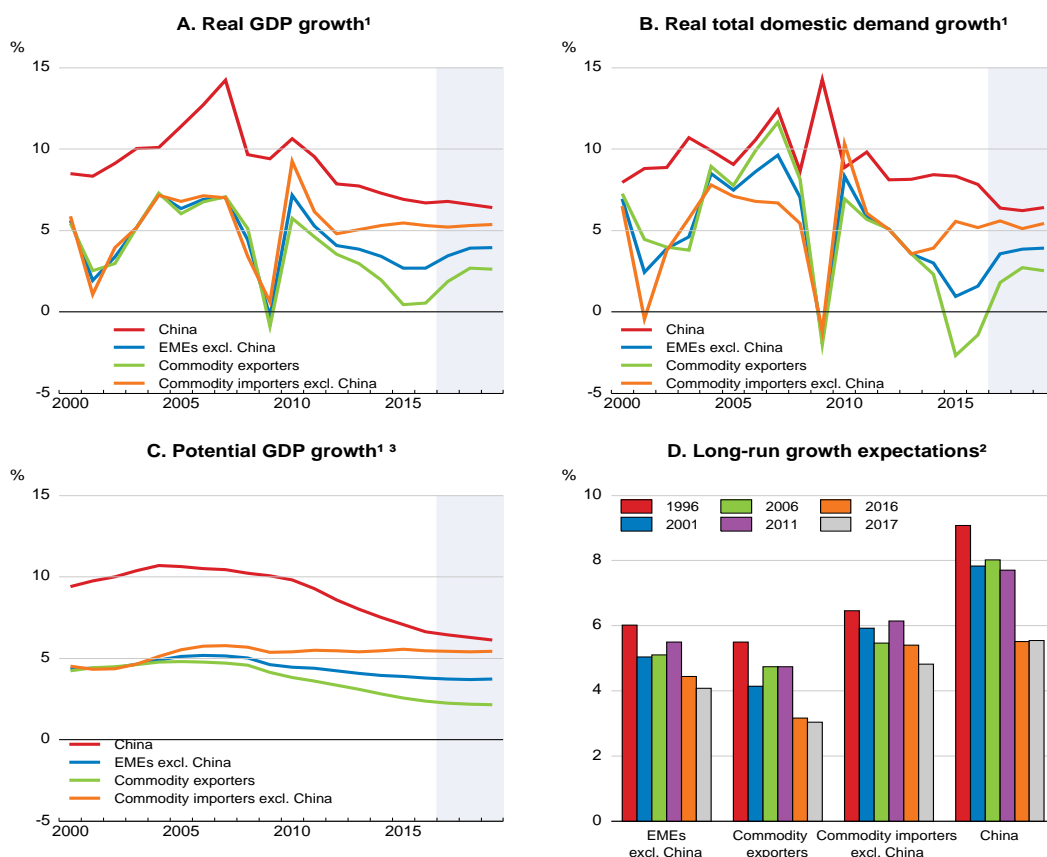
Se necesitan reformas para mejorar las perspectivas de crecimiento en las economías de mercado emergentes

Es fundamental conseguir un fortalecimiento sostenido del crecimiento en las EMEs para que el crecimiento mundial regrese a niveles superiores a largo plazo, teniendo en cuenta su peso cada vez mayor en el comercio y el producto mundiales. No obstante, el crecimiento del PIB se ha reducido en líneas generales en estos países desde la primera década de este siglo, al tiempo que la aplicación de políticas estructurales se ha ralentizado y en algunos países están surgiendo presiones demográficas. El proceso de convergencia en términos de PIB per cápita se ha ralentizado en muchos EMEs.

En los últimos años, el menor crecimiento de las principales economías de mercado emergentes se ha debido fundamentalmente a la moderación gradual del crecimiento en China, y a una ralentización más significativa en las economías exportadoras de materias primas (Figura 1.11, Panel A). La demanda doméstica ha sido especialmente débil en muchas de estas últimas economías (Figura 1.11, Panel B). El crecimiento en las principales EMEs importadoras de materias primas (excluida China) también ha descendido, pero en menor medida. Como discutido anteriormente, está mejorando el crecimiento en las economías de mercado emergentes (sin incluir China), ayudadas por la recuperación de Brasil y Rusia, dos de los principales productores de materias primas, y el estímulo generado por las políticas adoptadas en China. No obstante, se espera que este repunte sea moderado en comparación con los niveles anteriores a la crisis, lo cual refleja un crecimiento de la demanda exterior relativamente modesto y la necesidad de adoptar reformas adicionales para fortalecer la demanda interna.

Uno de los riesgos es que la recuperación cíclica podría decepcionar en caso de que se produjera en China una ralentización más abrupta de lo previsto en la actualidad, en vista de los fuertes vínculos que tienen las economías asiáticas de menor tamaño y los exportadores de materias primas con China a través de las cadenas de valor mundiales (Figura 1.12). Las vulnerabilidades financieras, como los elevados niveles de deuda, el desajuste entre la deuda denominada en una moneda y los ingresos denominados en otra, y el aumento de los préstamos morosos en algunas economías de mercado emergentes, también podrían empañar las perspectivas de crecimiento a corto plazo. Asimismo, los flujos de capital pueden experimentar una mayor volatilidad en caso de que cobren ritmo las medidas para normalizar la política monetaria en algunas economías avanzadas.

Figura 1.11. El crecimiento del PIB es moderado en las economías de mercado emergentes y las perspectivas a medio plazo han descendido

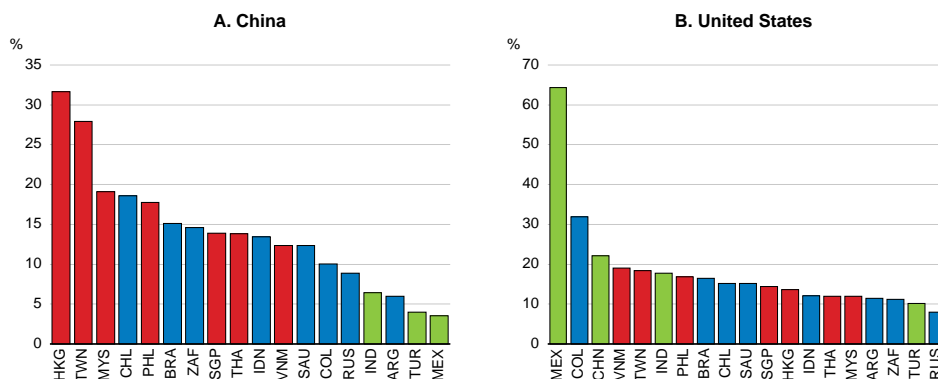


- 1.- Los exportadores de materias primas son: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Indonesia, Rusia, Arabia Saudita, Sudáfrica y otros productores de petróleo ajenos a la OCDE. Los importadores de materias primas (excluida China) son: India, México, Turquía y las economías asiáticas dinámicas (Taipéi Chino, Hong Kong - China, Malasia, Filipinas, Singapur, Tailandia y Vietnam). Las economías de mercado emergentes (excluida China) incluyen los países del grupo de exportadores de materias primas y del grupo de importadores de materias primas. Los datos totales de los países se basan en ponderaciones del PIB (en términos de PPA).
- 2.- Crecimiento medio del PIB anual previsto durante los próximos 10 años en las previsiones de consenso a largo plazo con respecto a los años indicados. Los exportadores de materias primas son: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Indonesia, Perú, Rusia, Ucrania y Venezuela. Los importadores de materias primas (excluida China) son: Bulgaria, Taipéi Chino, Hong Kong - China, India, Malasia, México, Filipinas, Rumanía, Singapur, Tailandia y Turquía. Los datos totales de los países se basan en ponderaciones del PIB (en términos de PPA).
- 3.- Estimaciones basadas en la función de producción del producto potencial en Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, India, Indonesia, México, Rusia, Turquía y Sudáfrica. Estimaciones basadas en el filtro de HP del producto potencial en Arabia Saudita, las economías asiáticas dinámicas y otros productores de petróleo ajenos a la OCDE.

Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 102; Consensus Economics; y cálculos de la OCDE.

Figura 1.12. China es un importante socio comercial para las economías asiáticas de menor tamaño y los exportadores de materias primas

Porcentaje del valor agregado doméstico en la demanda final en 2014



Nota: Estimaciones TiVA Nowcast de la OCDE. El color rojo se corresponde con las economías asiáticas dinámicas, el color azul con los exportadores de materias primas y el color verde con los importadores de materias primas.

Fuente: Cálculos de la OCDE.

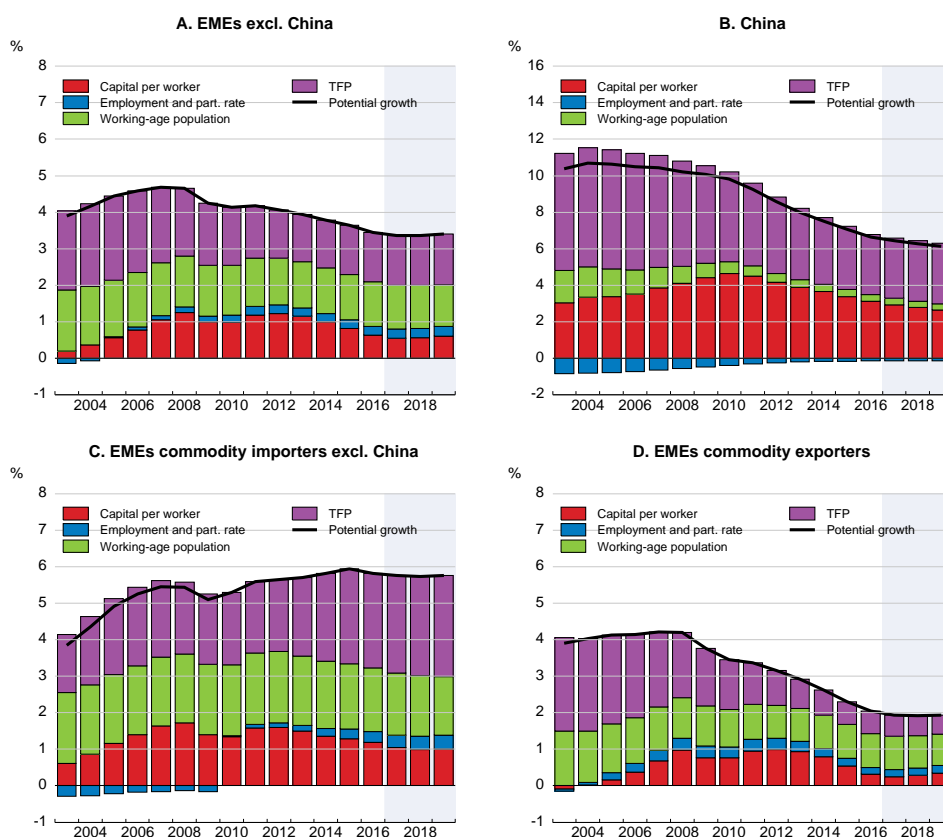
Las perspectivas de mayor crecimiento del PIB y PIB per cápita en las economías de mercado emergentes dependerán del grado en que mejore el lado de la oferta y, en particular, de si se puede fortalecer lo suficiente el crecimiento de la inversión y la productividad para superar las dificultades demográficas en algunos países y una moderación adicional del crecimiento en China. En el conjunto de las economías de mercado emergentes, las estimaciones del crecimiento potencial han descendido en la última década, sobre todo en China y en muchos países exportadores de materias primas (Figura 1.11, Panel C). Sin incluir China, el crecimiento potencial del producto en las economías de mercado emergentes importadoras de materias primas ha permanecido relativamente sin cambio. Asimismo, se refleja una ralentización subyacente en el progresivo descenso de las expectativas de consenso a largo plazo sobre el crecimiento medio anual para la próxima década en las economías de mercado emergentes (Figura 1.11, Panel D), reduciendo probablemente los incentivos a la inversión.⁸ Los principales factores que subyacen a la ralentización del crecimiento potencial son:

- El aporte de capital por trabajador en los países exportadores de materias primas ha sido particularmente débil en los últimos años (Figura 1.13; Banco Mundial, 2017). A pesar de sus ascensos recientes, el precio de la mayoría de las materias primas sigue situándose muy por debajo de los máximos registrados en 2008 y en 2011-14, lo cual deprime el gasto de capital (Deutsche Bundesbank, 2015). En China, la inversión sigue siendo un factor clave que refuerza el crecimiento (OCDE, 2017d), pero su ritmo se ha moderado, reflejando en parte los ajustes necesarios para reducir el exceso de capacidad en determinados sectores.

8. Desde 2011, las expectativas del crecimiento medio anual durante la próxima década han descendido 2 puntos porcentuales en China y cerca de 1½ puntos porcentuales en el resto de principales economías de mercado emergentes.

- El crecimiento de la productividad total de factores (PTF) también se ha desacelerado, en especial en los países exportadores de materias primas y en China. En parte, esto se debe a un crecimiento más débil del comercio y de la inversión desde la crisis. No obstante, el crecimiento de la PTF se ha mantenido en niveles relativamente óptimos en el resto de principales países importadores de materias primas. En parte, esto refleja la adopción de un ritmo más sólido de reformas estructurales en la India desde 2014 (OCDE, 2017e), y las importantes reformas implantadas en México para potenciar el crecimiento (OCDE, 2017f).
- La evolución demográfica en algunas economías de mercado emergentes ha sido menos favorable, en especial en China y, en menor medida, en muchos países exportadores de materias primas.

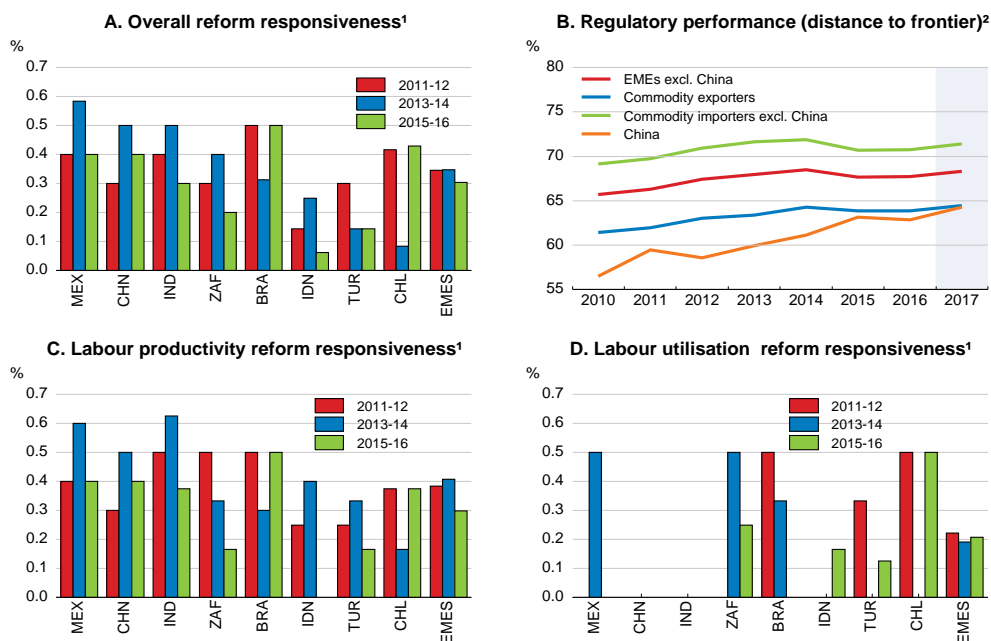
Figura 1.13. El crecimiento potencial del PIB ha descendido en muchas economías de mercado emergentes



Nota: Las contribuciones al crecimiento del producto potencial se expresan en puntos porcentuales. Los exportadores de materias primas son: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Indonesia, Rusia y Sudáfrica. Los importadores de materias primas (excluida China) son: India, México y Turquía. Los datos totales de los países se basan en ponderaciones del PIB (en términos de PPA).

Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 102; y cálculos de la OCDE.

Figura 1.14. La capacidad de respuesta a las reformas y las mejoras en la calidad regulatoria han descendido en muchas economías de mercado emergentes



1. Respuesta a las recomendaciones del informe Going for Growth en las economías de mercado emergentes. El total de las economías de mercado emergentes se corresponde con el promedio simple de las economías de mercado emergentes que se indica en el gráfico.
2. Los exportadores de materias primas son: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Indonesia, Rusia, Arabia Saudí y Sudáfrica. Los importadores de materias primas (excluida China) son: Taipéi Chino, Hong Kong - China, India, Malasia, México, Filipinas, Singapur, Tailandia, Turquía y Vietnam. Los datos totales se basan en promedios simples.

Fuente: OCDE (2017), Economic Policy Reforms 2017, Going for Growth, OCDE, París; base de datos Doing Business del Banco Mundial; y cálculos de la OCDE.

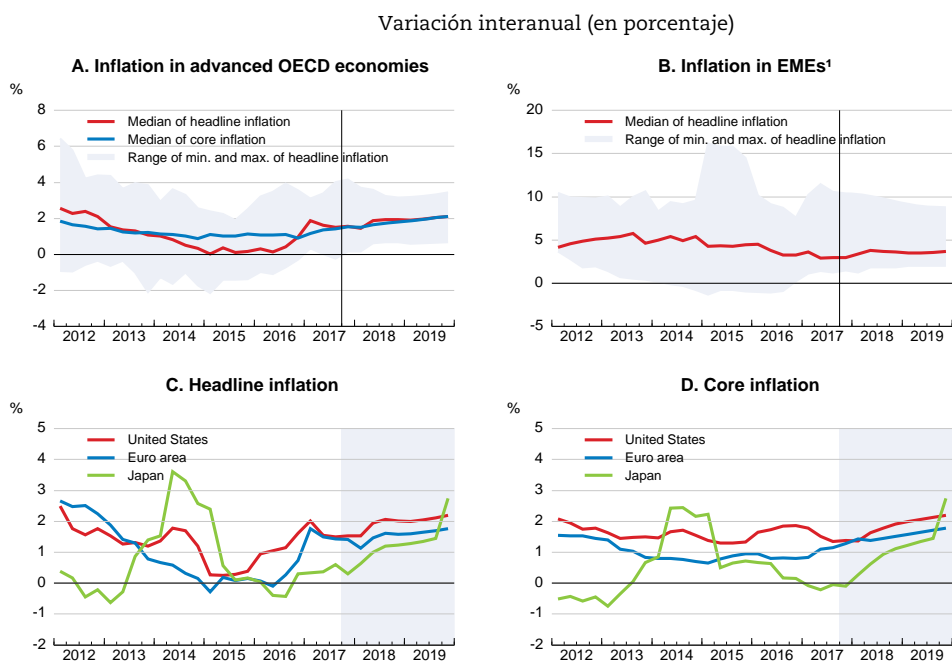
Para mejorar las perspectivas de crecimiento a mediano plazo en las economías de mercado emergentes, es fundamental que se acelere el ritmo de adopción de políticas estructurales que impulsen el crecimiento de la productividad, lo cual incluye la adopción de regulaciones más favorables a la competencia y medidas para incrementar los niveles de utilización de la mano de obra. Según los indicadores de la OCDE, en los últimos años, se han reducido los avances en la adopción de reformas estructurales en muchas economías de mercado emergentes, en especial en políticas dirigidas a impulsar la productividad laboral (OCDE, 2017b; Figura 1.14). Otras magnitudes de la evolución del entorno regulatorio, como el estudio *Doing Business* del Banco Mundial, sugieren que la calidad de las regulaciones en relación con los países en la frontera ha permanecido prácticamente sin cambios en la mayoría de las economías de mercado emergentes desde 2014 (Figura 1.14, Panel B). Reducir los obstáculos al comercio exterior, a la inversión y a la entrada de empresas, y disminuir el control estatal sobre las empresas mejoraría la eficiencia en la asignación de capital e impulsaría el crecimiento del empleo (OCDE, 2017g). Asimismo, la adopción de medidas que impulsen directamente la inversión abordando las limitaciones estructurales y ampliando la inversión pública en infraestructura y capital humano, en donde existe margen fiscal, también promovería un mayor crecimiento potencial. Abordar las potenciales vulnerabilidades financieras y mejorar las prácticas de gestión de riesgos también podría reforzar la resiliencia en muchas economías de mercado

emergentes, ofreciendo un entorno más estable que promueva las inversiones a largo plazo (Capítulo 2). Asimismo, la existencia de unos mercados de capital más profundos también mejoraría la eficiencia en la asignación de capital y apoyaría la creación de empleo.

Se prevé que las presiones inflacionistas sigan siendo moderadas

La inflación medida por el IPC se redujo a mediados de 2017 en la mayoría de las principales economías avanzadas y de mercado emergentes, ayudada por la moderación de los precios de la energía (Figura 1.15). Entre tanto, la inflación subyacente de las economías avanzadas se ha mantenido en niveles bajos en términos generales a pesar del repunte cíclico generalizado y la absorción continuada de capacidad ociosa en las economías. Aparte del débil crecimiento de los salarios (según se indica más adelante), este escenario deja dudas sobre el alcance del excedente de capacidad y la medida en que determinados factores nacionales o internacionales puedan estar contribuyendo a limitar las presiones inflacionistas en las economías avanzadas (Figura 1.16):

Figura 1.15. Se prevé que la inflación siga manteniéndose en niveles moderados en las principales economías



Nota: La inflación se basa en el índice armonizado de precios al consumo en el caso de los países de la zona euro y el Reino Unido, en las series nacionales de inflación medida por el IPC en Canadá y Japón y en las economías de mercado emergentes, y en el deflactor del consumo privado en el caso de Estados Unidos. Las tasas de inflación de Japón en 2014 y en el cuarto trimestre de 2019 se ven afectadas por el incremento efectivo y previsto del impuesto sobre el consumo. La inflación subyacente excluye los precios de la energía y alimentos.

1.- Las economías de mercado emergentes incluyen Brasil, China, Costa Rica, Hungría, India, Indonesia, México, Polonia, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 102; y cálculos de la OCDE.

- Los avances tecnológicos y la competencia tanto a nivel nacional como internacional están frenando la subida de precios de los bienes, excepto los de la energía y la alimentación, generando descensos de precios en Estados Unidos y

Japón e incrementos muy débiles en la zona euro y en algunos servicios (Auer y Fischer, 2010). Esta evolución es especialmente evidente en los servicios de comunicación, al tiempo que se han intensificado recientemente los persistentes aportes negativos de los precios de las comunicaciones en las principales economías de la OCDE.

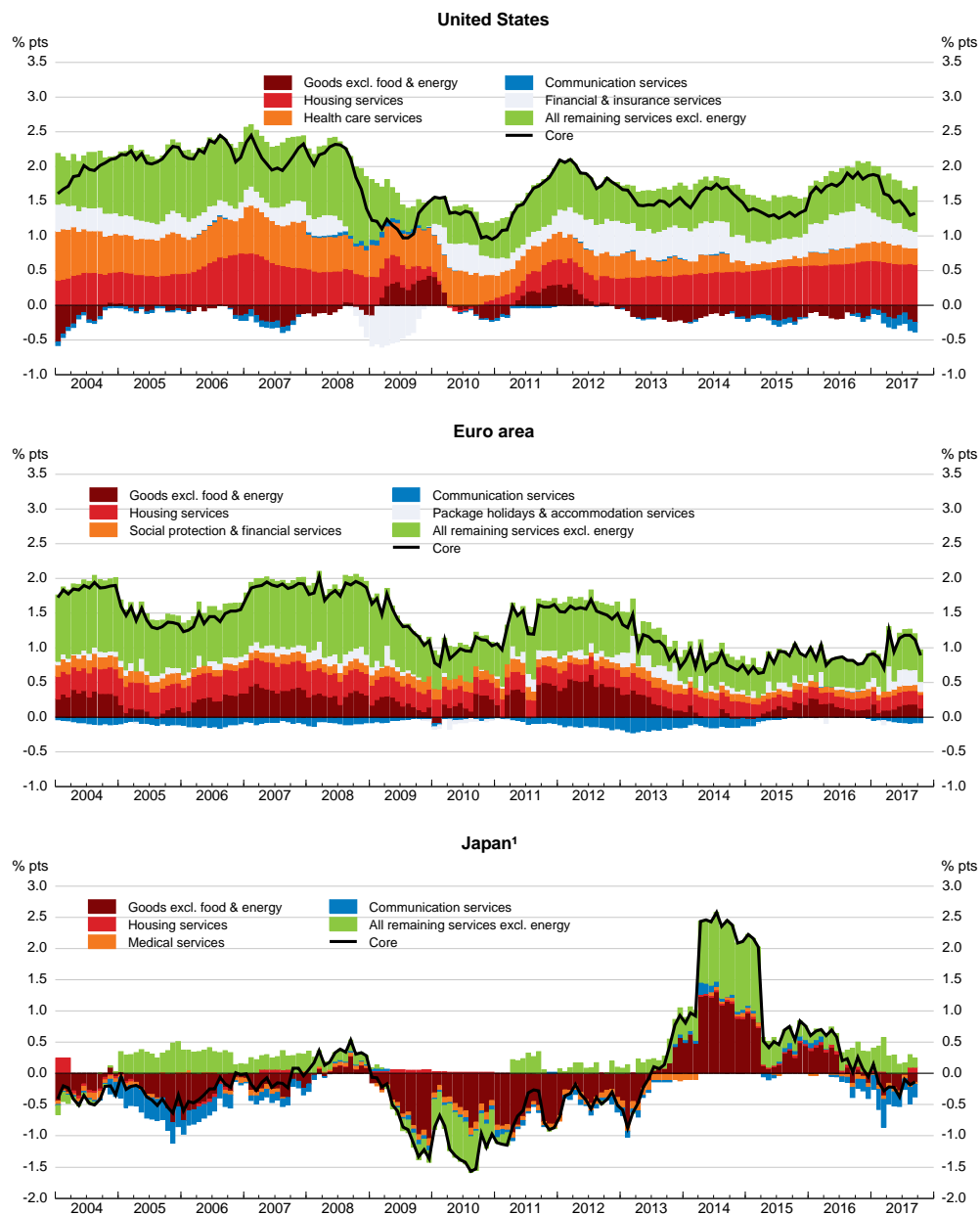
- Puede que las expectativas de inflación se hayan debilitado por el prolongado período de baja inflación registrado. En particular, en Japón, la inflación subyacente – que se mantiene en niveles cercanos a cero – reflejando posiblemente las expectativas retrospectivas de la inflación por parte de los productores. Asimismo, en varias economías europeas, la moda de la distribución de los cambios en los precios de los componentes desagregados de la inflación subyacente ha empezado a girar hacia la izquierda desde 2014-15, pasando a estar algo menos dispersa en comparación con el periodo previo a la crisis – indicando posiblemente una convergencia en la fijación de precios en torno a un bajo nivel de inflación (Figura 1.17).⁹
- Existen factores específicos de determinados países que también están empujando a la baja la inflación en las principales economías avanzadas. La moderación reciente de la inflación en Estados Unidos, que ha resultado especialmente llamativa, se ha visto motivada por la menor contribución de los precios de los servicios financieros y el escaso incremento de los precios en los servicios médicos, al tiempo que estos últimos reflejan los cambios a más largo plazo en la regulación (Lorenzoni et al., 2017). En la zona del euro, aunque la inflación de precios en los servicios ha aumentado recientemente (sobre todo gracias a los cambios puntuales en los precios relacionados con el turismo), esta variable sigue situándose por debajo de los niveles anteriores a la crisis, lo cual refleja un menor dinamismo de los precios de los servicios en relación con la vivienda y una serie de categorías diversas de servicios.

En las EMEs de mayor tamaño, en general la inflación ha descendido este año, sobre todo en Brasil y Rusia ayudada por las anteriores apreciaciones de sus monedas. En la India, la inflación medida por el IPC también ha caído por debajo de su objetivo, reflejando en parte factores de transición entre los que se incluyen la desmonetización, la buena temporada de monzones, los importantes descuentos aplicados antes de que se implante el impuesto sobre bienes y servicios y la solidez de la rupia.

9. No se han observado cambios similares en Alemania y Estados Unidos. Además, los cambios han provocado un estrechamiento significativo de la distribución de los cambios de precios ponderados por su peso respectivo en la inflación subyacente.

Figura 1.16. Los recientes bajos niveles de inflación subyacente han venido motivados por una mezcla de factores idiosincráticos y tendencias de largo plazo

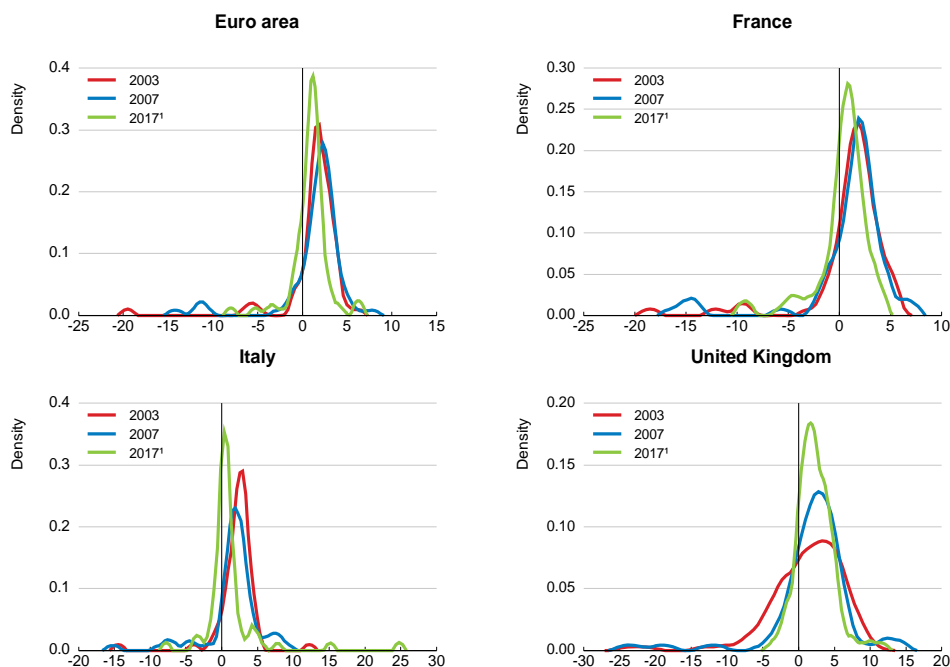
Contribuciones a la inflación subyacente interanual en puntos porcentuales



1.- La inflación subyacente difiere de la definición nacional y excluye los precios de la energía y alimentos. El repunte en la inflación subyacente de Japón en 2014 se debe al aumento del impuesto sobre el consumo.

Fuente: Ministerio de asuntos internos y comunicaciones de Japón; Bureau of Economic Analysis; Eurostat; y cálculos de la OCDE.

Figura 1.17. La distribución de los cambios desagregados de precios en la inflación subyacente se ha vuelto menos dispersa



Nota: Las distribuciones se calculan con relación a los cambios de precios en los componentes de la inflación subyacente, esto es, excluidos los precios de la energía y la alimentación, a un nivel de desagregación de 4 dígitos con frecuencia anual.

1.-Los datos de 2017 se calculan como los cambios medios registrados entre enero y octubre de 2017.

Fuente: Eurostat; y cálculos de la OCDE.

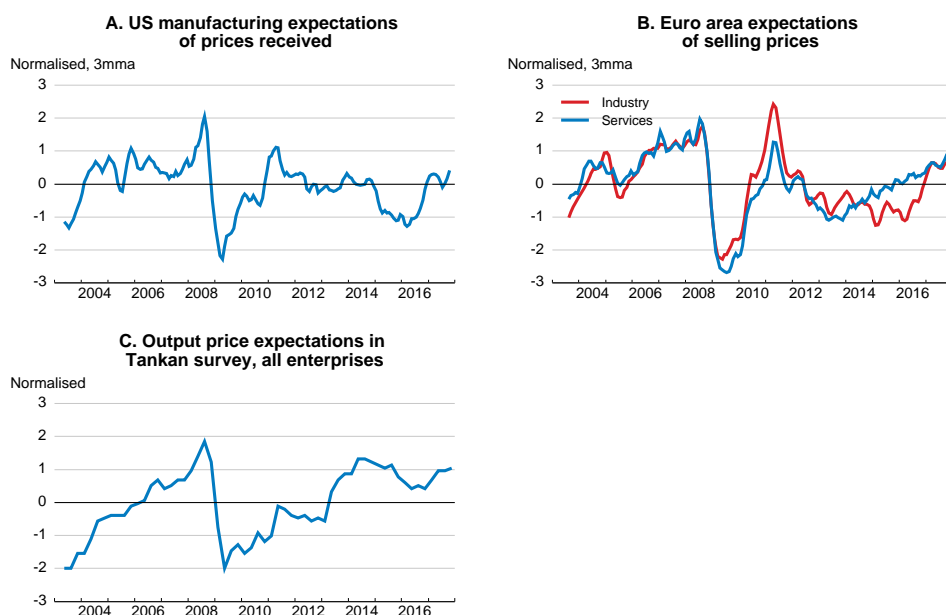
Se prevé que la inflación mediana en las economías avanzadas aumente ligeramente a niveles de casi el 2% para finales de 2019, superando el objetivo de inflación en Estados Unidos pero situándose por debajo del objetivo en la zona euro y en Japón (Figura 1.15).¹⁰ La inflación medida por el IPC se verá motivada por el reciente incremento de los precios del petróleo a corto plazo y posteriormente por unas mayores presiones sobre los costes salariales que se deriven de las mejoras registradas por el mercado laboral, aunque dichas presiones salariales prácticamente han sido modestas hasta ahora. El aumento de la inflación de precios es coherente con el reciente fortalecimiento de las expectativas empresariales con respecto a los precios de venta en las principales economías de la OCDE (Figura 1.18). Sin embargo, las proyecciones de la inflación están sujetas a un alto grado de incertidumbre, teniendo en cuenta la débil relación entre los precios y las magnitudes de capacidad ociosa y las excesivas predicciones de la inflación en los dos últimos años.¹¹ En la mayoría de las economías de mercado emergentes, asumiendo que los tipos de cambio se mantengan invariables, se prevé que la inflación se estabilice en niveles bajos, como reflejo de la desaparición de los recientes shocks experimentados por los precios y de unas expectativas de inflación mejor ancladas. No obstante, en caso de que se normalice más rápido de lo esperado la política monetaria en las economías

10. En Japón, el incremento previsto del impuesto sobre el consumo en el último trimestre de 2019 se prevé que impulse la inflación interanual en 1,1 puntos porcentuales.

11. Los errores de las previsiones de consenso a dos años de la inflación medida por el IPC en 2015-16 se debieron a sobrestimaciones en un promedio de entre 1 y 1¼ puntos porcentuales en la zona del euro, Japón y Estados Unidos.

avanzadas, la consiguiente depreciación de la moneda local en las economías de mercado emergentes podría agravar las presiones inflacionistas, a menos que se produzca un endurecimiento complementario de las políticas nacionales.

Figura 1.18. Las expectativas empresariales sobre los precios de venta han mejorado



Nota: 3 mma se refiere a la media móvil de 3 meses.

Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos; Comisión Europea; Banco de Japón; y cálculos de la OCDE.

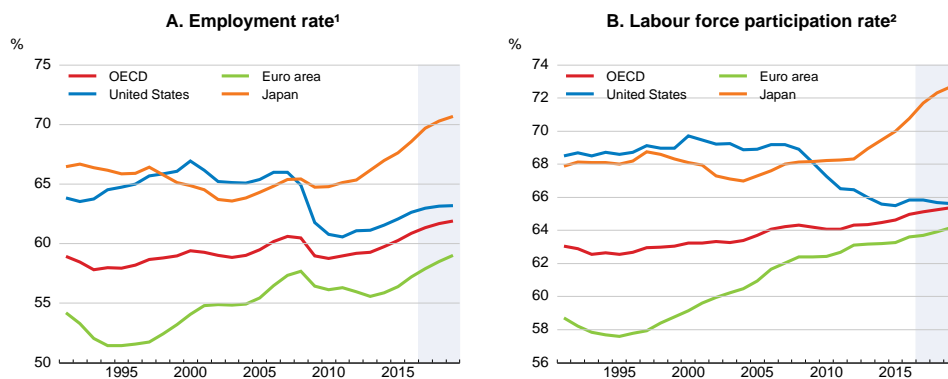
Los resultados del mercado laboral siguen siendo desiguales

La evolución del mercado laboral continúa mejorando en las economías avanzadas pero sigue siendo desigual. Las tasas de empleo y de participación en la fuerza laboral de muchos países se encuentran ahora por sobre los niveles anteriores a la crisis (Figura 1.19), ayudadas por las reformas que han mejorado la participación, disminuido las opciones hacia una jubilación anticipada, potenciado la creación de empleo y reducido las barreras para la incorporación de la mujer al mercado laboral. Los resultados de Estados Unidos son una excepción importante entre las principales economías avanzadas, posiblemente asociado en parte a la mayor incidencia de deficientes condiciones de salud y discapacidades, incluido el aumento de las prescripciones de opioides (Krueger, 2017). En las economías de la OCDE en su conjunto, los niveles de empleo de los trabajadores de mayor edad (55 años o más) han aumentado con fuerza, pero los niveles de empleo juvenil y de individuos en edad más productiva apenas se encuentran en el mismo nivel, o incluso por debajo, que los registrados antes de la crisis.¹²

12. Sin embargo, la tasa armonizada de desempleo juvenil ha descendido a los niveles anteriores a la crisis.

El crecimiento salarial también sigue siendo moderado en la mayoría de las principales economías, a pesar del aumento del empleo y del descenso del desempleo (Figura 1.20, Panel A). En el conjunto de las economías de la OCDE, está previsto que el crecimiento de los salarios reales siga siendo moderado durante 2017-19, justo por sobre 0,6% al año en promedio, en comparación con el 0,4% anual registrado en promedio durante 2014-16 (Figura 1.20, Panel B).¹³ Esto ha contribuido al descontento popular con la evolución de la economía, dado que muchos hogares apenas han percibido un mínimo crecimiento de sus rentas disponibles en la última década, en especial en el tramo más bajo de la distribución de ingresos. En parte, el débil crecimiento de los salarios nominales se puede explicar por el tenue crecimiento de la productividad y la baja inflación. Asimismo, los principales indicadores convencionales de desempleo pueden que subvalúen el alcance de la capacidad ociosa cíclica restante en los mercados laborales de la OCDE (Cœuré, 2017; OCDE, 2017c). Muchos países todavía tienen un elevado nivel de trabajos a tiempo parcial involuntario en comparación con la década anterior a la crisis, lo cual implica que existe un cierto margen para incrementar el número de horas trabajadas a medida que se refuerza la demanda.¹⁴ En el conjunto de la OCDE, la tasa de trabajadores a tiempo parcial involuntarios en 2016 siguió siendo superior en más de 1 punto porcentual a la década anterior a la crisis, y en algunos países europeos esta brecha ha sido considerablemente mayor. Asimismo, existe un número comparativamente elevado de personas que están marginalmente vinculadas al mercado laboral, pero que podrían reincorporarse a la fuerza laboral si el crecimiento y la creación de empleo aumentaran nuevamente.

Figura 1.19. Las tasas de empleo y participación aumentan en las economías avanzadas



1.- Empleo como porcentaje de la población comprendida entre 15 y 74 años de edad.

2.- Fuerza laboral como porcentaje de la población comprendida entre 15 y 74 años de edad.

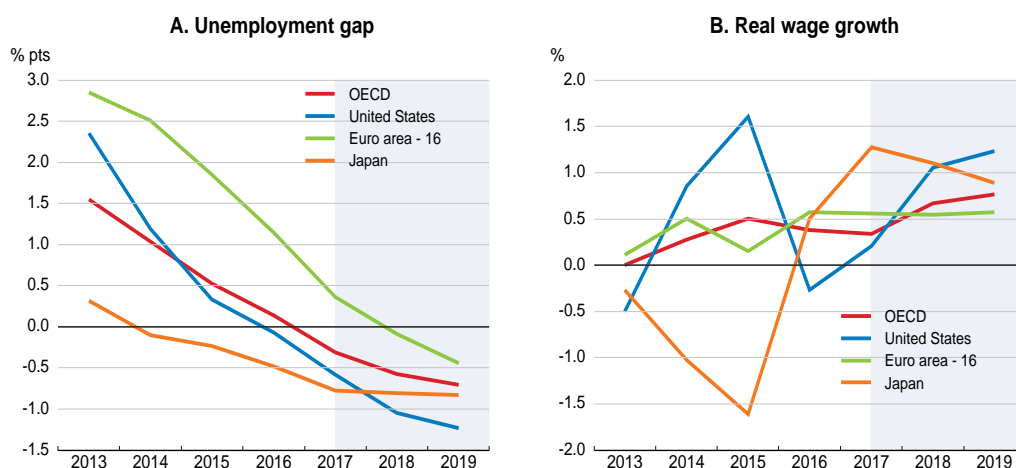
Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 102; y cálculos de la OCDE.

Los efectos de composición procedentes de factores como el aumento de la proporción de trabajos a tiempo parcial, la participación de la mujer en la fuerza laboral y la tasa creciente de empleo en los sectores de servicios de baja remuneración puede haber afectado al crecimiento generalizado de los salarios en los últimos años (Broadbent, 2015; Daly y Hobijn, 2017).

13. En el conjunto de las economías de la OCDE, el crecimiento anual de los salarios reales durante 2017-19 se sitúa justo por encima del 0,6% al año en promedio, ya sea calculado en base a salarios de productores (salarios nominales deflactados con el deflactor del PIB) o a salarios de consumidores (salarios nominales deflactados por el deflactor del consumo de los hogares).

14. Por el contrario, el trabajo a tiempo parcial por razones económicas ha regresado a los niveles anteriores a la crisis a medida que ha ido avanzando la recuperación.

Figura 1.20. El crecimiento salarial sigue en niveles moderados a pesar de la caída del desempleo



Nota: La brecha de desempleo es la diferencia entre la tasa de desempleo (definición nacional) y la tasa de desempleo estructural estimada. Los salarios nominales se representan como la retribución laboral por empleado. Los salarios reales se representan como los salarios nominales deflactados por el deflactor del PIB.

Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 102.

En las economías de la OCDE, la proporción del empleo a tiempo parcial con respecto al empleo total ascendió en 2¼ puntos porcentuales durante el período comprendido entre 2000 y 2016.¹⁵ En el mismo período, la participación de la mujer en el empleo total aumentó 2 puntos porcentuales, y cerca de dos tercios de este incremento se debió a empleos a tiempo parcial.

Al descomponer los cambios de la remuneración en impactos diferenciados resultantes de los cambios salariales para cada tipo de empleo (empleo a tiempo completo y a tiempo parcial para hombres y mujeres) y de los cambios en la incidencia de cada tipo de empleo en los distintos niveles de remuneración de grupos específicos, se puede obtener una estimación ilustrativa del impacto que generan estos cambios de composición en el crecimiento salarial promedio del conjunto de la economía durante un periodo prolongado (resultados promedio de todos los tipos de trabajadores). La diferencia entre el cambio general observado en los ingresos totales y la suma de los cambios salariales para cada categoría de empleo ofrece una estimación del impacto directo neto de los cambios de composición en el empleo (Figura 1.21).

- En algunos países europeos se han producido cambios absolutos significativos a partir de los cambios de composición, sobre todo como resultado de una menor incidencia en el empleo masculino a tiempo completo¹⁶
- No obstante, el impacto directo neto de los cambios de composición en el sueldo medio de todos los trabajadores parece ser relativamente moderado, a pesar de las

15. Los datos correspondientes a empleo tiempo completo y tiempo parcial se basan en una definición común de 30 horas semanales ordinarias de desempeño en el puesto de trabajo principal.

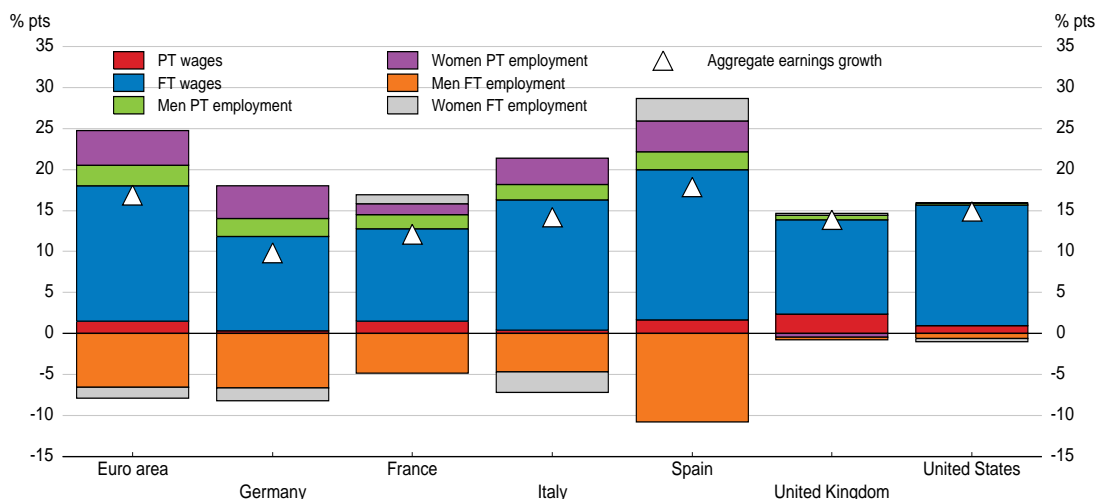
16. Estos cambios en composición pueden también haber ayudado al aplanamiento de la curva de Phillips en los últimos años (OECD, 2016b).

diferencias existentes en los niveles salariales por hora de los trabajadores en función del género y del estatus profesional.¹⁷ Las estimaciones netas implican que los efectos de composición redujeron el crecimiento de la remuneración promedio por hora (o por semana) en la zona del euro y en Estados Unidos en torno a un 0,1% al año en promedio durante el período indicado.¹⁸ Los efectos en determinados países de la zona del euro fueron mayores, cercanos al 0,2% anual promedio, lo cual refleja un mayor descenso en la proporción de trabajadores masculinos con empleo a tiempo completo.

- Las estimaciones relacionadas en el caso de Japón, en donde los cambios de composición en la estructura del empleo han sido relativamente importantes y el crecimiento salarial total ha sido relativamente débil, sugieren que el aumento del número de empleados a tiempo parcial puede que haya frenado el crecimiento de los ingresos en efectivo previstos en torno a $\frac{1}{4}$ punto porcentual al año durante el período 2015-16, y entre $\frac{1}{2}$ y $\frac{3}{4}$ punto porcentual al año durante el período 2012-14 (Banco de Japón, 2017).

Figura 1.21. Los cambios de composición apenas han tenido efectos moderados en el crecimiento de los salarios promedio

Contribuciones al cambio general de los salarios promedio en economías seleccionadas (2006-14 en todos los países de la UE y 2008-16 en Estados Unidos)



Nota: FT y PT hacen referencia a empleo a tiempo completo y empleo a tiempo parcial respectivamente. El indicador salarial de referencia es la remuneración promedio por hora en todas las economías de la UE y la mediana de los salarios semanales en Estados Unidos. Los datos de la UE excluyen las administraciones públicas y empresas con menos de 10 empleados.

Fuente: Eurostat, Structure of Earnings Survey; Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos, Current Population Survey; y cálculos de la OCDE.

17. Los efectos de composición también podrían afectar al cambio en los ingresos totales (ingresos por hora multiplicados por el número de horas trabajadas) dependiendo de los cambios en las horas anuales (o semanas) trabajadas por cada categoría de empleo. También puede darse el caso de que el aumento del número de trabajadores temporales y a tiempo parcial haya reducido el poder de negociación de los trabajadores a tiempo completo, y por tanto también su crecimiento salarial, y que haya efectos más marcados en algunos sub-períodos de la muestra utilizada.

18. El salario medio por hora en la zona del euro y la mediana de los ingresos semanales en Estados Unidos aumentaron un 16,9% y un 14,9% entre 2006-2014 y 2008-2016 respectivamente, lo cual implica un crecimiento medio anual del 2% y de 1,75% respectivamente.

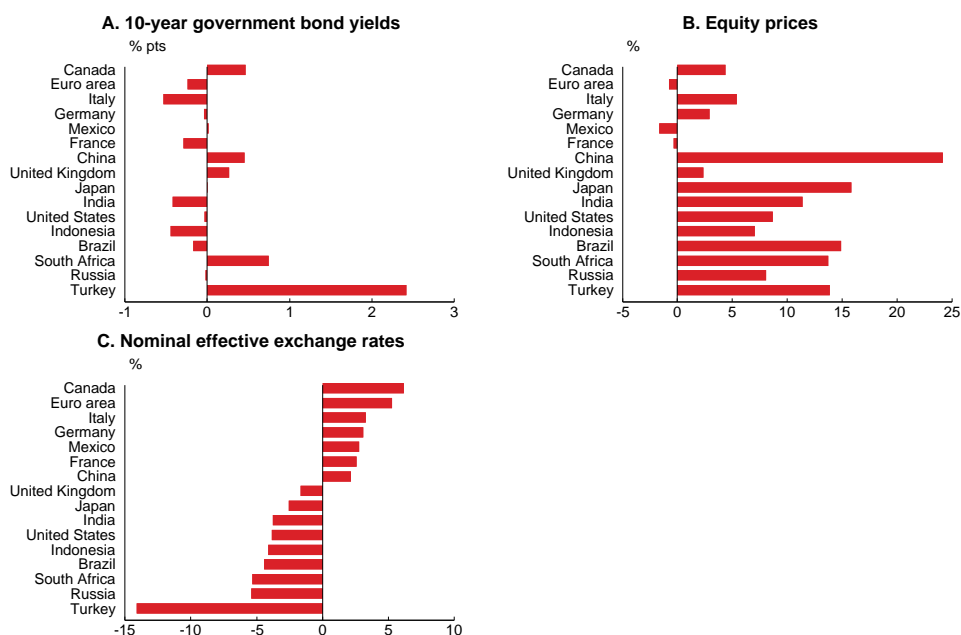
Las condiciones financieras siguen siendo acomodaticias pero persiste el riesgo de un repentino endurecimiento

En muchas economías avanzadas, los rendimientos de los bonos del Estado a largo plazo se han mantenido en niveles bajos desde principios de mayo (cuando se establecieron las hipótesis para el último informe de perspectivas económicas de la OCDE) (Figura 1.22). En varias economías europeas y Japón, entre la mitad y tres cuartas partes de los bonos del Estado siguen cotizando con rendimientos negativos. Los rendimientos de los bonos continuamente bajos parecen reflejar las expectativas, de los inversores, de mantenimiento de los tipos de interés oficiales en niveles muy bajos y de continuación en la reducción de primas por plazo en los bonos del Estado en los próximos años. Pero esto podría cambiar a medida que avance la normalización de la política monetaria, instando a los inversores a ajustar sus expectativas.¹⁹ Asimismo, en vista de que los bancos centrales se están convirtiendo en vendedores netos de bonos del Estado, las primas de riesgo soberanas también podrían aumentar. En la zona del euro, los tipos de interés a largo plazo actualmente reflejan mejor las diferencias en el endeudamiento público en comparación con los diferenciales anteriores a la crisis, pero las primas de riesgo soberanas podrían aumentar aún más en países con un elevado endeudamiento una vez que el BCE deje de comprar deuda pública (Figura 1.23).

Los precios de las acciones han aumentado en las principales economías avanzadas, en algunos casos hasta alcanzar los máximos posteriores a la crisis, favorecidos por el repunte generalizado del crecimiento mundial, el aumento de los beneficios empresariales y, en algunos países, la debilidad de la moneda local, con respecto a un entorno de tipos de interés aún bajos y una asunción sostenida de riesgos (Figuras 1.22 y 1.24). No obstante, la "mejora" también puede reflejar vulnerabilidades. En Estados Unidos y la zona del euro, los ratios precio-beneficio superan los promedios históricos, apuntando a una potencial sobrevaloración y a riesgos de una futura corrección. Asimismo, en Estados Unidos, han aumentado los riesgos percibidos de que se produzca un importante descenso en el índice S&P 500, medido por el índice SKEW.

19. Por ejemplo, si las primas por plazo aumentaran a sus niveles anteriores a la crisis en Estados Unidos, los rendimientos de los bonos subirían en casi 90 puntos porcentuales, lo cual, según los estudios, podría producirse como resultado de la normalización del balance de la Reserva Federal (Bonis et al., 2017a, b). Asimismo, si los tipos de interés oficiales en Estados Unidos evolucionaran en línea con las expectativas medianas del FOMC, en lugar de las implícitas por los precios de los mercados financieros, el rendimiento del bono estadounidense a 10 años aumentaría en cerca de 60 puntos básicos.

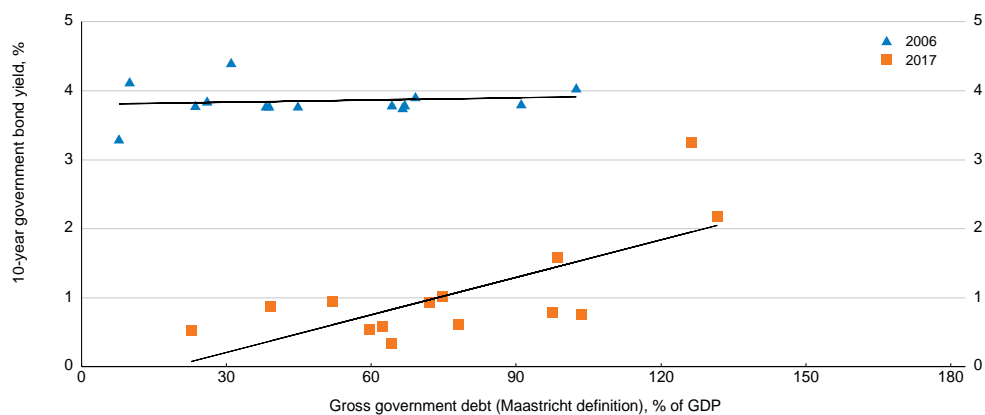
Figura 1.22. Variación en los rendimientos de los bonos, los precios de las acciones y los tipos de cambio desde principios de mayo



Nota: Cambios entre el 23 de noviembre y el 4 de mayo de 2017. Un incremento en el tipo de cambio efectivo nominal implica su apreciación.

Fuente: Thomson Reuters; OCDE, tipos de cambio (base de datos); y cálculos de la OCDE.

Figura 1.23. Los rendimientos de los bonos a largo plazo en la zona del euro reflejan las diferencias en la deuda pública mejor que antes de la crisis

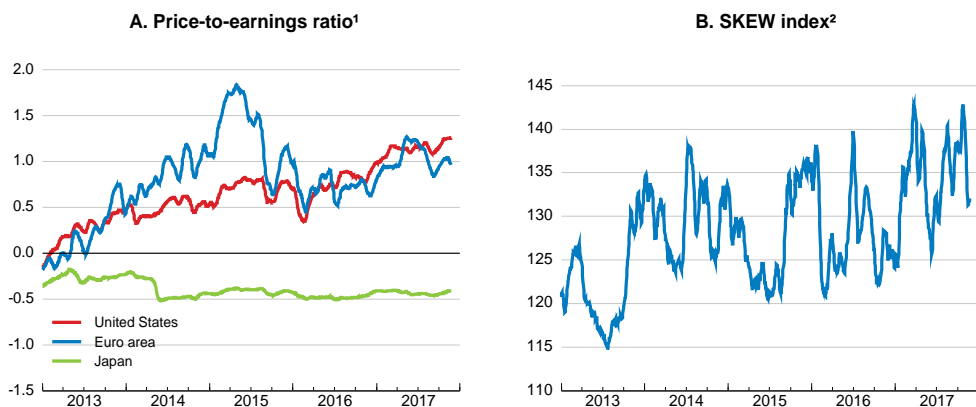


Nota: Sólo países miembros de la zona del euro que también son miembros de la OCDE, excluida Grecia. Los rendimientos de la deuda pública son promedios anuales. Los datos de 2017 hacen referencia a proyecciones de la OCDE.

Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 102.

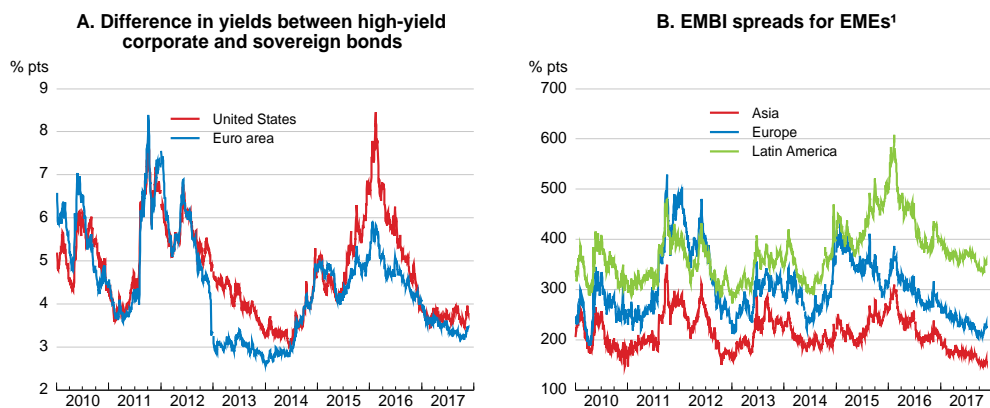
Figura 1.24. Evolución del mercado de valores

Media móvil de 15 días



- 1.- Los valores normalizados se basan en promedios históricos lo más extensos posibles expresados en desviaciones estándar.
- 2.- El índice SKEW del Chicago Board Options Exchange (CBOE) es un indicador basado en opciones del riesgo percibido de grandes variaciones (dos o más desviaciones estándares) a 30 días en la rentabilidad del S&P500. Las cifras superiores a 100 indican un sesgo negativo en la distribución (esto es, un riesgo de cola negativo). Dado que la desviación estándar varía con el tiempo, lo mismo sucede con la magnitud de los descensos previstos en la cotización de las acciones.

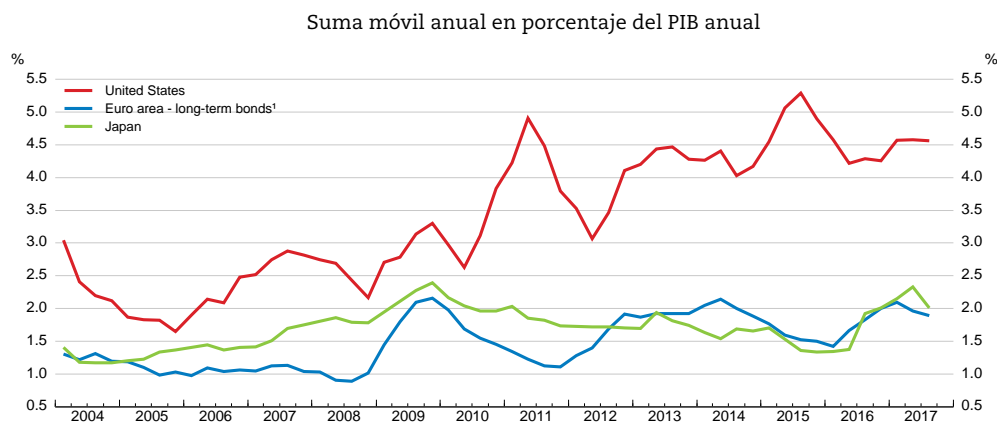
Fuente: Thomson Reuters; y cálculos de la OCDE.

Figura 1.25. Persiste la asunción de riesgos en los mercados de bonos

- 1.- EMBI representa el índice de bonos de J.P.Morgan Emerging Markets.

Fuente: Thomson Reuters; y cálculos de la OCDE.

Figura 1.26. Ha habido una fuerte emisión bruta de bonos por parte de las entidades no financieras



Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 102; Reserva Federal de Estados Unidos; BCE; Japan Securities Dealers Association; y cálculos de la OCDE.

El fuerte apetito de riesgo también es evidente en los mercados de bonos corporativos de la zona euro y Estados Unidos,²⁰ y los diferenciales entre los rendimientos de los bonos corporativos de alto rendimiento y públicos se mantienen en niveles cercanos a mínimos recientes de 2014, a pesar de su reciente recuperación (Figura 1.25), al tiempo que las emisiones de bonos se mantienen en niveles elevados (Figura 1.26). En Estados Unidos, las entidades no financieras han emitido más de 0,7 billones de dólares en bonos en lo que va de año, y es probable que 2017 se convierta en el tercer año consecutivo en el que las emisiones alcancen los 0,8 billones de dólares. Asimismo, se ha producido un descenso adicional en la calidad de las cláusulas que protegen los intereses de los titulares de bonos de baja calidad, incluido en Estados Unidos.²¹ Asimismo, la proporción de bonos de baja calidad con respecto al total de bonos corporativos emitidos ha ido aumentando desde la crisis financiera. En la zona del euro y en Japón, la emisión bruta de bonos por parte de entidades no financieras en relación con el PIB se ha mantenido en niveles importantes.

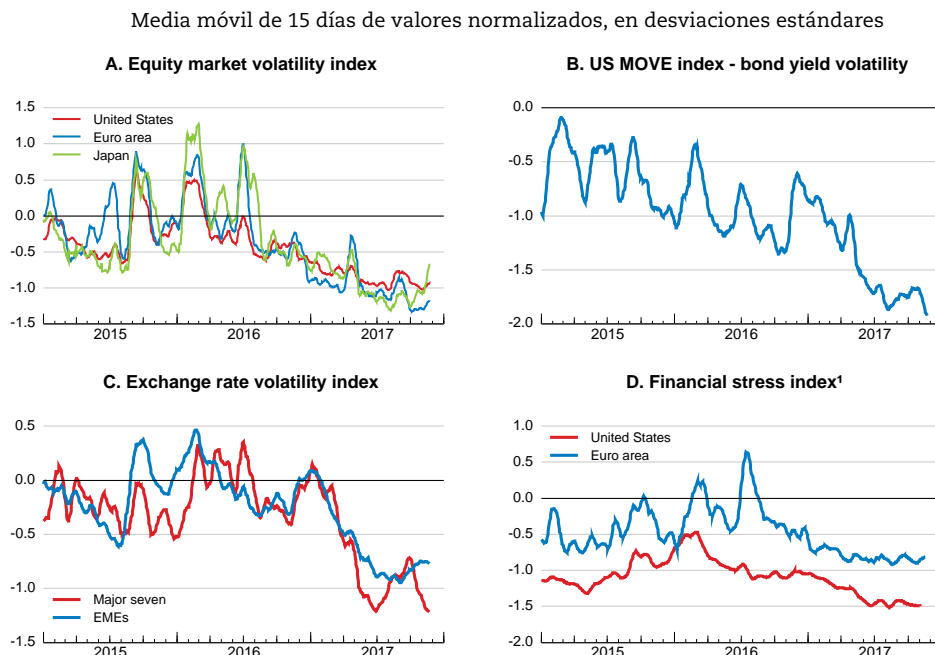
Los indicadores de volatilidad implícita han descendido hasta niveles muy bajos y los parámetros de tensión sistémica se mantienen en niveles bajos, aunque puede que infravaloren los riesgos (Figura 1.27). Los bajos niveles actuales de los índices de volatilidad se muestran en general en línea con los bajos niveles de incertidumbre percibida en el crecimiento económico futuro, especialmente en Estados Unidos, lo cual sugiere una percepción de bajo riesgo en los mercados financieros y en la economía real (Figura 1.28). No obstante, los índices de volatilidad de los mercados financieros tienden a verse muy afectados por la volatilidad real y no necesariamente son buenos predictores de la volatilidad futura. Un entorno prolongado de baja volatilidad, junto con una curva de rendimientos baja y plana, tiende a inducir un aumento de la asunción de riesgos y por tanto hace que el sistema financiero resulte más frágil (OFR, 2017). El descenso de la correlación entre activos y rentabilidades podría incentivar unas mayores exposiciones al riesgo, incitando a los inversores a que diversifiquen sus inversiones mediante la adquisición de activos más arriesgados y prácticas de gestión de riesgos basadas en la metodología Value-at-Risk o de control

²⁰ Se analiza con mayor detenimiento en el Capítulo 2.

²¹ El indicador de Moody's sobre la calidad de los *covenants* de bonos de alto rendimiento en Estados Unidos se situaba cerca de alcanzar mínimos históricos en septiembre; véase Moody's Investors Service, Global Credit Research, 10 de octubre de 2017.

de la volatilidad.²² En caso de que se produzcan cambios repentinos en la confianza de los mercados, estas estrategias procíclicas amplifican las correcciones de precios de los activos y la volatilidad.

Figura 1.27. La volatilidad de los mercados financieros se ha mantenido en niveles bajos



Nota: Los índices de volatilidad de los mercados de valores miden un rango simétrico esperado de movimientos en los principales índices bursátiles durante los 30 días siguientes. Estos datos se extraen a partir de contratos de opciones. El índice de MOVE (Merrill Lynch Option Volatility Estimate) y el índice de volatilidad de tipos de cambio son equivalentes al índice de volatilidad de los mercados de valores en el caso de títulos del Tesoro de Estados Unidos y tipos de cambio, respectivamente.

1. El índice de estrés financiero es el Composite Indicator of Systemic Stress para la zona euro y el St. Louis Fed Financial Stress Index para los Estados Unidos. Valores bajos de los índices implican menor estrés financiero.

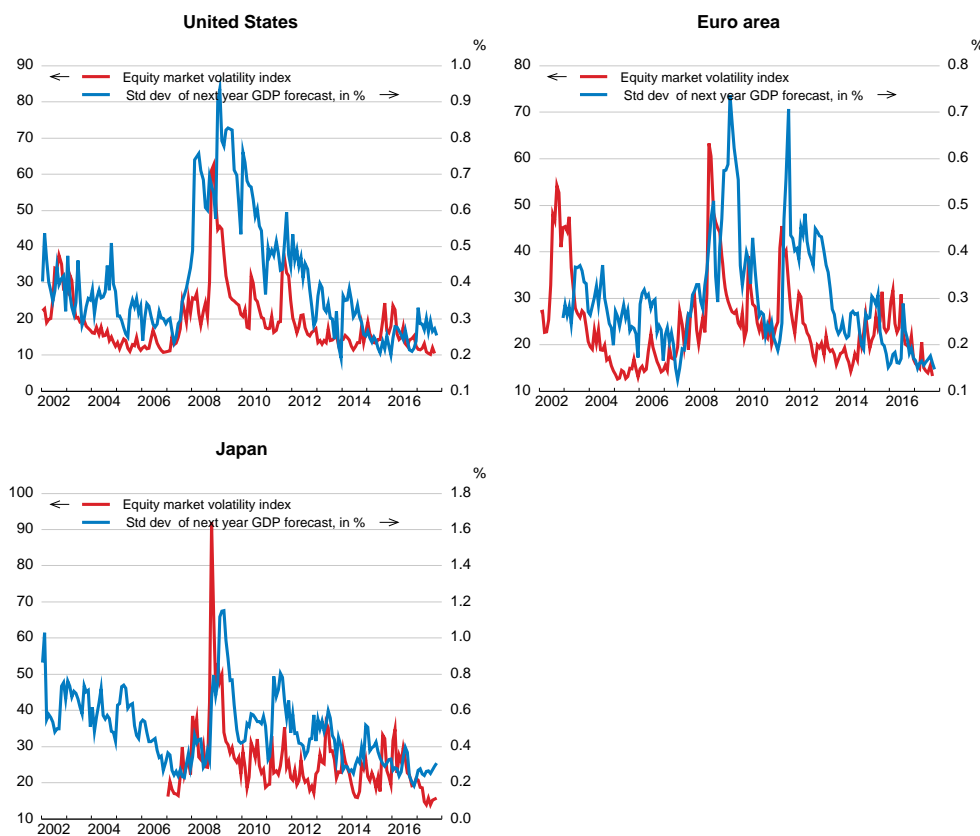
Fuente: Thomson Reuters; y cálculos de la OCDE.

Las turbulencias de los mercados de valores puede que se vean acentuadas por el aumento de las actividades de inversión indexadas, utilizadas especialmente por los denominados ETF (fondos negociados en el mercado). El volumen de activos gestionados por los ETF ha aumentado un 27% desde el inicio de 2017, alcanzando los 4,3 billones de dólares en todo el mundo (ETFGI, 2017), lo cual representa más del 5% de la capitalización bursátil en todo el mundo. La propia naturaleza de los ETF –esto es, unos bajos costes operativos y una elevada liquidez intradía– ha captado el interés de los inversores para invertir en estos fondos en lugar de en los activos subyacentes. No obstante, cuando los activos subyacentes son menos

22. Tanto la metodología Value-at-Risk como el control de la volatilidad son métodos para gestionar los riesgos de inversión que se basan en la volatilidad reciente del precio de los activos. Con el método Value-at-Risk, las posiciones de inversión se ajustan para limitar la pérdida potencial con arreglo a una probabilidad de la máxima pérdida potencial durante un período determinado que se relaciona positivamente con la volatilidad. En el caso del control de la volatilidad, la asignación entre activos seguros y de riesgo se ajusta de manera dinámica de manera que la volatilidad del valor total de la inversión se mantenga en línea con una referencia establecida de antemano.

líquidos que los ETF, los fondos pueden amplificar la volatilidad del mercado. De igual manera, la volatilidad podría ser intensificada por los inversores en ETF con motivaciones por rentabilidades a corto plazo. La demanda de estos inversores normalmente se evapora durante los periodos de turbulencias en el mercado (Cella et al., 2013) y las cotizaciones de las empresas incluidas en el mismo índice tienden a estar fuertemente correlacionadas durante dichos periodos (Da y Shive, 2014).

Figura 1.28. En líneas generales, la baja volatilidad es coherente con la baja incertidumbre percibida del crecimiento económico futuro

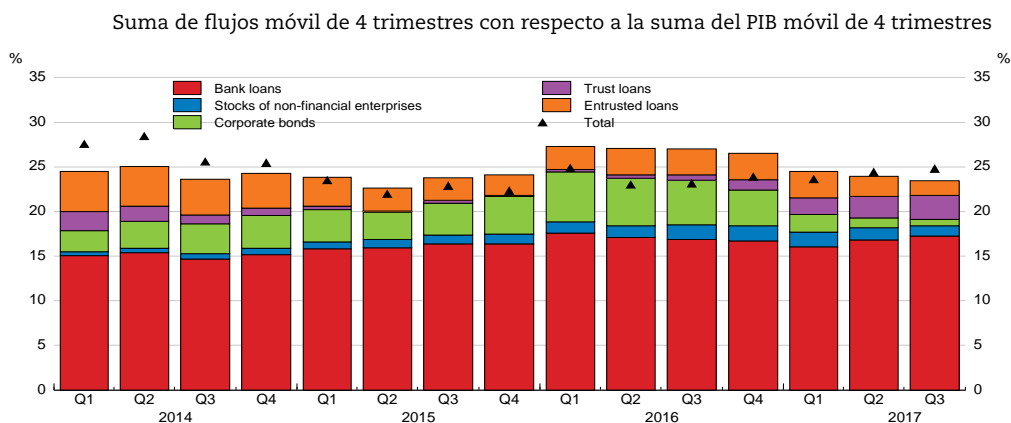


Nota: "Std dev" hace referencia a desviación estándar (en inglés).
Fuente: CBOE; Consensus Economics; y cálculos de la OCDE.

Las condiciones financieras se han endurecido en China pero se han relajado en otras grandes economías de mercado emergentes en un entorno caracterizado por la continuada asunción de riesgos. En China, esta evolución se ha debido fundamentalmente a las medidas macroprudenciales y de desapalancamiento adoptadas, que se han dirigido especialmente al sistema financiero en la sombra. No obstante, los flujos totales de financiación social en relación con el PIB siguen siendo voluminosos (Figura 1.29). En muchas otras economías de mercado emergentes, las cotizaciones de las acciones han subido y las divisas se han depreciado (Figura 1.22). Asimismo, en algunas economías, la orientación de la política monetaria se ha relajado y los tipos de interés a más largo plazo han descendido, en especial en Brasil, India e Indonesia (Figura 1.22). Los diferenciales de los rendimientos de los bonos soberanos con los rendimientos de los títulos del Tesoro de Estados Unidos han caído hasta o por debajo de niveles que no se veían desde 2014 en las economías de

mercado emergentes asiáticas y europeas (Figura 1.25). Las economías de mercado emergentes han seguido recibiendo flujos de capital a un ritmo similar al registrado en 2016, tras las breves salidas de capitales experimentadas a principios de año. El aumento de la tolerancia al riesgo en los inversores mundiales ha permitido la emisión de deuda soberana sub-prime en condiciones favorables. Sin embargo, las economías de mercado emergentes siguen estando expuestas a vulnerabilidades relacionadas con el rápido crecimiento del crédito –sobre todo en China–, la exposición de las entidades no financieras a riesgos de tipo de cambio, y a cambios de valoración por parte de los inversores (OCDE, 2017c; Capítulo 2).

Figura 1.29. Los flujos totales de financiación social en China siguen siendo sólidos a pesar del endurecimiento de las condiciones financieras



Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 102; Thomson Reuters; y cálculos de la OCDE.

Se deben adoptar políticas para catalizar una respuesta del sector privado

En las economías avanzadas, el fortalecimiento y la generalización de la recuperación y los riesgos de estabilidad financiera exigen una normalización gradual de la política monetaria, pero en distinto grado en función de las principales áreas de que se trate. Dicha normalización debe acompañarse de un mayor reequilibrio en la composición de las políticas adoptadas para cambiar las políticas fiscales y adoptar paquetes de políticas estructurales que refuercen el producto potencial, profundizando en las positivas iniciativas ya adoptadas en una serie de países durante el pasado año. El proceso de normalización de la política monetaria deberá calibrarse con respecto a la respuesta de los mercados financieros así como de la inflación prevista y efectiva. La relajación de la política fiscal en 2018 debería llevarse a cabo según lo previsto, pero con una mayor atención a medidas que mejoren el apoyo al potencial de la oferta a largo plazo y el crecimiento inclusivo. Es necesario un uso más activo de las medidas estructurales para crear un entorno en el que se fortalezca la inversión empresarial para promover el crecimiento de la productividad y con ello un aumento de los salarios reales. La mejora del producto potencial resulta esencial para respaldar la sostenibilidad fiscal y sostener los niveles de vida a largo plazo. Las economías de mercado emergentes deben ajustar las políticas macroeconómicas en coherencia con la evolución del entorno macroeconómico, abordar las vulnerabilidades relacionadas con la acumulación del endeudamiento en el sector privado en vista de unas condiciones financieras más restrictivas en el futuro en las economías avanzadas (Capítulo 2), y reforzar los fundamentos estructurales del crecimiento a largo plazo. En todos los países es necesario adoptar medidas que garanticen una distribución de los beneficios del crecimiento más equitativa para la sociedad.

La política monetaria debe basarse en datos, teniendo en cuenta las dinámicas reales, financieras y de precios

Las autoridades monetarias de las principales economías avanzadas se enfrentan al desafío de calibrar sus posiciones de política con respecto a un entorno de mayor ritmo de crecimiento a corto plazo y de cada vez menor ralentización económica, pero con unas presiones inflacionistas que aún no son suficientemente fuertes, una mejora insuficiente del potencial en el lado de la oferta y unos riesgos económicos y políticos aún elevados. La incertidumbre en torno a la dinámica de la inflación y la evolución de los mercados financieros requiere una estrategia de normalización de la política monetaria basada en datos e indicadores múltiples. Identificar y explicar las razones que han motivado la reciente debilidad de las tasas de inflación será fundamental para las decisiones y la comunicación de los bancos centrales. Si la inflación se ve frenada actualmente por fuerzas que van más allá del control de los bancos centrales nacionales (como los shocks tecnológicos positivos, la regulación o factores mundiales), esto justificaría en principio una retirada posterior y más lenta del estímulo de la política monetaria. No obstante, teniendo en cuenta que la posición altamente expansiva de la política monetaria se prolonga ya desde hace tiempo, esto podría agravar la deficiente asignación de precios de los activos y no ser necesaria la retirada de dichos estímulos. En ese caso, puede que tenga que tolerarse un escenario en el que no se alcancen los objetivos de inflación, pero deberá comunicarse claramente al estar relacionados con circunstancias excepcionales. Del mismo modo, en el caso de que subiera la inflación, mientras que la relación entre los mercados de trabajo, los precios y los salarios sea no lineal, un escenario en el que se supere el objetivo de inflación no debería suscitar la adopción de una respuesta contundente.

El gran tamaño de los balances de los principales bancos centrales, tras años de medidas de expansión cuantitativa, plantea cuestiones sobre la secuencia de las decisiones en relación con los activos de los bancos centrales y los tipos de interés oficiales. La Reserva Federal de Estados Unidos, después de haber puesto fin a la compra neta de activos a finales de 2014, ha aumentado los tipos de interés oficiales gradualmente en 100 puntos básicos desde diciembre de 2015 y ha iniciado un plan para dejar de reinvertir valores tras su vencimiento de una forma gradual y previsible.²³ Esta estrategia tiene ventajas y hasta el momento no ha provocado alteraciones en los mercados. Los efectos de las reducciones de activos sobre las condiciones financieras es probable que sean más inciertos que los de los cambios de los tipos de interés oficiales, entre otras razones porque los bancos centrales tienen más experiencia utilizando los tipos de interés oficiales (Bernanke, 2017). Asimismo, resultaría más fácil revertir cualquier incremento en los tipos de interés oficiales, comparado con una reducción de los activos, en caso de que el crecimiento se moderara con demasiada rapidez. La estrategia de normalización adoptada en Estados Unidos puede servir de guía para el BCE y el Banco de Japón,²⁴ los cuales siguen incrementando el volumen de activos en su poder, si bien puede que opten por modalidades diferentes para reflejar las circunstancias específicas de cada zona.

La normalización de la política monetaria plantea cuestiones con respecto al tamaño en último término de los balances y el uso de instrumentos en el futuro (Inaba et al., 2015; Recuadro 1.2). Las autoridades pueden optar o bien por regresar a las

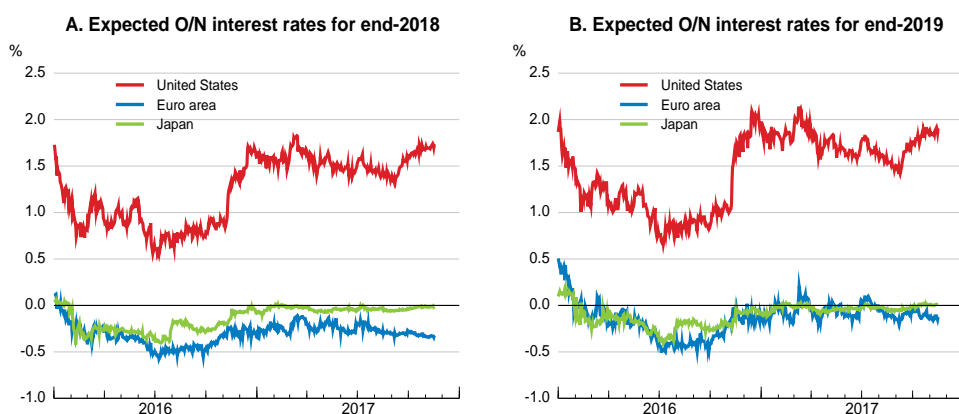
23. A partir de octubre de 2017, se prevé que los pagos de principal de valores tras su vencimiento sólo se reinviertan si superan unos límites que se irán incrementando gradualmente (desde 6.000 millones de dólares al mes hasta 30.000 millones de dólares en el caso de títulos del Tesoro de Estados Unidos y desde 4.000 millones de dólares al mes hasta 20.000 millones de dólares en el caso de deuda de agencias y MBS (títulos hipotecarios); los límites para la deuda de agencias y títulos hipotecarios puede que deje de ser vinculante antes de alcanzarse el límite máximo – Federal Reserve Board, 2017; Federal Reserve Bank of New York, 2017).

24. El BCE ya ha anunciado elementos de una estrategia similar, que implica una reducción de la compra de activos y un compromiso de mantener unos tipos de interés bajos durante un tiempo tras finalizar la compra de activos.

prácticas anteriores a la crisis de control de tipos de interés a un día con balances de pequeñas dimensiones, o bien utilizar el tipo de interés aplicable a las reservas de los bancos en el banco central como cota inferior (suelo) para los tipos de mercado con unos balances de gran tamaño al igual que en los últimos años. El enfoque basado en la fijación de un suelo exigiría calibrar el tamaño óptimo de los balances, lo cual resulta complicado dada la ausencia de criterios claramente definidos.

La necesidad de eliminar gradualmente los estímulos monetarios varía entre las principales economías avanzadas, y se refleja en las expectativas de tipos de interés en los mercados financieros (Figura 1.30).

Figura 1.30. Los mercados prevén que los tipos de interés oficiales varíen en las principales áreas económicas

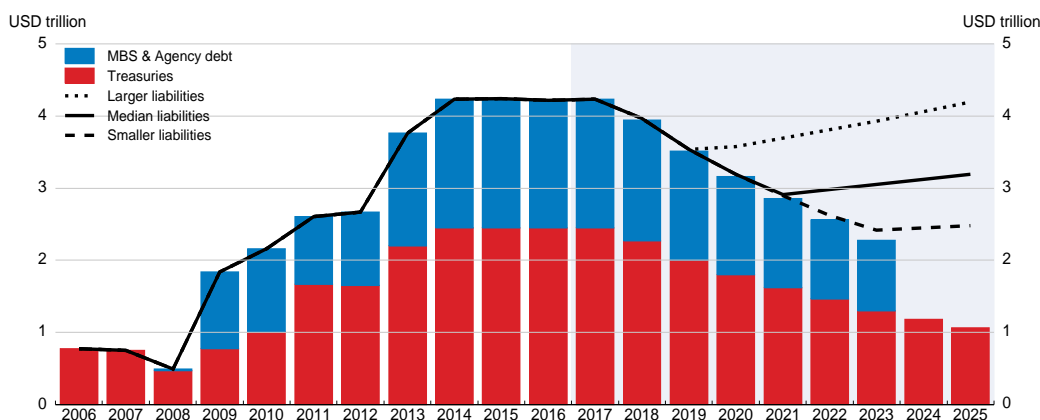


Fuente: Bloomberg; y cálculos de la OCDE.

- En Estados Unidos, la Reserva Federal debería continuar con un incremento gradual de los tipos de interés oficial y una reducción progresiva de su balance, según lo previsto. Aún a pesar de que se ha anunciado el ritmo al cual dejarán de reinvertirse los ingresos obtenidos de los títulos tras su vencimiento, la reducción del balance de la Reserva Federal en términos nominales podría ser relativamente breve en el tiempo y no ser muy significativa (Figura 1.31). Esto refleja que probablemente se necesite un mayor volumen de billetes en circulación así como de saldos de reserva necesarios para satisfacer la demanda de operaciones y activos seguros a corto plazo.

- En la zona del euro, en caso de que aumente la inflación prevista y efectiva a medida que mejoren los mercados laborales, el BCE debería ir reduciendo gradualmente la compra de activos en 2018 a fin de, en último término, dejar de incrementar el tamaño de su balance. Las decisiones para aumentar los tipos de interés oficiales deberían aplazarse hasta 2020.
- El Banco de Japón debería mantener su estímulo actual a fin de alcanzar el objetivo de inflación. El mantenimiento de la compra de activos reduce los costes del servicio de la deuda pública de Japón, ya de por sí elevada y en aumento, y evita el endurecimiento de las condiciones financieras que de lo contrario podría generarse debido al aumento de los riesgos fiscales. No obstante, será necesario un replanteamiento de la estrategia de política monetaria en caso de que no se alcance el objetivo de inflación durante un período de tiempo prolongado, a medida que el Banco de Japón se convierta en un titular y comprador cada vez más prominente de bonos del Estado y se ponga en riesgo la estabilidad y la intermediación financiera.²⁵

Figura 1.31. Proyecciones del balance de la Reserva Federal de Estados Unidos



Notas: Los datos del periodo 2006-2016 se corresponden con las tenencias liquidadas históricas. Las proyecciones de aumento y reducción del pasivo se basan, respectivamente, en las respuestas del 25º percentil y del 75º percentil a una pregunta sobre el tamaño y la composición del balance de la Reserva Federal a largo plazo en la encuesta Survey of Primary Dealers and Market Participants elaborada por la Reserva Federal en Nueva York en junio de 2017.

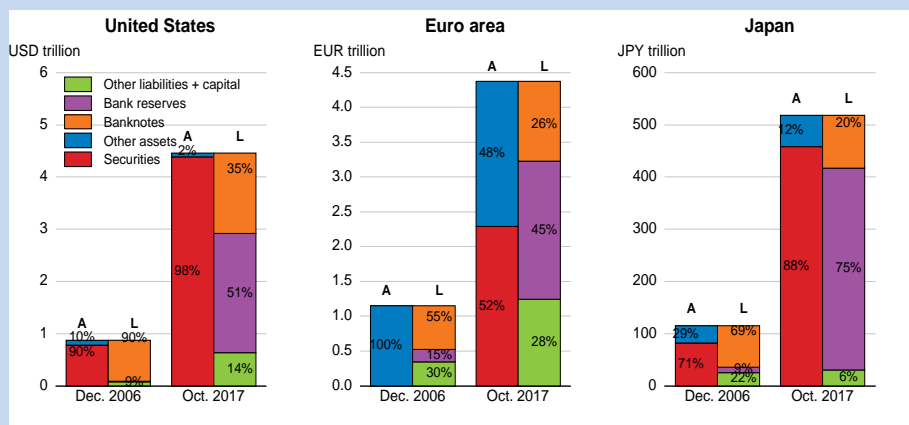
Fuente: Federal Reserve Bank of New York; y cálculos de la OCDE.

25. Es probable que el Banco de Japón posea más de la mitad de los bonos del Estado japonés en el mercado para finales de 2019, incluso al reducido ritmo de compras implantado tras la introducción del control de la curva de rendimientos en septiembre de 2016.

Recuadro 1.2. Marcos futuros de política monetaria y tamaño del balance de los bancos centrales

Teniendo en cuenta el extraordinario estímulo de política monetaria implantado tras la crisis financiera de 2008, el tamaño del balance de los principales bancos centrales y su composición ha cambiado de forma radical (véase la figura a continuación). En el proceso de normalización de la política, es probable que los balances se reduzcan pero su tamaño en último término dependerá fundamentalmente del tipo de marco operativo que se adopte en el futuro. Asimismo, el tamaño de los balances se verá afectado por la demanda de billetes. En el presente recuadro se analizan diferentes marcos operativos, así como la posible evolución de la demanda pública de billetes.

El tamaño y la composición del balance de los bancos centrales ha cambiado enormemente en la última década



Nota: "A" significa activos y "L" pasivos.

Fuente: Reserva Federal; Banco Central Europeo; y Banco de Japón.

Resumen de marcos operativos de la política monetaria

El sistema de corredor se ha convertido en el marco operativo de política monetaria dominante desde que el Banco de Canadá lo adoptara por primera vez en 1994. El nombre de este sistema procede de su característica de presentar una banda o corredor de tipos de interés al establecer una cota superior (techo) y una cota inferior (suelo) en los tipos de interés a corto plazo de las facilidades de préstamo y de depósito, respectivamente.¹ En el sistema de corredor, los bancos centrales proporcionan liquidez a corto plazo (saldos de reserva) suficiente para neutralizar la oferta/demanda agregada de las entidades financieras, y dicha liquidez se distribuye a través del sistema bancario mediante los mercados monetarios. Cuando la provisión de liquidez no es suficiente, los tipos de interés a corto plazo pueden subir hasta la cota superior y viceversa. Los sistemas de corredor a menudo se han combinado con las necesidades de reservas, contribuyendo a estabilizar las fluctuaciones diarias de la demanda del mercado con respecto a los saldos de reserva y facilitando la previsión de la demanda por parte de los bancos centrales.

Una posible variante del sistema de corredor con saldos de reserva reducidos, que actualmente no ha sido adoptada por ningún banco central importante, es el sistema de corredor cero, en el que a las entidades financieras se les permite siempre obtener liquidez suficiente y depositar todo su excedente de liquidez con arreglo a los tipos de interés

objetivo establecidos por los bancos centrales sin sanción alguna. Por tanto, las entidades financieras no tienen incentivo alguno para mantener unos saldos de reserva por precaución y los bancos centrales no necesitan proporcionar liquidez a través de operaciones de mercado.

Otra variante del sistema de corredor es el sistema de suelo. Con este sistema, los bancos centrales mantienen unos tipos de interés a corto plazo con arreglo a la cota inferior del tipo de interés (tipo de suelo) proporcionando deliberadamente amplias reservas que superan la demanda del mercado. Los bancos centrales que hayan aumentado sus balances en los últimos años han venido utilizando en la práctica este sistema de suelo.

En lo que respecta al tamaño y las fluctuaciones de las reservas, este sistema presenta los saldos más grandes y unas escasas fluctuaciones diarias. Asimismo, con arreglo a este marco, los bancos centrales pueden variar el tamaño de los saldos de reserva sin que ello afecte a los tipos de interés a corto plazo. Por el contrario, en los sistemas de corredor y de corredor cero, los saldos son significativamente menores y las fluctuaciones suelen ser mayores. En el sistema de corredor, es probable que los saldos de reserva sean ligeramente mayores y vayan acompañados de mecanismos de gestión de las necesidades de reservas en comparación con el sistema de corredor cero. Con el sistema de corredor cero, el tamaño de los saldos de reserva fluctúa con los cambios de la demanda de las entidades financieras.

Los tipos de interés de mercado a corto plazo se controlan mejor en los sistemas de corredor cero y de suelo. Los tipos pueden fluctuar considerablemente en el sistema de corredor a menos que los bancos centrales intervengan en los mercados monetarios con intensidad. Como resultado de ello, en los sistemas de corredor cero y de suelo, la actividad de los mercados monetarios sería muy limitada en comparación con el sistema de corredor. Los mercados monetarios con un funcionamiento óptimo resultan de gran valor para mostrar las condiciones de crédito y de liquidez. En el sistema de corredor cero, es probable que el hecho de permitir un acceso fácil a las facilidades permanentes de los bancos centrales reduzca el estigma de utilizar las facilidades de préstamo de dichos bancos centrales. Esto puede ser beneficioso en caso de que se produzcan tensiones en los mercados, pero puede generar problemas de riesgo moral en condiciones normales.

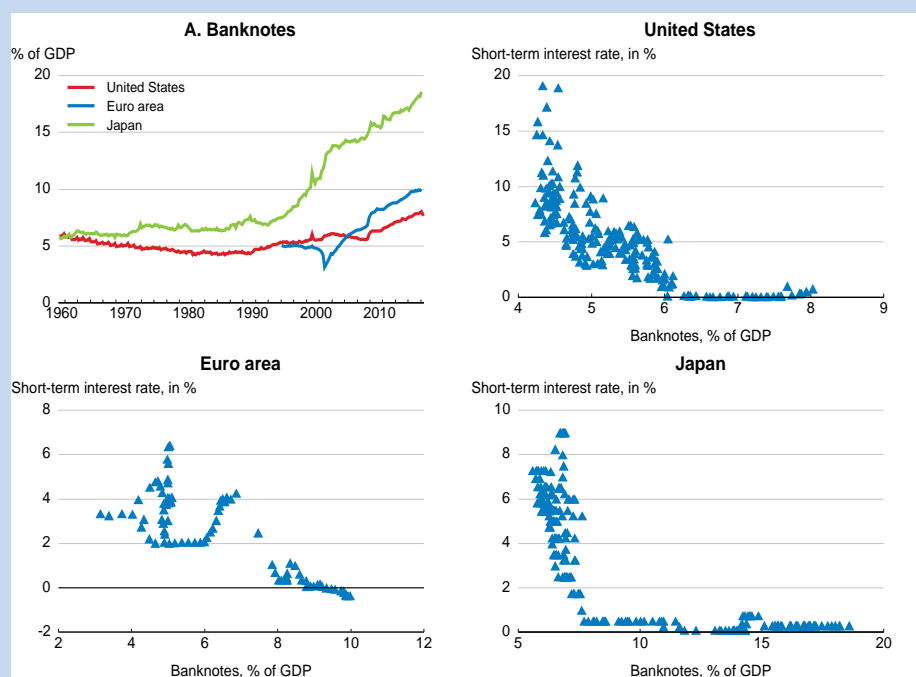
El mayor tamaño de los saldos de reserva en el sistema de suelo puede contribuir a la estabilidad financiera. Unas amplias reservas pueden servir como colchón en caso de que se produzcan tensiones de liquidez en el mercado y podrían debilitar, o desplazar, el exceso de financiación a corto plazo entre los participantes del sector privado al satisfacer la demanda de activos seguros a corto plazo (Greenwood et al., 2016). Por otro lado, el mayor tamaño de los saldos de reserva, probablemente con una cantidad elevada de tenencias de deuda pública, puede inducir una mayor presión política sobre los bancos centrales. Esto podría estar motivado, entre otros factores, por mayores fluctuaciones en los ingresos por intereses netos y posibles pérdidas financieras, dado que los cambios en los tipos de interés oficiales se transmiten más rápidamente a la remuneración de los saldos de reserva que a los ingresos procedentes de activos. Estas pérdidas potenciales podrían minimizarse al mantener unos vencimientos cortos en las tenencias de bonos del Estado por parte de los bancos centrales.

Cada marco tiene ventajas y desventajas y cada uno de ellos podría servir en el futuro como marco operativo principal. La creciente atención prestada a las cuestiones de estabilidad financiera y el gran tamaño de los balances existente en la actualidad tienden a favorecer el uso del sistema de suelo. El mantenimiento de este sistema y las grandes tenencias asociadas de bonos del Estado por parte de los bancos centrales también evitaría una inestabilidad potencial en los mercados financieros que podría materializarse si los bancos centrales redujeran el tamaño de sus balances.

Efecto de los tipos de interés en el volumen de billetes en circulación

La cantidad de billetes en circulación se ha incrementado significativamente en la última década (véase la figura siguiente). Este cambio ha venido motivado por la demanda del público y no se ha visto directamente afectada por las políticas de expansión cuantitativa. No obstante, es probable que la política monetaria haya afectado a la demanda de billetes a través de los tipos de interés, dado que éstos determinan el coste de oportunidad de mantener dinero en efectivo.² De hecho, el volumen de billetes mantuvo una correlación negativa con los tipos de interés antes de que los tipos alcanzaran la cota inferior cero en las principales zonas de la OCDE (véase la figura siguiente). Desde entonces, el prolongado período de tipos de interés muy bajos podría haber minado los incentivos a realizar depósitos en los bancos y haber contribuido así al crecimiento de los billetes. Una vez que haya avanzado la normalización de los tipos de interés, dicho escenario podría conllevar a que el volumen de billetes en circulación como porcentaje del PIB nominal descienda al nivel predominante cuando los tipos de interés se situaban en niveles claramente superiores a cero. Sin embargo, incluso en ese caso, es probable que en Estados Unidos el volumen nominal de billetes en circulación se mantenga en los niveles actuales, siempre y cuando que la economía crezca de manera progresiva. En consecuencia, esto impondría un nivel mínimo de activos en los bancos centrales.

Cambios en el volumen de billetes en circulación



Nota: En el caso de Estados Unidos y la zona del euro, los datos de monedas en circulación se utilizan como aproximación del volumen de billetes en circulación

Fuente: Reserva Federal; Banco Central Europeo; Banco de Japón; y cálculos de la OCDE.

1. Si bien cualquier marco con estas facilidades puede clasificarse como un sistema de corredor, en adelante este término hace referencia a un sistema en el que el banco central establece su tipo de interés oficial en algún punto del rango comprendido entre la cota superior y la cota inferior, a fin de diferenciarlo de otras variantes como pueda ser el sistema de suelo o el sistema de corredor cero.

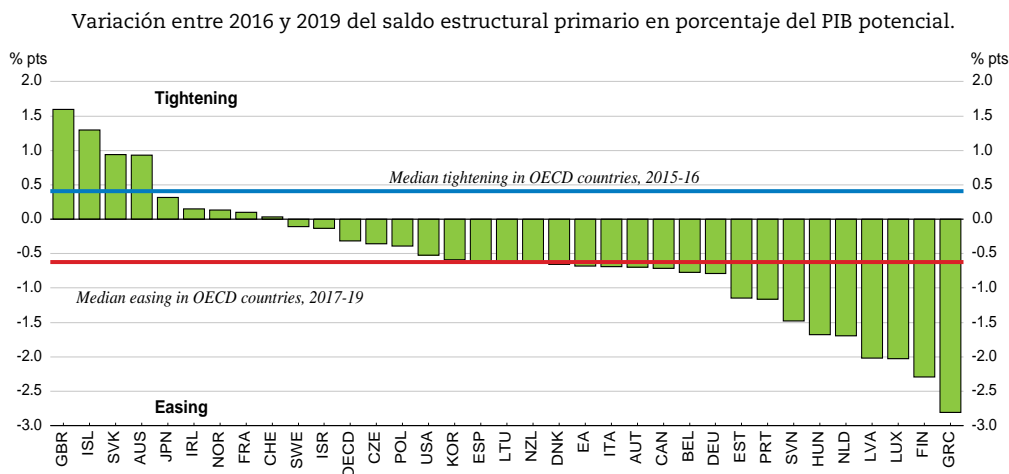
2. El volumen de billetes en Estados Unidos también se ha visto afectado por los cambios de la demanda exterior, en especial procedente de las economías de mercado emergentes. La demanda exterior ha aumentado desde la crisis financiera debido al aumento de la incertidumbre en torno a la economía mundial (Banegas et al., 2015).

Los requisitos de política monetaria a corto plazo también varían entre las principales economías de mercado emergentes. En Brasil y Rusia, continuar con la relajación de la política monetaria está justificado en vista de la caída de la inflación y de la moderada recuperación, al igual que en India, siempre que la inflación se mantenga en niveles bajos. En China, la política monetaria debería tratar de reducir la fuerte dependencia que tiene el crecimiento económico con respecto al crédito, adoptando medidas para reducir los riesgos de la importante acumulación de deuda pública local y corporativa. El desafío para las autoridades chinas consiste en dar con el equilibrio adecuado entre respaldar la demanda y contener los elevados riesgos para la estabilidad financiera.

Sigue siendo necesaria la adopción de iniciativas estructurales y fiscales para impulsar el crecimiento potencial

La posición de la política fiscal se está flexibilizando en la mayoría de las economías avanzadas a medida que las autoridades aprovechan el mayor margen fiscal ofrecido por los costes bajos de endeudamiento. En la economía mediana de la OCDE, se prevé que se produzca una relajación fiscal justo por encima un 0,5 por ciento del PIB durante 2017-19, y que el principal impulso se produzca en 2017 y 2018, tras haber registrado una consolidación de cerca de 0,5 por ciento del PIB en 2015-16 (Figura 1.32). A pesar de la relajación prevista en muchos países de la OCDE, está previsto que mejoren los saldos presupuestarios generales entre 2017 y 2019, reflejando un descenso en los pagos de intereses netos y un mayor impulso del ritmo cíclico (Figura 1.33). Los pagos de intereses brutos por parte de los gobiernos han descendido entre 2011 y 2017 incluso en muchos países de la OCDE en los que aumenta la deuda y también en términos netos, esto es, una vez contabilizados los ingresos por intereses de activos financieros gubernamentales (Figura 1.34).

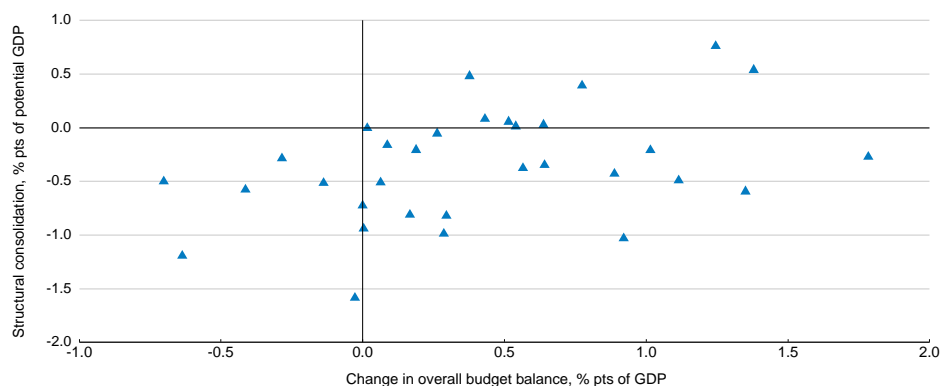
Figura 1.32. Se prevé que la posición fiscal se relaje en muchos países de la OCDE



Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 102; y cálculos de la OCDE.

Figura 1.33. Se prevé que el saldo fiscal global mejore en la mayoría de países de la OCDE

Variación entre 2017 y 2019

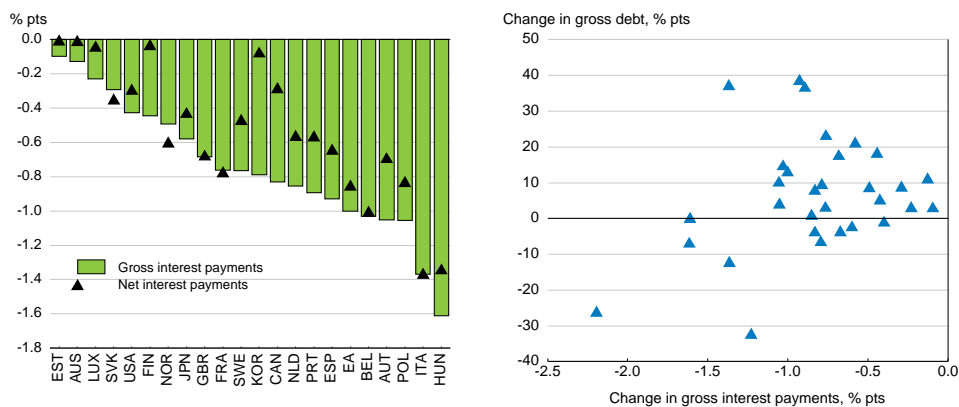


Nota: Excluye Grecia y países de los que no se dispone de datos.

Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 102; y cálculos de la OCDE.

Figura 1.34. Los pagos de intereses por parte de los gobiernos han descendido a pesar del aumento de la deuda en muchas economías de la OCDE

Variación entre 2017 y 2011 como porcentaje del PIB



Nota: Excluye Grecia y países de los que no se dispone de datos. El panel izquierdo muestra únicamente países en los que ha aumentado la deuda entre 2011 y 2017.

Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 102; y cálculos de la OCDE.

¿En qué medida son vulnerables las condiciones financieras ante un aumento de los tipos de interés? Las simulaciones realizadas para las grandes economías avanzadas (excluida Japón) sugieren que incluso un incremento sostenido en los rendimientos de los bonos del Estado a 10 años de 1 punto porcentual en comparación con las actuales proyecciones de Perspectivas Económicas – por ejemplo, por las expectativas del mercado de un mayor endurecimiento de la política monetaria en un futuro, la normalización de las primas por plazo o el aumento de las primas de riesgo fiscal, y manteniendo los tipos de interés oficiales a corto plazo sin cambios con respecto a las proyecciones actuales – podría empeorar los saldos presupuestarios

anualmente entre un 0,1% y un 0,3% del PIB en promedio en los próximos tres años.²⁶ Asimismo, estas estimaciones no tienen en cuenta dos factores que podrían reducir el impacto presupuestario. En primer lugar, en aquellos países en los que los bancos centrales mantienen una proporción significativa de deuda pública, los costes del servicio de la deuda se reducen de manera efectiva a medida que los beneficios de los bancos centrales se trasladan en último término a los gobiernos. En segundo lugar, es probable que el aumento del crecimiento nominal reduzca la carga fiscal derivada del incremento de los tipos de interés gracias a una mejora del saldo primario y del efecto denominador.

Ante un contexto de políticas fiscales ligeramente expansivas, las autoridades deberían aplicar medidas que potencien el lado de la oferta para garantizar que el crecimiento se refuerce de manera sostenible, que los incrementos en las rentas y en los niveles de vida se distribuyan de manera más amplia y que las finanzas públicas sean sostenibles.

- Estas medidas deberían incluir inversiones en infraestructuras tangibles, intangibles y de mantenimiento, –pudiendo variar su composición de un país a otro–, en tanto y cuanto dicho gasto incremente la oferta a largo plazo y aumente la demanda agregada.²⁷
- Asimismo, los países deberían tratar de reestructurar sus políticas tributarias y de gasto para conseguir una combinación de políticas más inclusiva y más orientada al crecimiento, lo cual incluye a través del sistema de impuestos y transferencias (Cournède et al., 2013; Fournier y Johansson, 2016).
- En este sentido, es necesario adoptar paquetes coherentes de reformas estructurales que puedan mejorar la eficacia general de las políticas incrementando su impacto económico combinado y contribuyendo a garantizar que sus beneficios se distribuyan de manera generalizada (OCDE, 2017c). En particular, las reformas dirigidas a reducir los obstáculos a la competencia en los mercados de bienes, tanto a escala nacional como en el extranjero, deben ir acompañadas de medidas en el mercado laboral. Estas últimas pueden ayudar a los trabajadores más vulnerables en su transición a nuevos puestos de trabajo, dado que las reformas de los mercados de bienes pueden asociarse con transiciones más frecuentes hacia el desempleo en los trabajadores menos cualificados y con ingresos más bajos (Cournède et al., 2016) y pueden derivar en pérdidas de empleo concentradas en industrias o zonas geográficas específicas (OCDE, 2017c). Sin embargo, en los últimos años se ha adoptado un número limitado de paquetes de reformas. Los esfuerzos realizados en materia de adopción de políticas se han concentrado, o bien en el mercado laboral, o en los mercados de bienes, pero muy rara vez en ambos ámbitos (OCDE, 2017b), a pesar de las oportunidades que existen de combinar ambas medidas para impulsar la competencia – ya sea en los mercados de bienes nacionales o mediante la reducción de los obstáculos a la inversión y al comercio internacional – con la adopción de reformas laborales específicas.

26. El impacto presupuestario se calcula como el incremento de los pagos de intereses que se produciría en términos acumulativos en los tres años siguientes si el tramo largo de la curva de rendimientos aumentara permanentemente en 1 punto porcentual, al tiempo que el tramo corto permaneciera sin cambios en comparación con la línea de referencia y los rendimientos intermedios se ajustarán linealmente. El incremento en los rendimientos a diez años pueden ser promovidas por participantes en el mercado que esperan tipos de interés oficiales más elevado, normalización de las primas por plazo o primas de riesgo fiscal más elevadas. Estos cálculos simplificados asumen que el aumento de los tipos de interés no tiene ningún efecto en el crecimiento nominal y el saldo primario, y que la estructura de vencimientos de las nuevas emisiones de deuda es la misma que el vencimiento restante de la deuda pública a octubre de 2017. Se asume que el aumento de los tipos de interés no se traslada a los rendimientos sobre los activos financieros gubernamentales.

27. Las simulaciones realizadas muestran que varios países de la OCDE podrían financiar vía deuda este tipo de gasto, que ascendería hasta un 0,5% del PIB promedio, durante 3-4 años e impulsar el producto sin deteriorar los coeficientes de deuda sobre PIB a largo plazo (Mourougane et al., 2016).

- Las reformas de los sectores de servicios que aborden los obstáculos regulatorios, como las licencias y la falta de reconocimiento de las cualificaciones, podrían ayudar a la pequeña y mediana empresa (PYME) a incrementar su tamaño en etapas más tempranas, introduciéndose en los mercados internacionales a través de redes y plataformas digitales (OCDE, 2017g). Las reformas simultáneas de los mercados laborales que suavicen la carga regulatoria asociada al aumento de tamaño de estas empresas podría contribuir a que dichas empresas aprovecharan al máximo los beneficios derivados de unos mercados de servicios más abiertos y competitivos.

Bibliografía

- Adalet McGowan, M., D. Andrews and V. Millot (2017), "Insolvency Regimes, Zombie Firms and Capital Reallocation", OECD Economics Department Working Papers, No. 1399, OECD Publishing, Paris. DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/5a16beda-en>
- Alesina, A., S. Ardagna, G. Nicoletti, F. Schiantarelli (2005), "Regulation and Investment", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 3(4), pp. 791–825.
- Auer, R., A. M. Fischer (2010), "The effect of low-wage import competition on U.S. inflationary pressure", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 57(4), pp. 491–503.
- Banegas, A., R. Judson, C. Sims and V. Stebunovs (2015), "International Dollar Flows", FRB International Finance Discussion Paper, No. 1144. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2664167>
- Bank of Japan (2017), Outlook for Economic Activity and Prices, July 2017.
- Bernanke, B. (2017), "Shrinking the Fed's balance sheet", The Brookings Institution blog, January 26.
- Bonis, B., J. Ihrig and W. Min (2017a), "The Effect of the Federal Reserve's Securities Holdings on Longer-term Interest Rates", FEDS Notes, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 20 April, DOI: <https://doi.org/10.17016/2380-7172.1977>.
- Bonis, B., J. Ihrig and W. Min (2017b), "Projected Evolution of the SOMA Portfolio and the 10-year Treasury Term Premium Effect", FEDS Notes, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, September 22.
- Broadbent, B. (2015), "Compositional Shifts in the Labour Market", speech at Bank of England conference 'Understanding the Great Recession: From Micro to Macro', September 2015.
- Carey, D., J. Lester and I. Luong (2016), "Boosting productivity through greater small business dynamism in Canada", OECD Economics Department Working Papers, No. 1314, OECD Publishing, Paris.
- Cella, C., A. Ellul and M. Giannetti (2013), "Investors' Horizons and the Amplification of Market Shocks", *The Review of Financial Studies*, Vol. 26(7), pp. 1607–1648, Oxford University Press.
- Cœuré, B. (2017), "Scars or Scratches? Hysteresis in the euro area", speech at the International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, May 2017.
- Cournède, B. et al., (2013), "Reconciling fiscal consolidation with growth and equity", *OECD Journal: Economic Studies*, Vol. 2013/1. DOI: http://dx.doi.org/10.1787/eco_studies-2013-5jzb44vzbkhd
- Cournède, B. et al., (2016), "Enhancing economic flexibility: What is in it for workers? OECD Economic Policy Paper, No. 19, OECD Publishing, Paris. <https://www.oecd.org/eco/Enhancing-economic-flexibility-what-is-in-it-for-workers.pdf>
- Da, Z. and S. Shive (2014), "Exchange Traded Funds and Asset Return Correlations", Working Paper, Notre Dame University.
- Daly, M. and B. Hobijn (2017), "Composition, Selection and Aggregate Real Wage Growth", *American Economic Review (Papers and Proceedings)*, Vol. 107.
- Deloitte (2014), CFO Survey: Looking Beyond The Clouds, Q3:2014 Survey, Deloitte Australia.
- Deutsche Bundesbank (2015), "Slowdown in Growth in the Emerging Market Economies", *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, July.

- Döttling, R., G. Gutiérrez and T. Philippon (2017), "Is There An Investment Gap in Advanced Economies? If So, Why?", paper presented at ECB Forum on Central Banking, Sintra, 2017.
- Égert, B. and P. Gal (2017), "The quantification of structural reforms in OECD countries: A new framework", OECD Economics Department Working Papers, No. 1354, OECD Publishing, Paris. DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/2d887027-en>
- ETFGI (2017), "ETFGI Global ETF and ETP industry highlights", etfgi.com, July.
- Federal Reserve Bank of New York (2017), Projections for the SOMA Portfolio and Net Income. An update to projections presented in the "Report on Domestic Open market Operations during 2016", July.
- Federal Reserve Board (2017), "Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans". https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_PolicyNormalization.20170613.pdf
- Fournier, J.-M. (2015), "The Negative Effect of Regulatory Divergence on Foreign Direct Investment", OECD Economics Department Working Papers, No. 1268.
- Fournier, J.-M. and A. Johansson (2016), "The Effect of the Size and the Mix of Public Spending on Growth and Inequality", OECD Economics Department Working Papers, No. 1344, OECD Publishing, Paris. DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/f99f6b36-en>
- Gal, P. and A. Hijzen (2016), "The Short-Term Impact of Product Market Reforms: A Cross-Country Firm Level Analysis", OECD Economics Department Working Papers, No. 1311, OECD Publishing. DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/5jlv2jm07djl-en>
- Greenwood, R., S. Hanson and J. Stein (2016), "The Federal Reserve's Balance Sheet as a Financial Stability Tool", mimeo.
- Haug, D., et al. (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. DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/5jlr2h45q532-en>
- Inaba, K., R. O'Farrell, L. Rawdanowicz and A. K. Christensen (2015), "The Conduct of Monetary Policy in the Future: Instrument Use", OECD Economics Department Working Papers, No. 1187, OECD Publishing, Paris. DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/5js4w293c46j-en>
- Krueger, A.B. (2017), "Where Have All the Workers Gone? An Inquiry into the Decline of the U.S. Labour Force Participation Rate", Brookings Papers on Economic Activity, (forthcoming).
- Lorenzoni, L., J. Millar, F. Sassi and D. Sutherland (2017), "Cyclical vs structural effects on health care expenditure trends in OECD countries", OECD Health Working Papers, No. 92, OECD Publishing, Paris. DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/be74e5c5-en>
- Millar, J. and D. Sutherland (2016), "Unleashing private sector productivity in the United States", OECD Economics Department Working Papers, No. 1328, OECD Publishing, Paris.
- Mourougane, A., et al. (2016), "Can an Increase in Public Investment Sustainably Lift Economic Growth?", OECD Economics Department Working Papers, No. 1351, OECD Publishing, Paris. DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/a25a7723-en>
- Norman, D. (2016), "Lowering the Bar: Hurdle Rates", US Manufacturers Alliance for Productivity and Innovation, April.
- OECD (2015), "Lifting Investment for Higher Sustainable Growth", OECD Economic Outlook, Volume 2015, Issue 2, OECD Publishing, Paris.

- OECD (2016a), OECD Economic Outlook, Volume 2016, Issue 2, OECD Publishing, Paris. DOI: http://dx.doi.org/10.1787/eco_outlook-v2016-2-en
- OECD (2016b), OECD Employment Outlook, Chapter 1, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2017a), Investing in Climate, Investing in Growth, OECD Publishing, Paris. DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264273528-en>
- OECD (2017b), Economic Policy Reforms 2017: Going for Growth, OECD Publishing, Paris. DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/growth-2017-ec>
- OECD (2017c), OECD Economic Outlook, Volume 2017, Issue 1, OECD Publishing, Paris. DOI: http://dx.doi.org/10.1787/eco_outlook-v2017-2-en
- OECD (2017d), OECD Economic Surveys: China 2017, OECD Publishing, Paris. DOI: http://dx.doi.org/10.1787/eco_surveys-chn-2017-en
- OECD (2017e), OECD Economic Surveys: India 2017, OECD Publishing, Paris. DOI: http://dx.doi.org/10.1787/eco_surveys-ind-2017-en
- OECD (2017f), OECD Economic Surveys: Mexico 2017, OECD Publishing, Paris. DOI: http://dx.doi.org/10.1787/eco_surveys-mex-2017-en
- OECD (2017g), Services Trade Policies and the Global Economy, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2017h), Entrepreneurship At A Glance 2017, OECD Publishing, Paris.
- OECD-WTO (2017), Nowcast TiVA Estimates: Methodology, OECD Publishing, Paris.
- OFR (2017), "The Volatility Paradox: Tranquil Markets May Harbor Hidden Risks", Markets Monitor, Second Quarter, Office of Financial Research, June 30.
- Sharpe, S.A. and G.A. Suarez (2014), "Why Isn't Investment More Sensitive to Interest Rates? Evidence from Surveys", Federal Reserve Board Finance and Economic Discussion Series, No. 2014-002.
- World Bank (2017), Global Economic Prospects: Weak Investment in Uncertain Times January 2017, World Bank, Washington.
- WTO (2017), Report to the Trade Policy Review Body from the Director-General on Trade-Related Developments, July 2017, WTO, Geneva.

ANEXO A1.: POLÍTICAS Y OTRAS HIPÓTESIS QUE SUBYACEN A LAS PROYECCIONES

Los marcos de política fiscal para 2018 y 2019 se basan lo más estrechamente posible en las disposiciones de gasto y tributarias legisladas 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. En el caso de Estados Unidos, dado que el programa fiscal del gobierno aún no se ha finalizado, las proyecciones asumen un incremento del déficit primario subyacente cercano a $\frac{1}{2}$ por ciento del PIB en 2018, debido fundamentalmente a la reducción de los impuestos. En el resto de países, cuando no exista 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 Japón, se asume un incremento del impuesto sobre el consumo en el cuarto trimestre de 2019.

En relación con la política monetaria, la evolución asumida con respecto a los tipos de interés oficiales representa el escenario más probable, con sujeción a las proyecciones de la OCDE sobre la actividad y la inflación, las cuales pueden diferir con respecto a las de las autoridades monetarias.

- En Estados Unidos, se asume que el límite máximo del objetivo de tipos federales aumente de manera gradual hasta alcanzar el 2,75% en diciembre de 2019, en comparación con el nivel actual del 1,25%.
- En Japón, se asume que el tipo de interés a un día se mantiene al -0,1% durante la totalidad del periodo proyectado.
- En la zona del euro, se asume que el tipo de refinanciación principal se mantiene al 0% y el tipo de interés de los depósitos se mantiene en el -0,4% hasta finales de 2019.
- En China, se prevé que la política monetaria adopte una posición neutral con un sesgo de endurecimiento para abordar los riesgos de estabilidad financiera y medidas específicas de relajación para facilitar el acceso al crédito a los negocios agrícolas y a la pequeña empresa.
- En India, se asume que la tasa repo se reducirá desde su nivel actual del 6% al 5,75% a mediados de 2018 y posteriormente se mantendrá sin cambios.
- En Brasil, se asume que el tipo de interés oficial se reducirá gradualmente desde su nivel actual del 7,5% hasta el 7% para finales de 2019.

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 los tipos de interés a largo plazo. En Estados Unidos, según lo anunciado, se estima que la Reserva Federal reducirá en octubre de 2017 el stock de activos adquiridos. En Japón, se asume que la compra de activos y el control sobre la curva de rendimientos efectuados por el Banco de Japón se prolongarán hasta finales de 2019, manteniendo el rendimiento del bono del Estado a 10 años en el 0%. En la zona del euro, se asume que el BCE irá reduciendo gradualmente la compra de activos en 2018, manteniendo los tipos de interés a largo plazo en niveles relativamente constantes hasta mediados de 2018.

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.

Se adopta la hipótesis técnica de que el Reino Unido alcanza un acuerdo de transición con la UE tras su salida formal en 2019, generando unos escasos afectados adversos en el comercio durante ese año.

Las proyecciones asumen que los tipos de cambio permanecerán invariables con respecto a los vigentes a 8 de noviembre de 2017: un USD equivale a 113,82 JPY, 0,86 EUR (o, lo que es lo mismo, un EUR equivale a 1,16 USD) y a 6,63 Yuan renminbi.

Se asume que el precio del barril de crudo de Brent permanecerá constante a 60 dólares estadounidenses durante el período proyectado. Se asume que los precios de las materias primas distintas al petróleo permanecerán constantes durante el período proyectado con arreglo a sus niveles medios de octubre de 2017.

La fecha de corte para la información utilizada en las proyecciones es el 23 de noviembre de 2017.