

Capítulo 1

EVALUACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN MACROECONÓMICA

Introducción

Durante los últimos cinco años, la economía mundial ha estado sumida en una trampa de bajo crecimiento caracterizada por un crecimiento decepcionantemente bajo estancado en torno al 3%. El persistente bajo crecimiento ha lastrado las expectativas futuras de crecimiento, reduciendo así el gasto actual y el crecimiento potencial del producto. La inversión y el comercio mundial han sido débiles, limitando los avances en la productividad laboral y en los salarios necesarios para respaldar un crecimiento sostenible del consumo. No obstante, las políticas fiscales –tanto las ya aplicadas como las propuestas– podrían, en caso de ser eficaces, catalizar la actividad económica privada e impulsar la economía mundial a una tasa de crecimiento moderadamente superior de en torno al 3½ por ciento para 2018. La salida de la actual trampa de bajo crecimiento dependerá de las políticas elegidas, así como de su aplicación eficaz y coordinada. Si, tal y como se asume en las proyecciones, el gobierno entrante en Estados Unidos aplica una iniciativa fiscal eficaz y significativa que impulse el consumo y la inversión doméstica, el crecimiento mundial podría aumentar en 0,1 puntos porcentuales en 2017 y en 0,3 puntos porcentuales en 2018. Si el estímulo fiscal ya implantado en China continúa respaldando la demanda, podría impulsar también el crecimiento internacional en 0,2 puntos porcentuales al año de promedio durante 2017-18. Asimismo, una relajación fiscal más robusta que la actualmente prevista en muchas otras economías avanzadas, incluida la Unión Europea, apoyaría adicionalmente la actividad a escala nacional y mundial. Nuestro análisis del espacio fiscal indica que la Unión Europea tiene margen para aplicar mayores acciones coordinadas.

Con este entorno de iniciativas fiscales como telón de fondo, los avances en la política comercial contribuirían a impulsar la economía mundial, sacándola de la trampa de bajo crecimiento, y respaldando además una recuperación de la productividad. Por otro lado, el empeoramiento del proteccionismo y la amenaza de represalias comerciales podrían compensar gran parte de los efectos de las iniciativas fiscales en el crecimiento nacional e internacional, provocando que los países terminaran en una posición fiscal aún más deteriorada. Dado que las presiones sobre el mercado laboral y el de bienes apenas aumentan lentamente, la inflación debería mantenerse en niveles moderados en la mayoría de las economías, aunque podrían empezar a aparecer presiones sobre los recursos en Estados Unidos. Si se reactivaran las expectativas de crecimiento a medio y más largo plazo, permitiendo que la política monetaria avanzara hacia una posición más neutral en Estados Unidos, esto podría contribuir a mejorar algunas distorsiones existentes en los mercados financieros, tales como la ausencia de primas por riesgo de crédito y por plazo. No obstante, el riesgo de que se produzca una divergencia cada vez mayor en la posición de política monetaria en las principales economías durante los próximos dos años podría constituir una nueva fuente de tensiones en los mercados financieros. Asimismo, han surgido nuevos desafíos como resultado de la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea, aumentando las posibilidades de que se mantenga la incertidumbre durante un periodo de tiempo prolongado hasta que se aclare el alcance futuro de las relaciones comerciales con el resto de la UE.

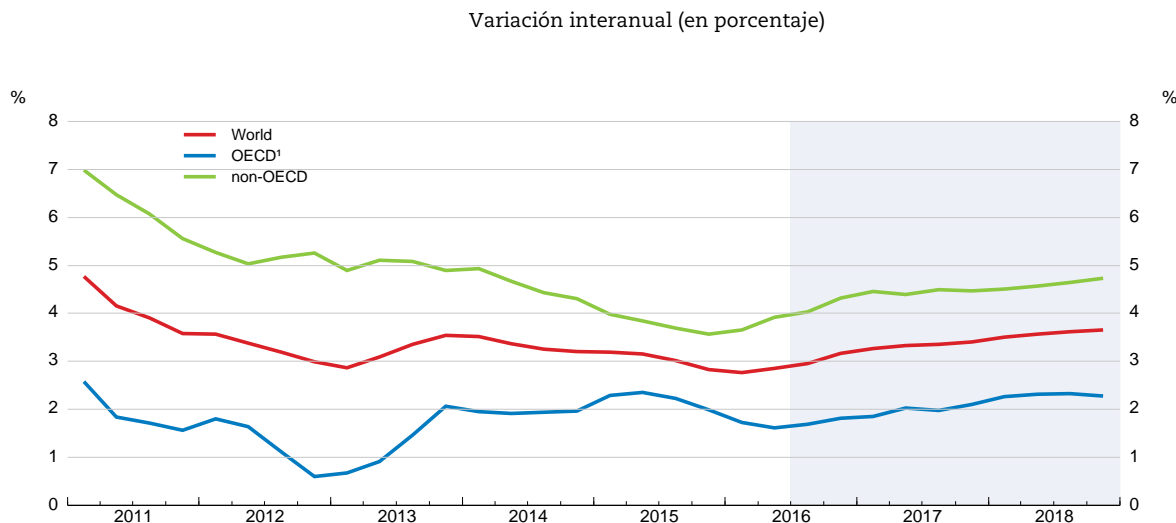
Para salir del actual equilibrio de bajo crecimiento, es necesario que se adopten esfuerzos eficaces y colectivos a fin de respaldar la demanda agregada a corto plazo y aumentar el crecimiento potencial a más largo plazo. Para ello, ha de complementarse la política monetaria acomodaticia con un mayor uso colectivo de políticas fiscales y estructurales más ambiciosas y evitar una mayor generalización del proteccionismo comercial. Las distorsiones de los mercados financieros y las perspectivas de una mayor volatilidad implican que no existe margen para ampliar la relajación monetaria más allá de los planes existentes en las principales economías avanzadas. Por otro lado, los países deben examinar detenidamente su margen fiscal, dado que los bajos tipos de interés permiten a los países impulsar las infraestructuras tangibles e intangibles y otros gastos favorables al crecimiento durante un periodo medio de cuatro años, sin estas medidas afecten a los ratios deuda/PIB. La adopción de medidas colectivas en este ámbito –incluida la reasignación del gasto público hacia partidas más favorables al crecimiento– catalizaría la inversión empresarial y ofrecería aumentos adicionales del producto gracias a los efectos colaterales en los distintos países. La elección de las políticas fiscales depende de las políticas estructurales, ya que de lo contrario éstas no podrán reforzar el crecimiento de la productividad y la utilización de la mano de obra, y menoscabarán la sostenibilidad de la deuda. A la vista de la fuerte ralentización del comercio, la reversión de las medidas proteccionistas adoptadas desde la crisis y la ampliación adicional del alcance del comercio internacional –junto con medidas que distribuyan mejor las ganancias derivadas del comercio– son prioridades colectivas clave en materia de política estructural. La aplicación enérgica e integral de medidas monetarias, fiscales y estructurales debería aumentar las expectativas de crecimiento y reducir las percepciones de riesgo, posicionando a la economía mundial en la senda de un mayor crecimiento sostenible.

La recuperación podría ganar ritmo en función de las políticas elegidas

Persisten las perspectivas de un crecimiento global débil a pesar del entorno de bajos tipos de interés (Figura 1.1), lo cual refleja una evolución pobre en el lado de la oferta, una demanda agregada modesta y un descenso de los esfuerzos de reformas. A pesar del repunte registrado en el tercer trimestre de 2016, se calcula que el crecimiento mundial del PIB se ha situado de nuevo en torno al 3% este año, cerca de $\frac{3}{4}$ puntos porcentuales menos que el promedio de las dos décadas anteriores a la crisis. En caso de que no se adopten medidas para solucionar esta escasez persistente de crecimiento, resultará cada vez más difícil que los gobiernos puedan cumplir todos sus compromisos implícitos futuros de cara a la sociedad, o incluso las expectativas actuales de sus ciudadanos. Si bien existen indicios de que el crecimiento del producto ha empezado a aumentar poco a poco en las economías emergentes y en desarrollo tras una prolongada desaceleración –a lo que han contribuido los efectos a corto plazo de las políticas adoptadas en China y la decreciente intensidad de las recesiones en muchos países productores de materias primas– las economías avanzadas aún han de conseguir un ritmo de crecimiento mayor.

Los indicadores de incertidumbre política basados en las noticias de actualidad siguen elevados en una serie de países así como a escala global (Figura 1.2). Esto incrementa los riesgos bajistas y, si persiste, probablemente generará efectos negativos en la actividad. A pesar de ello, las turbulencias de los mercados de renta variable han disminuido tras las bruscas reacciones iniciales experimentadas tras las elecciones estadounidenses y el referéndum del Reino Unido, si bien ha aumentado la volatilidad en los mercados de bonos. Los rendimientos de los bonos del Estado han aumentado con respecto a los mínimos históricos registrados en muchas economías, ayudados por el aumento de las expectativas del mercado con respecto a la inflación y las subidas de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos en el futuro.

Figura 1.1. **Se prevé que el crecimiento del PIB mundial siga siendo moderado**



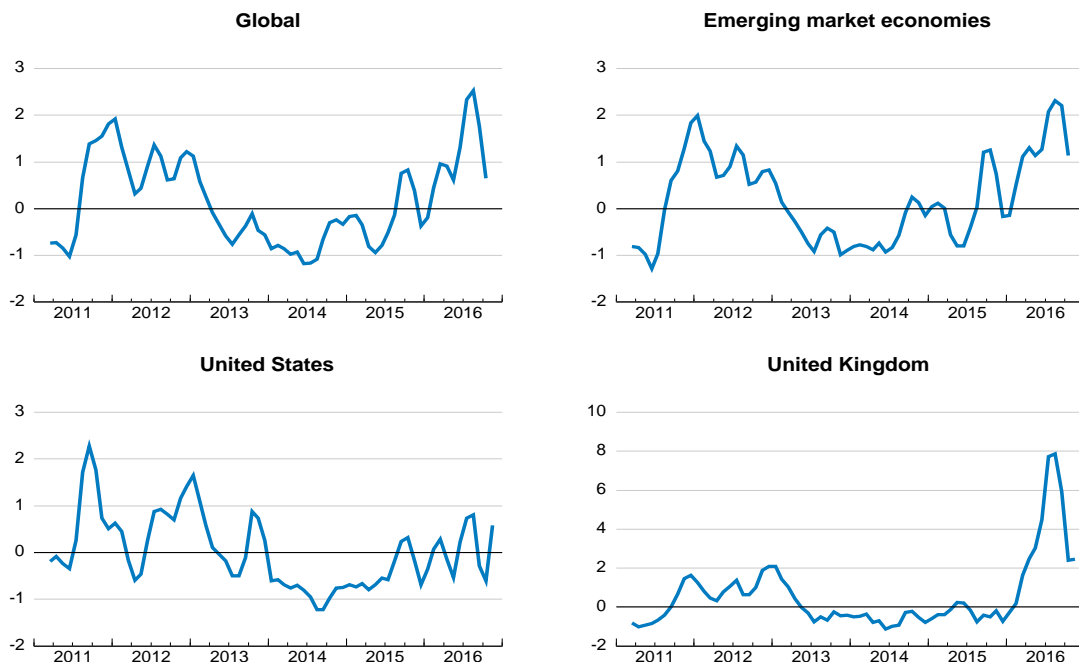
Nota: PIB calculado en base a paridades del poder adquisitivo.

1. El crecimiento en 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.

Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 100.

Figura 1.2. **La incertidumbre en materia de política económica sigue siendo elevada en una serie de economías**

Índice normalizado de incertidumbre política durante 2011-2015 (media móvil de 3 meses)



Nota: Los resultados para las economías emergentes se basan en una media ponderada por la PPA de la incertidumbre política basada en noticias de actualidad en China, India, Brasil y Rusia. Las estimaciones para los Estados Unidos y Reino Unido están basadas en datos diarios disponibles hasta el 21 de Noviembre.

Fuente: PolicyUncertainty.com; y cálculos de la OCDE.

El crecimiento mundial podría cobrar algo de fuerza en los próximos dos años, si bien tan sólo hasta niveles cercanos al 3½ por ciento para 2018 y bajo la premisa de que en Estados Unidos se adopte una posición fiscal más favorable, generando efectos colaterales sobre la demanda en otras economías (Tabla 1.1). En caso de que no se materialicen estos cambios en Estados Unidos, y tampoco se produzca el impacto estimado de la relajación fiscal prevista en China y en la zona del euro, el crecimiento mundial del PIB descendería en torno a 0,4 puntos porcentuales en 2017 y 0,6 puntos porcentuales en 2018 (Recuadro 1.1 y Figura 1.3). Estos resultados serían aún más débiles si se adoptaran medidas comerciales restrictivas, si bien la aplicación de medidas que faciliten el comercio impulsaría el crecimiento (Recuadro 1.3).

En las economías avanzadas, las políticas macroeconómicas favorables y la estabilidad de los precios de las materias primas deberían seguir respaldando la actividad, pero es necesario que se produzca un repunte colectivo y sostenido de los aumentos salariales y de la inversión empresarial para que se genere un crecimiento más sólido y se produzca un consumo más sostenible. Se espera que el crecimiento del PIB en la OCDE repunte a niveles justo por encima del 2¼ por ciento para 2018, en comparación con el 1¾ por ciento de este año (Figura 1.4, Panel A). En caso de que no se produzca un apoyo fiscal en Estados Unidos, el crecimiento del PIB en la OCDE se situaría de media por debajo del 2% al año durante el periodo 2017-18, prácticamente sin cambios con respecto a los resultados de 2015-16. Es probable que las economías de mercado emergentes experimenten resultados desiguales, reflejando el diferente apoyo proporcionado por las políticas adoptadas, la sensibilidad a los precios de las materias primas, los avances conseguidos en la aplicación de reformas estructurales y las vulnerabilidades financieras. En líneas generales, se espera que el crecimiento repunte lentamente en los próximos dos años, impulsado por una relajación gradual de las recesiones en Brasil, Rusia y otros países productores de materias primas (Figura 1.4, Panel B). Las principales características de las proyecciones relacionadas con las principales economías se resumen en el Recuadro 1.2.

Tabla 1.1. La recuperación global podría cobrar algo de fuerza

Área de la OCDE, a menos que se indique lo contrario

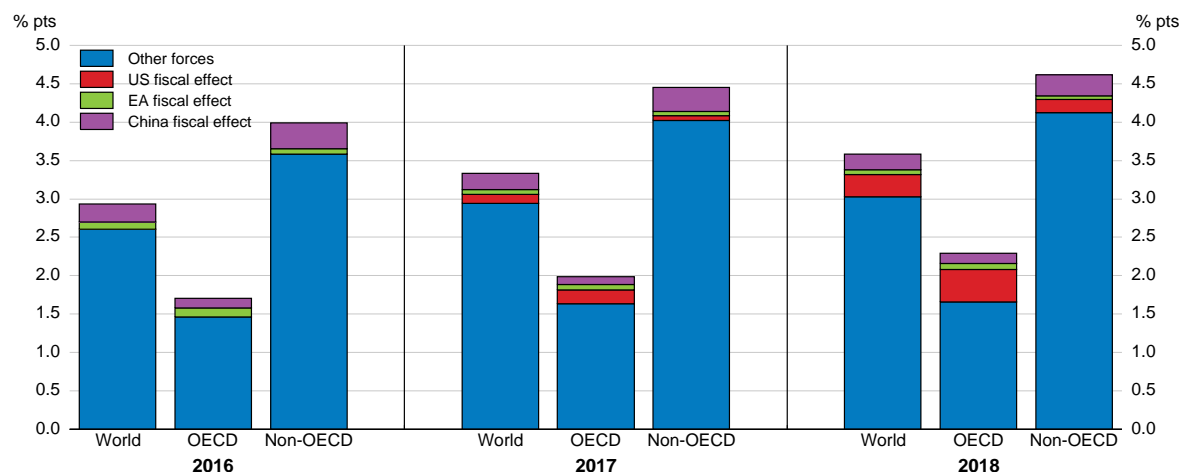
	Average 2004-2013	2014	2015	2016	2017	2018	2016 Q4	2017 Q4	2018 Q4
	Per cent								
Real GDP growth¹									
World ²	3.9	3.3	3.1	2.9	3.3	3.6	3.2	3.4	3.7
OECD ^{2,7}	1.6	1.9	2.1	1.7	2.0	2.3	1.8	2.1	2.3
United States	1.6	2.4	2.6	1.5	2.3	3.0	1.8	2.5	2.9
Euro area ⁷	0.8	1.2	1.5	1.7	1.6	1.7	1.6	1.6	1.7
Japan	0.8	0.0	0.6	0.8	1.0	0.8	1.5	0.8	0.9
Non-OECD ²	6.6	4.6	3.8	4.0	4.5	4.6	4.3	4.5	4.7
China	10.3	7.3	6.9	6.7	6.4	6.1	6.8	6.1	6.1
Output gap³	-0.5	-2.1	-1.5	-1.4	-0.9	0.0			
Unemployment rate⁴	7.1	7.4	6.8	6.3	6.1	6.0	6.2	6.1	5.9
Inflation^{1,5}	2.0	1.6	0.7	1.0	1.7	2.1	1.3	1.7	2.3
Fiscal balance⁶	-4.6	-3.5	-3.0	-3.1	-3.0	-2.9			
World real trade growth¹	5.3	3.9	2.6	1.9	2.9	3.2	2.1	2.8	3.5

1. Crecimiento anual
2. Ponderaciones móvil del PIB nominal, utilizando paridad del poder adquisitivo
3. Porcentaje del PIB potencial
4. Porcentaje de mano de obra
5. Deflactor del consumo privado
6. Porcentaje del PIB
7. El crecimiento en Irlanda en 2015 es calculado en valor bruto añadido en precios constantes, excluyendo las multinacionales que son de propiedad extranjera.

Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas edición 100.

Figura 1.3. El estímulo fiscal contribuye a respaldar el crecimiento del PIB

Contribución estimada al crecimiento anual del PIB Variación interanual (en porcentaje)

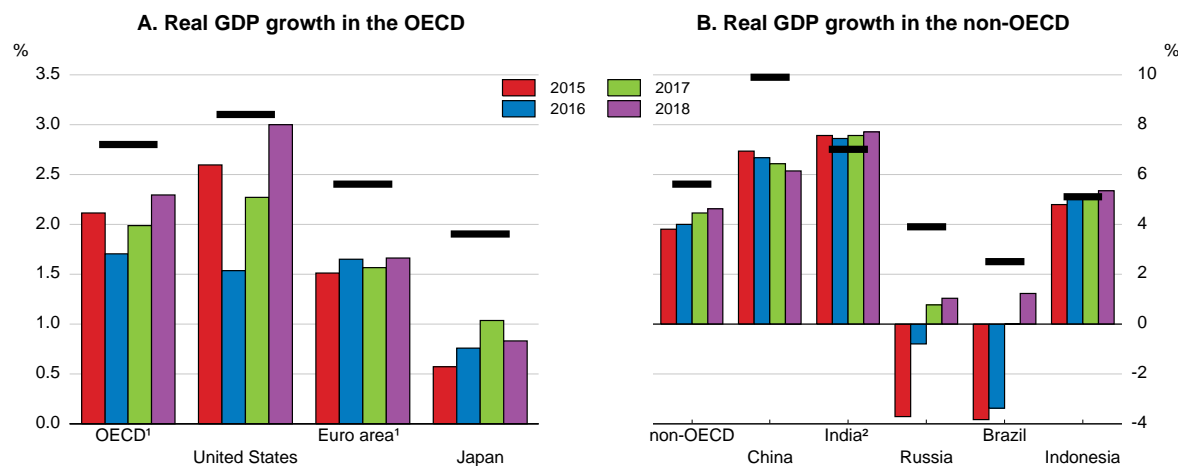


Nota: Se basa en simulaciones de modelos macro de un estímulo fiscal asumido en Estados Unidos por valor de $\frac{3}{4}$ por ciento del PIB en 2017 y $\frac{1}{4}$ por ciento del PIB en 2018; estímulo fiscal real y proyectado en China de $\frac{1}{2}$ por ciento del PIB en 2016 y del 1% del PIB tanto en 2017 como en 2018; y estímulo fiscal real y proyectado en la zona del euro del 0,4% del PIB en 2016, 0,2% del PIB en 2017 y 0,3% del PIB en 2018. Se asume que el estímulo en China y en la zona del euro se aplicará a través del gasto final público en consumo. En el Cuadro 1.1 se incluyen datos relativos al estímulo en Estados Unidos.

Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 100 y cálculos de la OCDE.

Figura 1.4. **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 en 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 100

Recuadro 1.1. **El impacto a corto plazo del estímulo fiscal en Estados Unidos**

Tras los resultados de las elecciones estadounidenses, existe una expectativa generalizada de que se pueda producir un cambio significativo en la dirección de la política macroeconómica. Durante un tiempo no estará claro en qué medida podrá aplicarse el programa fiscal fijado por el nuevo gobierno durante la campaña electoral, ya que será necesario el acuerdo del Congreso para introducir la legislación necesaria, y en algunas áreas, en especial en lo referente a la reforma tributaria, puede que sea necesaria la adopción de cambios legislativos complejos. No obstante, parece probable que se producirá una cierta relajación de la política fiscal durante los próximos dos años, lo cual tendrá consecuencias de cara a las perspectivas de crecimiento y a la inflación en Estados Unidos y en otras economías.

El escenario estilizado que se refleja en el presente Recuadro ofrece una serie de estimaciones ilustrativas de los posibles efectos económicos a corto plazo que podrían derivarse de una expansión fiscal en Estados Unidos, de la forma asumida e incorporada en las proyecciones, con arreglo al modelo macroeconómico global NiGEM. Las medidas fiscales incorporadas en el escenario son:

1. Un incremento en la inversión y en el consumo público por valor en cada caso de un $\frac{1}{4}$ por ciento del PIB (referencia) en 2017 y 2018.
2. Una reforma en los impuestos sobre la renta de las personas físicas que reduzca los ingresos tributarios en torno a $\frac{1}{2}$ por ciento del PIB en 2017 y 2018. En la práctica, es probable que esta medida incluya la reducción del número de tramos del impuesto sobre la renta de las personas físicas así como algunos recortes en los tipos marginales.
3. Una reforma en los impuestos sobre sociedades que reduzca los ingresos en torno a un $\frac{3}{4}$ por ciento del PIB en 2018. En la simulación, se asume que este resultado surge de una reducción del tipo efectivo del impuesto sobre sociedades utilizado ligeramente superior al 10%, en lugar de deberse a un aumento de la base fiscal.

Dado que se necesitará algo de tiempo hasta que se promulgue la legislación necesaria para implantar estas medidas, se asume que el gasto adicional se aplicará a partir del segundo trimestre de 2017, de manera que la reducción de los impuestos a los hogares se implante progresivamente durante ese año. El modelo NiGEM se ha ejecutado de manera retrospectiva, asumiendo que en un período caracterizado por una considerable incertidumbre, las empresas y las familias probablemente no se comporten como lo harían si se conocieran con certeza las medidas fiscales antes de ser legisladas. Se ha permitido que la política monetaria siga siendo endógena en Estados Unidos, pero los tipos de interés oficiales se han mantenido fijos en otras economías. Se ha desactivado la regla de solvencia presupuestaria en Estados Unidos, de manera que el gasto adicional y la reducción de los impuestos aumentan inicialmente el déficit presupuestario. (Cont...)

Recuadro 1.1. El impacto a corto plazo del estímulo fiscal en Estados Unidos (Cont.)

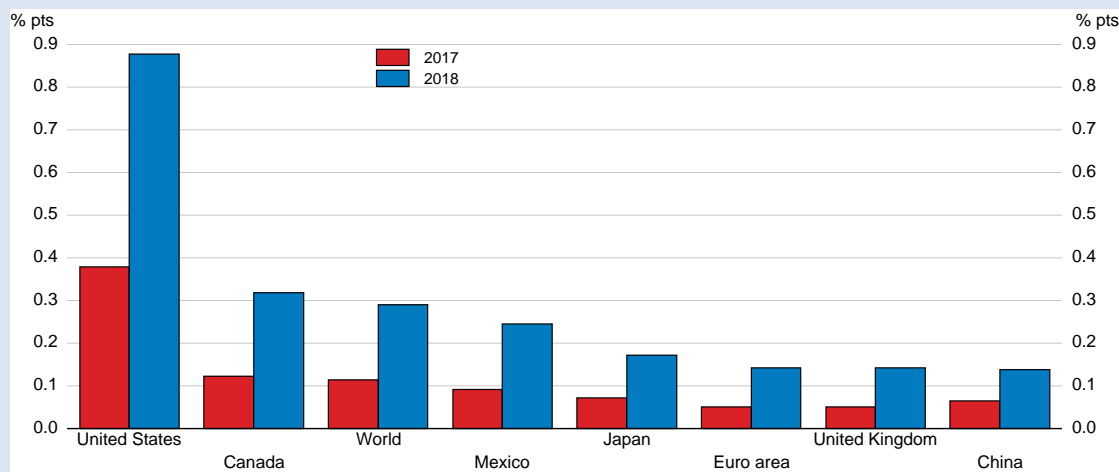
Dicho esto, las medidas fiscales combinadas aumentan el crecimiento del PIB en Estados Unidos por año natural en torno a 0,4 puntos porcentuales en 2017 y un poco más de 0,8 puntos porcentuales en 2018 (véase primera figura). La inversión empresarial aumenta a un ritmo relativamente rápido, y se sitúa en torno al 5½ por ciento por encima de la referencia para 2018, incrementando el potencial productivo. La tasa de desempleo vuelve a descender, justo por debajo de ½ punto porcentual para 2018, y comienzan a surgir signos de presión sobre los recursos, generando un aumento de la inflación de precios al consumo de 0,1 puntos porcentuales en 2017 y 0,4 puntos porcentuales en 2018. El aumento del crecimiento en relación con el potencial y el incremento de la inflación motivan el endurecimiento de los tipos de interés oficiales, que aumentan en comparación con una base muy baja en cerca de ¼ puntos porcentuales en 2017 y ¾ puntos porcentuales en 2018. Esto contribuye a impulsar los tipos de interés a largo plazo, que se sitúan en 2018 en torno a 40 puntos básicos por encima de la referencia.

El impulso de la demanda final en Estados Unidos también refuerza el crecimiento de las importaciones, generando un aumento de los volúmenes de importaciones de en torno al 3% en 2018 por encima de su valor de referencia. Esto genera unos efectos colaterales moderadamente positivos en otras economías (véase la primera figura), en particular en Canadá y en México (en base a la hipótesis de que no se adopten medidas de política comercial que compensen estos avances). En líneas generales, el estímulo impulsa el crecimiento mundial del PIB en torno a 0,1 puntos porcentuales en 2017 y 0,3 puntos porcentuales en 2018, al tiempo que el crecimiento comercial en todo el mundo se incrementa en ¼ y ½ puntos porcentuales en 2017 y 2018 respectivamente. En caso de que no se produzca un estímulo fiscal en Estados Unidos, el crecimiento del PIB proyectado para 2018 permanecería prácticamente sin cambios con respecto al registrado en 2017 en la mayoría de países (véase la segunda figura).

El incremento inicial *ex-ante* experimentado por el déficit presupuestario en Estados Unidos debido al aumento del gasto y a la reducción de los impuestos se compensa en parte por los efectos fiscales favorables derivados de una mayor actividad económica, de manera que el incremento real del déficit presupuestario en relación con la referencia es de en torno al 0,4% del PIB en 2017 y del 1,4% del PIB en 2018, en comparación con el aumento respectivo *ex-ante* del déficit de ¾ por ciento del PIB en 2017 y del 1¾ por ciento del PIB en 2018. En Estados Unidos, la relación deuda pública/PIB desciende marginalmente en ambos años, en torno a ½ por ciento del PIB en 2018, a pesar del incremento en el ratio déficit/PIB y en las rentabilidades de los bonos del Estado a largo plazo. Esto se debe a que el impacto favorable del incremento del PIB (nominal) sobre el ratio deuda/PIB compensa con creces el impacto del aumento del déficit presupuestario a corto plazo.

El impacto de un estímulo fiscal estilizado en EE.UU. sobre el crecimiento del PIB a corto plazo

Diferencia con respecto a la referencia (puntos porcentuales)



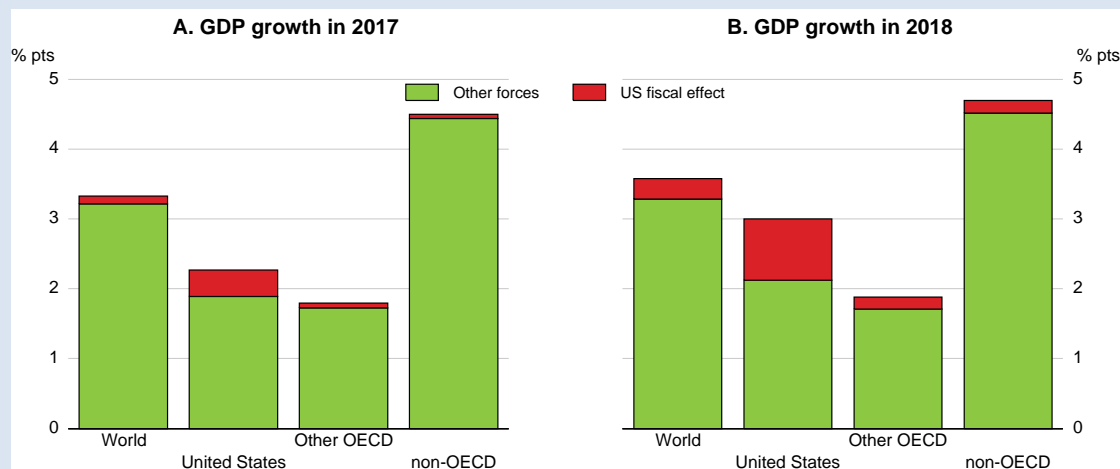
Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 100; y cálculos de la OCDE.

(Cont...)

Recuadro 1.1. El impacto a corto plazo del estímulo fiscal en Estados Unidos (Cont.)

Contribución del estímulo fiscal de Estados Unidos al crecimiento del PIB proyectado

(puntos porcentuales)



Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 100; y cálculos de la OCDE.

Hay una serie de factores que podrían alterar los efectos iniciales del estímulo sobre el producto con respecto a los establecidos en este análisis:

- Es probable que algunas de las medidas fiscales introducidas sean permanentes, particularmente los cambios en el impuesto sobre sociedades, generando implicaciones a largo plazo para la deuda y el déficit fiscal en el futuro. El hecho de que estos efectos deban ser compensados en el futuro o bien por un aumento de los impuestos o por una reducción del gasto podría debilitar la respuesta a corto plazo de la demanda privada con respecto a estos estímulos. Las medidas de estímulo pueden incrementar el producto potencial a más largo plazo, contribuyendo así a la sostenibilidad de la deuda pública, en especial si las empresas responden al descenso de los impuestos sobre sociedades mediante un aumento duradero de sus inversiones de capital, en lugar de aumentar los dividendos o las inversiones financieras. En cualquier caso, sigue siendo muy incierto hasta qué punto esto puede producirse.
- La medida en que la reducción de impuestos respalde la demanda dependerá en la práctica de las cuestiones distributivas así como del volumen de los recortes de ingresos que se produzcan. Si bien los hogares de mayores ingresos o las empresas con importantes volúmenes de tesorería se beneficiarían de una reducción de la carga tributaria en mayor medida que el resto, los ingresos adicionales resultantes podrían ahorrarse en lugar de utilizarse para financiar un gasto final adicional.
- Si las medidas fiscales se vieran acompañadas de medidas de política comercial que generen efectos adversos sobre el producto (se analiza más adelante en el Recuadro 1.4), es probable que esto elimine muchos de los beneficios del crecimiento del PIB a corto plazo resultantes del estímulo fiscal e incremente el ratio deuda pública/PIB.
- Asimismo, una respuesta más agresiva en materia de política monetaria en Estados Unidos, así como una mayor apreciación del dólar, también debilitaría los efectos del crecimiento a corto plazo en dicho país. No obstante, podría aportar un cierto apoyo adicional a la demanda agregada en otras economías cuyas monedas se deprecien, siempre y cuando que no incremente la volatilidad de los mercados financieros. Un aumento más sólido de las primas por plazo sobre los bonos del Estado a largo plazo como resultado del aumento previsto de la deuda pública en el futuro también debilitaría la respuesta al estímulo fiscal.
- Por otro lado, si las medidas de estímulo tuvieran éxito a la hora de reincorporar al mercado laboral a una serie de trabajadores desmotivados, o si la respuesta en términos de inversión empresarial fuera aún más sólida de lo estimado en este análisis, el potencial productivo podría aumentar con mayor fuerza. Esto limitaría la aparición de presiones inflacionarias y reduciría la necesidad de incrementar los tipos de interés oficiales en Estados Unidos.

Recuadro 1.2. Proyecciones de crecimiento e inflación en las principales economías

En Estados Unidos, el crecimiento del PIB ha repuntado en el segundo semestre de 2016, impulsado por el sólido y continuado consumo y el crecimiento del empleo, así como por la disminución de las dificultades derivadas de la caída de la inversión en el sector energético. Se estima que la relajación fiscal prevista a través del incremento del gasto público y de la reducción de la carga tributaria en los hogares y empresas proporcione un estímulo adicional para la demanda interna en los próximos dos años, sobre todo en la inversión empresarial, a pesar del aumento relativo de los tipos de interés a largo plazo. Con arreglo a este escenario, se prevé que el crecimiento del PIB se sitúe de media justo por encima del 2½ por ciento al año en el periodo 2017-18. En caso de que no se materialicen estas medidas adicionales, es probable que el crecimiento del PIB se sitúe en valores cercanos al 2% anual de media durante 2017-18.

En Japón, está previsto que el crecimiento del PIB siga siendo moderado en valores cercanos al ¾ y 1 por ciento anual durante 2017-18, a medida que se moderen los efectos de la anterior apreciación del yen y de la debilidad comercial en Asia sobre las exportaciones, y las exportaciones respondan ante el aumento de demanda de las importaciones estadounidenses. El moderado descenso previsto de la relajación fiscal ayudará a favorecer la actividad durante el próximo año. Sin embargo, dado que se prevé que las dificultades fiscales se intensifiquen de nuevo a partir de 2018, la clave está en hasta qué punto la escasez de mano de obra y capacidad y la fortaleza de los beneficios incidirán en el gasto corporativo y en los salarios.

En la zona del euro, está previsto que el crecimiento se mantenga entre 1½ y 1¾ por ciento anual. A pesar de la política monetaria acomodaticia y la modesta relajación fiscal durante 2016-18, la demanda interna sigue siendo moderada, debido a la debilidad de la inversión, a unos niveles de desempleo que siguen siendo altos y a una elevada tasa de morosidad en algunos países. Las exportaciones se beneficiarán de una mayor demanda de las importaciones estadounidenses. No obstante, es probable que los efectos negativos del menor crecimiento de la demanda en el Reino Unido y de la incertidumbre sobre el devenir de la Unión Europea en el futuro también sean visibles durante los próximos dos años. Un mayor uso del margen fiscal mejoraría las perspectivas tanto en la Unión Europea como el resto del mundo, al tiempo que promovería un abandono sostenido de la trampa de bajo crecimiento.

Las perspectivas en el Reino Unido son considerablemente más débiles de lo esperado antes del referéndum. Se prevé que el crecimiento medio del PIB se sitúe entre al 1% y 1¼ por ciento anual en 2017-18, a pesar del apoyo adicional proporcionado por una política monetaria más acomodaticia y la relajación del significativo endurecimiento fiscal anteriormente previsto para 2017 y 2018. La incertidumbre sobre la dirección futura de las políticas, la relación entre el Reino Unido y la Unión Europea, y la reacción de la economía sigue siendo elevada, y es probable que persista incluso más allá de una supuesta salida de la Unión Europea en 2019 con arreglo a acuerdos comerciales. Esto lastrará la inversión empresarial, que está previsto que descienda con fuerza durante los próximos dos años. Asimismo, la fuerte depreciación de la libra esterlina proporcionará un cierto apoyo a las exportaciones, pero también aumentará la inflación y debilitará el crecimiento de los ingresos en términos reales.¹ Es probable que los efectos colaterales para la economía mundial se pongan de manifiesto durante los próximos dos años.

En China, está previsto que el crecimiento siga ralentizándose hasta niveles cercanos al 6¼ por ciento de media durante 2017-18, a medida que el estímulo aportado por las políticas se disipe y la demanda se reoriente aún más hacia fuentes internas. La gestión de este reequilibrio junto con los riesgos del sistema financiero seguirá siendo un desafío clave. En la India, el importante incremento de los salarios en el sector público y la reciente aprobación de importantes reformas estructurales, sobre todo el impuesto sobre bienes y servicios, ayudará a mantener el crecimiento del PIB en niveles ligeramente superiores al 7½ por ciento anual al aumentar los incentivos para la inversión empresarial. En muchas otras economías asiáticas, incluida Indonesia, continúa el sólido crecimiento de la demanda interna, respaldado por una fuerte inversión pública en infraestructuras o el crecimiento del crédito, que compensa así el lastre de la débil evolución del comercio en China. En Brasil y Rusia, se prevé que se materialice una lenta recuperación en los próximos dos años, ayudada por un aumento más firme del precio de las materias primas, la reciente mejora de la confianza y el apoyo de la política monetaria a medida que remite la inflación.

Con este entorno de débil crecimiento de la demanda agregada como telón de fondo, se prevé que las presiones inflacionarias se mantengan sin cambios en la mayoría de economías. La inflación medida por el IPC ha comenzado a aumentar en las principales economías avanzadas, reflejando fundamentalmente el reciente fortalecimiento del precio de las materias primas. Los precios de los insumos también están aumentando en muchas economías de mercado emergentes, en especial en China, en donde la inflación de los precios industriales es positiva en la actualidad, por primera vez en cuatro años. La inflación subyacente se ha mantenido comparativamente estable, en niveles bajos, como resultado de la persistente capacidad económica ociosa y de las débiles presiones de precios en todo el mundo, en especial en Japón, en donde el tipo de cambio efectivo se ha apreciado de manera significativa durante el último año.

(Cont...)

Recuadro 1.2. Proyecciones de crecimiento e inflación en las principales economías (Cont.)

En caso de que no se produzcan movimientos adicionales significativos en el precio de las materias primas, en los tipos de cambio y en las expectativas inflacionarias, se espera que la inflación subyacente aumente lentamente durante los próximos dos años, pero solo en la medida en que la capacidad económica ociosa (ajustada para reflejar efectos cíclicos) descienda. En caso de que repuntara la demanda, la inversión y la reincorporación al mercado laboral de trabajadores desincentivados tenderían a aumentar la oferta, mitigando las presiones sobre los recursos. Se prevé que la inflación se sitúe en torno al 2½ por ciento para finales de 2018 en EEUU, en caso de que el estímulo fiscal se aplique según lo previsto, al tiempo que se mantendrá por debajo del 1¼ por ciento en Japón y del 1½ por ciento en la zona del euro. En cuanto a las principales economías emergentes, se prevé que la inflación de precios al consumo siga siendo baja en China y descienda lentamente en Brasil y Rusia, ayudada por el impacto de la estabilización de las monedas. En la India, las presiones inflacionarias deberían seguir siendo limitadas, si bien el impuesto sobre bienes y servicios podría generar un incremento puntual del nivel de precios.

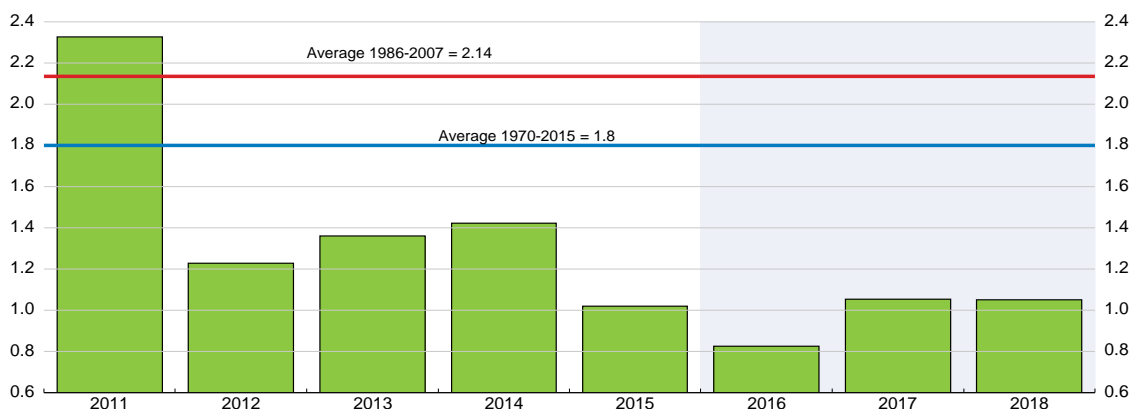
1. En líneas generales, las proyecciones son coherentes con los escenarios de la OCDE anteriores al referéndum (Kierzenkowski et al., 2016). Dichos escenarios apuntaban a un descenso a corto plazo superior al 3% en el nivel del PIB en el Reino Unido para el año 2020 con arreglo a la hipótesis de una salida de la Unión Europea por parte del Reino Unido en 2019.

Incluso en el contexto del apoyo proporcionado por las políticas para conseguir unos mejores resultados de crecimiento mundial, el crecimiento del volumen comercial en todo el mundo sigue siendo excepcionalmente bajo, y ha caído a niveles inferiores al 2% este año desde el 2½ por ciento en 2015. En los próximos dos años apenas se prevé una leve mejora, de manera que el crecimiento comercial se recupere a niveles de en torno al 3¼ por ciento para 2018, situándose así en líneas generales en sintonía con el crecimiento del producto mundial (con arreglo a tipos de cambio de mercado). Se trata de una tendencia mucho más débil de las experimentadas anteriormente, lo cual sugiere que la globalización, medida por la intensidad comercial, podría estar próxima a estancarse (Figura 1.4). El crecimiento de las importaciones en las economías emergentes y en desarrollo es especialmente débil, incluso teniendo en cuenta la caída de la penetración de las importaciones que persisten en China.¹ El análisis de la OCDE sugiere que factores estructurales como una ralentización en la liberalización comercial, la adopción de nuevas medidas proteccionistas desde la crisis y la contracción de las cadenas de valor mundiales (sobre todo en China y en el este asiático) explican una importante proporción de la moderación experimentada por el crecimiento del comercio en los últimos cinco años (Haugh et al., 2016). A los problemas estructurales hay que añadir factores cíclicos, entre los que se incluyen las profundas recesiones experimentadas en algunas economías productoras de materias primas, así como la debilidad generalizada de las inversiones en inmovilizado. Si las iniciativas fiscales, incluida la inversión en infraestructuras, catalizan la inversión empresarial, el comercio mundial podría ser más sólido de lo actualmente proyectado. La adopción de medidas para reducir los costes de facilitación del comercio en todo el mundo aportaría beneficios adicionales (Recuadro 1.3). Por otro lado, en caso de que se introdujeran medidas proteccionistas adicionales durante los próximos dos años en las principales economías, el crecimiento comercial en todo el mundo sería aún menor (Recuadro 1.3), generando consecuencias negativas en el crecimiento de la productividad.

1. Sin incluir China, se prevé que el volumen de las importaciones fuera de la OCDE (bienes y servicios) descienda en más de un 1% este año, después de haber caído más de un 2½ por ciento en 2015. Se prevé un ligero repunte del crecimiento de en torno al 2% anual para el período 2017-18.

Figura 1.5. El comercio global es muy débil en relación con los datos históricos

Relación entre crecimiento del comercio global y crecimiento del PIB global



Nota: Volumen global comercial de bienes y servicios; PIB global con arreglo 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 global y el crecimiento medio anual del PIB en el periodo correspondiente.

Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 100; y cálculos de la OCDE.

Recuadro 1.3. El impacto de los cambios en los costes del comercio internacional

La ralentización del crecimiento comercial en todo el mundo contribuye a la trampa de bajo crecimiento, dado que el comercio amplía las presiones competitivas, permite una especialización mayor y una mejor asignación de recursos, y facilita la transmisión de conocimientos. Por tanto, las políticas que impacten en el comercio tendrán implicaciones de cara al producto y a la productividad, tal y como se muestra en una serie de escenarios estilizados descritos en el presente recuadro. La fragmentación cada vez mayor de la producción entre distintos territorios nacionales puede magnificar el impacto de los cambios en la política comercial, de manera que los insumos intermedios terminen cruzando las fronteras nacionales en múltiples ocasiones. De este modo, un pequeño cambio en los costes comerciales puede tener un impacto significativo en el comercio debido a su efecto acumulativo.

El impacto sobre el comercio y el PIB se evalúa utilizando el modelo METRO de la OCDE –un modelo de comercio basado en el equilibrio general calculable a escala mundial que muestra un alto grado de desagregación sectorial (OCDE, 2014)– que está diseñado para tener en cuenta la probable reubicación de insumos, demanda, comercio y producción tras aplicar cambios en los precios relativos de los factores (incluidos cambios en los costes y aranceles comerciales). El posible impacto adicional de una menor intensidad comercial en la productividad total de factores a largo plazo se basa en el estudio reciente de la OCDE (Egert y Gal, 2016), que confirma las conclusiones ya identificadas en otros estudios de que la apertura comercial promueve la productividad.

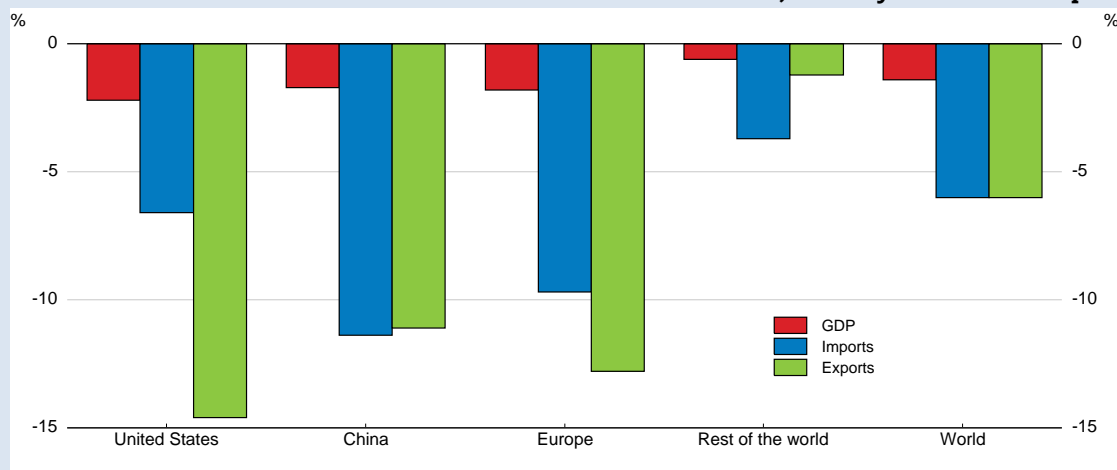
Un primer escenario considera el impacto de unos mejores mecanismos de facilitación del comercio que aumentan la velocidad y la eficiencia de los procedimientos fronterizos en todas las economías. Esto asume que los costes comerciales se reducen un 1,3%, que es una estimación de la reducción media de los costes comerciales que podría derivarse de la aplicación del *Mecanismo de Facilitación del Comercio de la OMC*. En general, esto aumentaría el PIB mundial en cerca de 1,5% y el comercio mundial en un 1,7%. Estos efectos no se producirían inmediatamente, sino después de que se haya efectuado un completo ajuste de la demanda y de los factores de producción, si bien cabe esperarse que parte de ello se haya completado en el horizonte temporal cubierto por las *Perspectivas Económicas*. Habría una mejora de la productividad debido a las ganancias de eficiencia generadas por el menor coste de servir los mercados exportación. Se produciría también un incremento positivo pero reducido en la productividad total de factores a largo plazo asociado con el incremento de la apertura comercial.

Un segundo escenario analiza el impacto del aumento de las barreras comerciales en las principales economías comerciales de todo el mundo –la Unión Europea, Estados Unidos y China– asumiéndose que aumentaría los costes comerciales con respecto a todos los socios y en relación con todos los bienes (pero no con los servicios) en 10 puntos porcentuales. La magnitud es aproximadamente similar a un incremento medio de tarifas hacia el coeficiente tarifario consolidado existente en 2001, cuando la negociaciones para la Ronda de Desarrollo de Doha comenzaron. Los efectos tendrían un importante impacto en el comercio y el PIB, siendo los países que impongan las nuevas barreras comerciales los más afectados (véase la primera figura).

(Cont...)

Recuadro 1.3. El impacto de los cambios en los costes del comercio internacional (Cont.)

Efecto del aumento de los costes comerciales en Estados Unidos, China y la Unión Europea



Nota: Efecto de un aumento de la protección comercial por parte de Estados Unidos, China y la Unión Europea, que incremente los costes comerciales en 10 puntos porcentuales. Los resultados de la simulación sobre el PIB y el comercio se derivan del modelo METRO de la OCDE. Los efectos sobre la productividad total de factores indicada en la última fila constituyen un efecto adicional y separado calculado a partir del cambio implícito en la apertura comercial mediante los resultados indicados en Egert y Gal (2016).

Fuente: Cálculos de la OCDE.

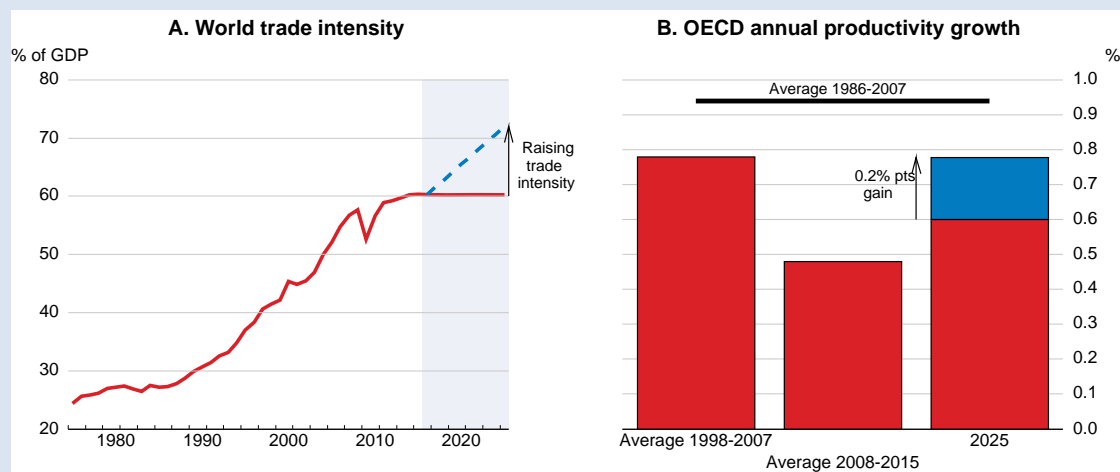
Si bien el cambio en la protección mostrado es meramente ilustrativo, es de esperar que cambios de una magnitud diferente tengan efectos macroeconómicos correspondientemente mayores o menores, si bien algunos efectos adversos no pueden capturarse. Por ejemplo, ejercicios de represalia podrían generar efectos adversos adicionales sobre el comercio, resultantes de las alteraciones ejercidas en las cadenas de valor mundiales. Asimismo la incertidumbre generada por políticas comerciales proteccionistas probablemente ralentizaría la inversión, generando pérdidas adicionales de rentas y productividad.

Se ha diseñado un escenario final para aislar los beneficios que conlleva el aumento de la apertura sobre la productividad. Si las medidas colectivas de apoyo a través de las políticas comerciales pudieran ayudar a aumentar la intensidad comercial en la OCDE y a nivel mundial al ritmo medio observado durante las dos décadas anteriores a la crisis, en lugar de mantenerse prácticamente sin cambios, podría impulsarse el crecimiento de la productividad total de factores en 0,2 puntos porcentuales al año en el medio plazo, según las estimaciones acerca de la relación entre la apertura comercial y el crecimiento de la productividad incluidas en Egert y Gal (2016). Esto aumentaría el crecimiento anual de la productividad total de factores en las economías de la OCDE en torno a un tercio durante este periodo (véase la segunda figura).

(Cont...)

Recuadro 1.3. **El impacto de los cambios en los costes del comercio internacional** (Cont.)

El incremento de la intensidad comercial aumentaría el crecimiento de la productividad



Nota: Escenario en el que la intensidad comercial en la OCDE y a nivel mundial (exportaciones más importaciones como porcentaje del PIB con arreglo a tipos de cambio de mercado) aumenta en 1,3 puntos porcentuales al año (promedio del periodo 1986-2007) a partir de 2017.

Fuente: Haugh 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, N°. 18; Égert y Gal (2016), "The Quantification of Structural Reforms: A New Framework", Documentos de trabajo del Departamento de asuntos económicos de la OCDE, próxima publicación; y cálculos de la OCDE

¿Cómo podría ayudar la política fiscal a salir de la trampa de bajo crecimiento?

El bajo crecimiento limita la inversión y el aumento de la productividad

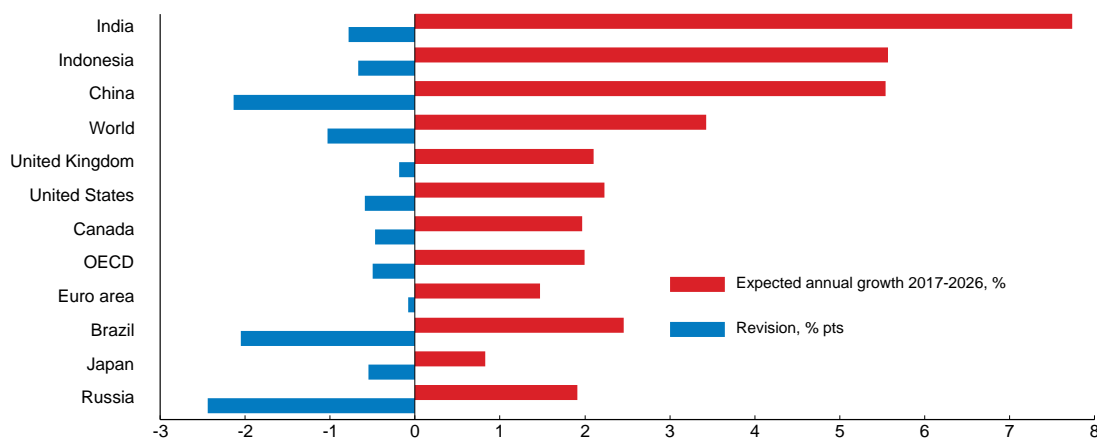
El prolongado período de debilidad experimentado por la demanda se refleja cada vez más en una evolución adversa del lado de la oferta, minando la capacidad a más largo plazo de la economía para proporcionar un mayor nivel de vida a sus ciudadanos. Las estimaciones del crecimiento del producto potencial per cápita se han revisado a la baja una y otra vez tras la crisis, reflejando la ralentización del crecimiento tendencial de la productividad laboral debido a la debilidad de la inversión y un menor crecimiento de la productividad total de factores, junto con los efectos demográficos registrados en algunos países (Ollivaud et al., 2016). Con respecto al conjunto de la OCDE, se estima que el crecimiento tendencial del producto per cápita sea de un 0,9% para el período 2016-18, sin cambios con respecto a la tasa media de crecimiento desde 2009, pero 1¼ puntos porcentuales por debajo de la media registrada en los años 80 y 90. El crecimiento del producto potencial per cápita en los países denominados BRIICS también se ha revisado a la baja en los últimos años, en más de 1¾ puntos porcentuales en China desde el año 2011 y en 1 punto porcentual en las restantes economías.

Asimismo, el descenso de las proyecciones de consenso relativas al crecimiento previsto del PIB a largo plazo en prácticamente todas las economías durante los últimos cinco años sirve también como prueba adicional de las implicaciones a más largo plazo de un crecimiento débil y persistente de la demanda (Figura 1.6).² Las expectativas de crecimiento futuro de la inversión han descendido con especial intensidad.³ Las caídas en el crecimiento esperado del PIB han sido, por lo general, más pronunciadas en aquellas economías en las que el crecimiento real del PIB no ha alcanzado las expectativas en los últimos años, en coherencia con lo que cabría esperarse en una trampa de bajo crecimiento que se autoalimenta (Figura 1.7). En caso de que no se adopten medidas de política que refuercen la demanda y las perspectivas de crecimiento a más largo plazo, es probable que esta trampa se profundice, con unas consecuencias negativas a más largo plazo en materia de empleo, ingresos e inclusión. Por otro lado, una política fiscal eficaz, que se aplique ahora durante el actual entorno de bajos tipos de interés y junto con otras políticas estructurales y comerciales adecuadas para cada país, podría cambiar las expectativas, generando un círculo de retroalimentación positiva entre las expectativas y el crecimiento real del PIB.

La persistente debilidad de la acumulación de capital desde la crisis refleja en gran medida la debilidad de la demanda interna y mundial, el aumento de la incertidumbre y las limitaciones financieras resultantes por los problemas experimentados por el sector bancario en algunas economías (OCDE, 2015a). Asimismo, la consolidación fiscal también ha restringido las inversiones nuevas y de mantenimiento en infraestructuras en muchos países. La caída del crecimiento previsto para el futuro también ha disminuido los incentivos a la inversión dado un determinado coste de capital.⁴ En los próximos dos años, se prevén escasas mejoras. El crecimiento agregado previsto para la inversión empresarial en capital fijo en la OCDE se espera que aumente en poco más de un 2½ por ciento al año durante 2017-18, partiendo de los niveles cercanos al ¾ por ciento anual registrados en 2015-16. El repunte es mayor en Estados Unidos que en el resto de países, lo cual refleja un menor coste de capital debido a la reducción asumida en el impuesto sobre sociedades. En el resto de la OCDE, sin incluir Estados Unidos, se prevé que la inversión empresarial aumente en tan sólo un 1¼ al año durante los próximos dos años.

-
2. Los rendimientos reales muy bajos de los bonos a largo plazo pueden indicar que los participantes de los mercados financieros prevén unas tasas de crecimiento significativamente inferiores a los indicadores del crecimiento esperado del PIB a largo plazo.
 3. La tasa anual de crecimiento esperado de las inversiones en inmovilizado en los próximos 10 años descendió en 1½ puntos porcentuales entre 2011 y 2016, hasta el 3% anual, en base a una media ponderada de las previsiones de consenso disponibles para los estados miembros de la OCDE. Durante el mismo periodo, la tasa anual de crecimiento esperado del consumo privado durante los próximos 10 años descendió en 0,3 puntos porcentuales hasta el 2% anual.
 4. Existen algunas evidencias de que la debilidad de la inversión refleja también una inercia subyacente en el ajuste de las tasas mínimas de rentabilidad de la inversión en inmovilizado con arreglo al actual entorno de bajos tipos de interés (Lane y Rosewall, 2015; Poloz, 2016).

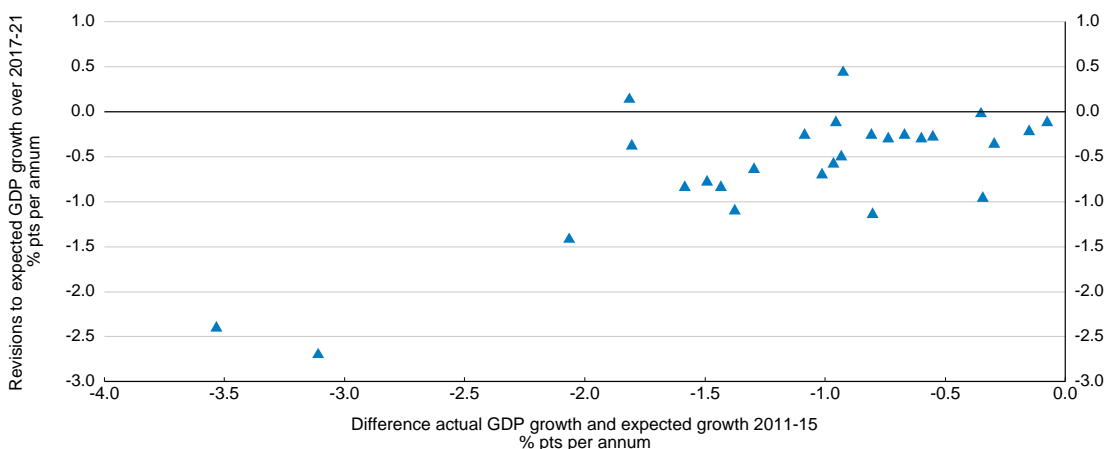
Figura 1.6. Las expectativas de crecimiento del PIB a largo plazo han descendido en los últimos cinco años



Nota: La revisión es la diferencia entre las proyecciones del crecimiento medio anual del PIB de abril de 2011 para el periodo 2012-2021 y las proyecciones del crecimiento medio anual del PIB de abril de 2016 para el periodo 2017-2026. Las estimaciones mundiales y de la OCDE se basan en una media ponderada de los países disponibles, en base a su proporción de PPA en 2015.

Fuente: Previsiones de consenso; y cálculos de la OCDE.

Figura 1.7. Las expectativas de crecimiento han descendido en los países con déficits de crecimiento anteriores



Nota: Las series muestran la diferencia entre las proyecciones de consenso de abril de 2016 y de abril de 2011 con respecto al crecimiento medio anual del PIB para el periodo 2017-2021, y la diferencia entre el crecimiento medio anual del PIB para el periodo 2011-2015 y las proyecciones de consenso de abril de 2011 del crecimiento medio anual del PIB para ese mismo periodo.

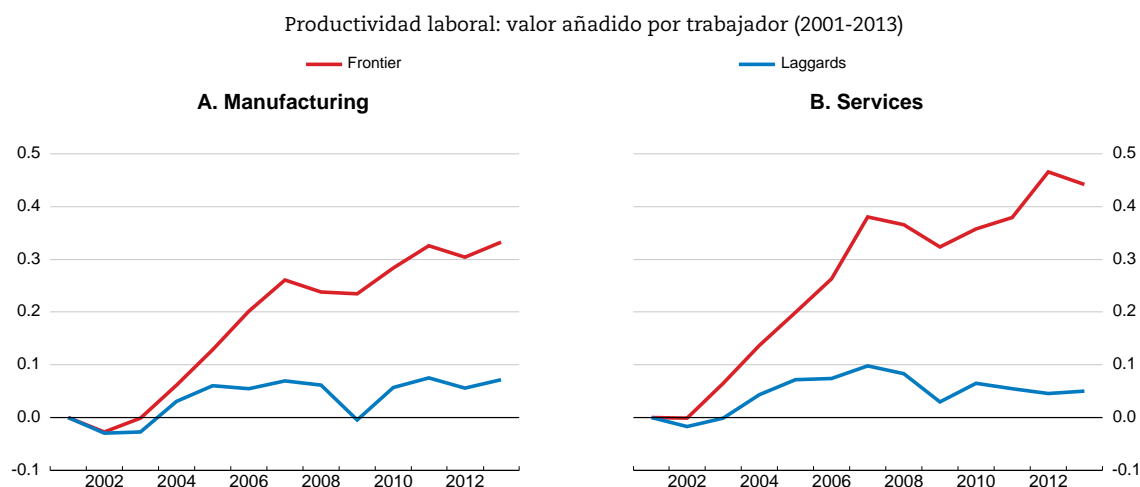
Fuente: Previsiones de consenso; FMI; y cálculos de la OCDE.

La ralentización del crecimiento de la productividad total de factores se ha producido en un periodo en el que se ha ampliado la brecha existente entre las empresas que operan en la frontera tecnológica global y las empresas rezagadas, poniendo de relieve una ralentización en el ritmo de divulgación de las nuevas innovaciones. Las empresas que se sitúan en la frontera de la productividad global han seguido innovando, incluso con posterioridad a la crisis (Andrews et al., 2016; Figura 1.8), si bien existen algunos indicios de que el ritmo de crecimiento de la productividad en estas empresas ha comenzado a moderarse. Por el contrario, el crecimiento de la productividad en

las empresas que no alcanzan esta frontera ha sido muy leve.⁵ La debilidad de las inversiones de capital, la desaceleración del comercio y una menor ambición en las reformas estructurales han contribuido a ello ralentizando la divulgación de las nuevas tecnologías incorporadas en los equipos nuevos.

La adopción de medidas de política estructural para reforzar las presiones competitivas y el dinamismo en el mercado de productos podría ayudar a mejorar los incentivos para crear nuevas empresas, invertir para crecer y divulgar nuevas tecnologías (Alesina et al., 2005; OCDE, 2015a; Adalet McGowan et al., 2015; Andrews et al., 2016). La política monetaria muy acomodaticia y las presiones sobre los modelos de negocio de las entidades financieras (véase más adelante) puede que también contribuyan a aumentar la tolerancia de los bancos. En consecuencia, algunas empresas que atraviesan graves dificultades pueden mantenerse con vida dificultando así la reasignación de recursos hacia actividades más productivas (Adalet McGowan et al., 2016) Al mismo tiempo, las reformas de los mercados de productos han sido limitadas en muchos sectores, en especial en el ámbito de los servicios profesionales y del comercio minorista.

Figura 1.8. **Aumenta la brecha de la productividad laboral entre las empresas que operan en la frontera global y el resto de entidades**



Nota: La frontera global se mide como la media de la productividad laboral registrada para el 5% de empresas que muestran los mayores niveles de productividad en cada sector de dos dígitos. Las empresas rezagadas representan la productividad media de todas las demás empresas. Se muestran los promedios no ponderados de las industrias de dos dígitos en el sector manufacturero y en el sector servicios, normalizados a 0 en el año inicial. El periodo de tiempo analizado comprende 2001-2013. Los ejes verticales representan las diferencias registradas desde el año inicial: por ejemplo, la frontera en el sector manufacturero tiene un valor cercano a 0,3 en el año final, lo cual se corresponde con un aumento aproximado de la productividad del 30% en 2013 en comparación con 2001. El sector servicios hace referencia a los servicios empresariales no financieros. Los cálculos se basan en la actualización reciente de la base de datos de productividad OCDE-Orbis (Gal, 2013).

Fuente: Andrews et al. (2016), "The global productivity slowdown, technology divergence and public policy: A firm level perspective", Documento de trabajo del Brookings Institution Hutchins Center, N.º. 24.

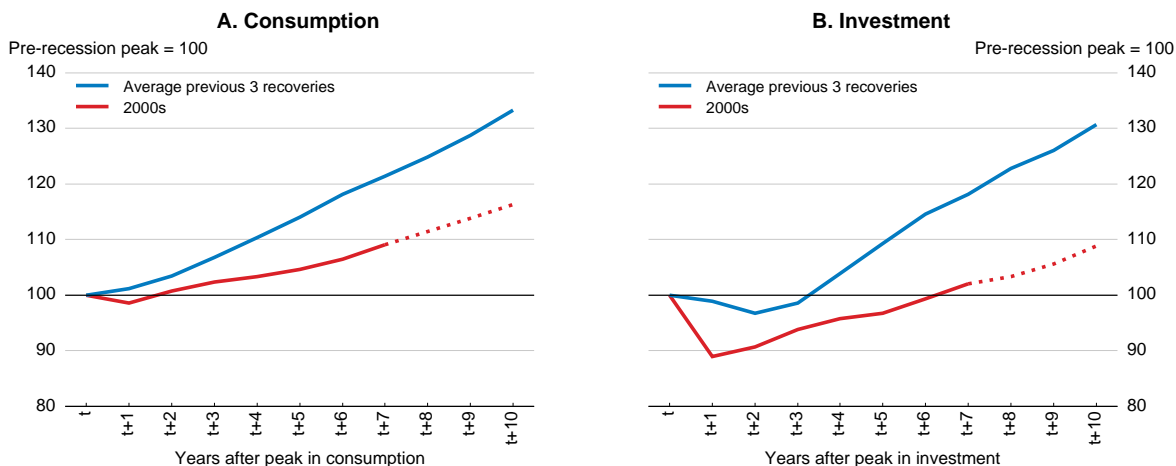
5. Entre 2001 y 2013, se calcula que la productividad laboral media en la frontera de la productividad global ha crecido en base a una tasa media anual del 2,8% en el sector manufacturero y del 3,6% en el sector servicios (Andrews et al., 2016). La tasa de crecimiento correspondiente a todas las demás empresas se ha situado en torno al 0,5% en ambos sectores.

La adopción de nuevas reformas significativas en los mercados de productos podría ofrecer un impulso importante para la inversión, incluso a corto plazo. Las evidencias a nivel de empresas recogidas en Gal e Hijzen (2016) indican que reformas mayores en los mercados de productos para reducir los obstáculos regulatorios pueden impulsar la inversión en cerca de un 4% dentro de dos años. Los principales beneficios se producirían en las industrias de redes y en el sector minorista, así como entre las empresas poco endeudadas.⁶ Asimismo, la adopción de medidas para lograr un mejor encaje entre competencias y puestos de trabajo, y para aprovechar al máximo las competencias disponibles también podrían impulsar la productividad al permitir que se utilicen las innovaciones y tecnologías nuevas de manera más efectiva (OCDE, 2016c).

La trampa de bajo crecimiento limita el crecimiento del consumo

La recuperación tras la crisis no solo ha sido débil sino que además su calidad ha sido decepcionante. El crecimiento en las economías avanzadas ha sido desigual, tanto en términos del desarrollo de las economías como de la composición de la demanda. El consumo y la inversión en capital fijo han sido persistentemente más débiles que en la recuperación experimentada tras recesiones anteriores. La inversión no ha podido seguir el ritmo del aumento del consumo, a pesar de haber sido moderado, a diferencia de lo sucedido en anteriores recuperaciones (Figura 1.9). A corto plazo, el ligero repunte experimentado por la demanda de los hogares puede ser satisfecho sin aumentar la capacidad productiva, pero esta evolución no se puede sostener indefinidamente sin que se produzcan desequilibrios, desigualdades y vulnerabilidades. Es necesario que se adopten medidas más firmes en materia de políticas para reforzar la demanda final en aras de mitigar dichos resultados.

Figura 1.9. La recuperación posterior a la crisis ha sido débil y desigual en las economías avanzadas



Nota: Datos agregados para las economías de la OCDE. El consumo se corresponde con el gasto total efectuado por los consumidores y la inversión se corresponde con el total de formación bruta de capital fijo. El promedio de las tres recuperaciones del pasado son una media no ponderada de los desarrollos después de 4T1973, 1T1980, 3T1990 y 1T2008. Se han ajustado las series para que equivalgan a 100 en estos trimestres. Todos los datos se muestran a precios constantes.

Fuente: OCDE, base de datos de Perspectivas Económicas, edición 100.

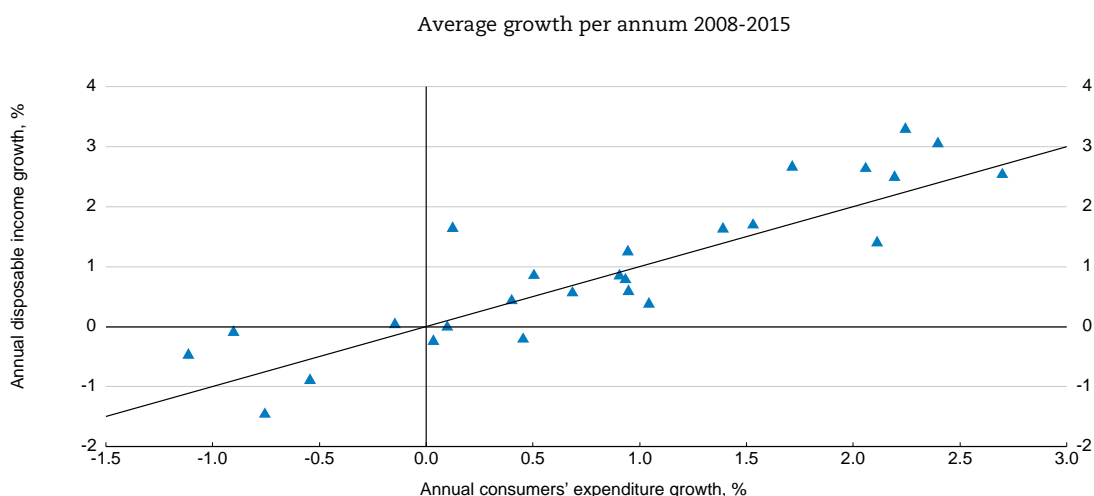
En las dos décadas anteriores a la crisis, el consumo en los países de la OCDE aumentó con arreglo a una tasa media anual justo por debajo del 3%, mientras que la tasa de ahorro de los hogares descendía en más de 5½ puntos porcentuales entre 1987 y 2007. La crisis financiera y la lenta recuperación han provocado que estas tendencias se reviertan y que el consumo aumente a niveles

6. El concepto de reforma mayor que favorece la competitividad se define como aquel cambio en la regulación que se sitúe en el 5% de los mayores cambios anuales efectuados en los diferentes sectores durante el periodo 1998-2013.

apenas superiores al 1% al año de media durante 2008-2015, al tiempo que la tasa de ahorro de los hogares ascendía en más de 1½ puntos porcentuales.⁷ En los próximos dos años apenas se prevén cambios. Se estima que el consumo en los países de la OCDE aumentará justo por encima del 2% anual durante 2017-18, al tiempo que las tasas de ahorro de los hogares se mantendrán prácticamente sin cambios en la mayoría de las economías.

La diferencias entre los distintos países en el comportamiento del consumo desde la crisis están estrechamente relacionadas con las diferencias existentes en el crecimiento de los ingresos reales (Figura 1.10). El crecimiento del consumo ha superado al crecimiento de los ingresos en una serie de países, incluida la zona del euro en su conjunto, pero esto ha ocurrido fundamentalmente en economías que experimentan un crecimiento de los ingresos especialmente débil, donde menores tasas de ahorro han permitido limitar la caída del consumo.

Figura 1.10. **Las diferencias de crecimiento del consumo reflejan en gran medida las diferencias de crecimiento de los ingresos**



Nota: Se basa en el crecimiento medio anual del consumo y de la renta disponible real en los hogares durante 2008-2015. La renta disponible se muestra en términos brutos en la zona del euro, Francia, Portugal y Reino Unido, y en términos netos en otros países.

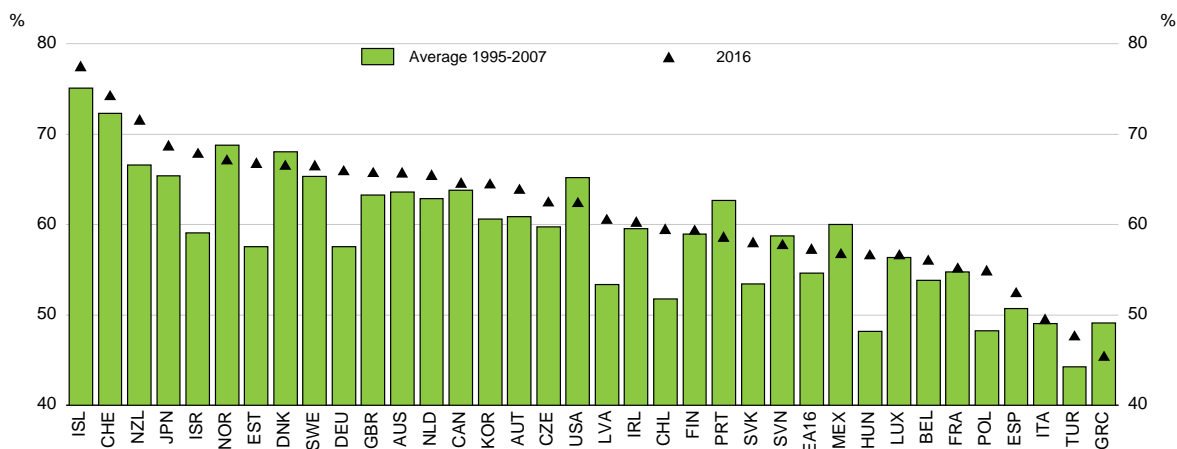
Fuente: OCDE, base de datos de Perspectivas Económicas, edición 100.

Las principales palancas del crecimiento sostenible del consumo son el empleo y la dinámica salarial, al tiempo que ambos dependen del comportamiento de la inversión privada. En la actualidad, la situación del empleo varía en gran medida de un país a otro (Figura 1.11). En algunos países (incluidos Estados Unidos, Alemania y Japón), las perspectivas para conseguir un crecimiento más sólido del empleo y del consumo se ven limitadas por unas políticas que reducen la participación de segmentos importantes de la población activa potencial en la fuerza laboral. En el resto de países, incluidas muchas de las economías de la zona del euro más afectadas por la crisis y por la consolidación fiscal, se mantienen unos niveles considerables de capacidad ociosa en el mercado laboral. Estas diferencias se reflejan en el crecimiento de la retribución real por empleado, que está previsto que mejore hasta niveles cercanos a 1¾ y 1½ por ciento anual respectivamente en Estados Unidos y en Alemania durante 2017-18, pero que se mantengan en niveles bajos, dado el débil crecimiento de la productividad, de en torno al ¾ por ciento anual en Japón y al ½ por ciento anual en el resto de la zona del euro.

7. Las tasas anuales de crecimiento del consumo y de la renta disponible real en la economía mediana de la OCDE se situaron en el 3,5% y el 2,9% respectivamente durante el periodo 1997-2007. Entre 2007 y 2015, la tasa anual de crecimiento del consumo y de la renta en la economía mediana cayó al 0,8% y al 0,9% respectivamente.

Figura 1.11. Los niveles de empleo varían en gran medida entre las economías de la OCDE

Relación entre empleo total y población de entre 15 y 74 años de edad



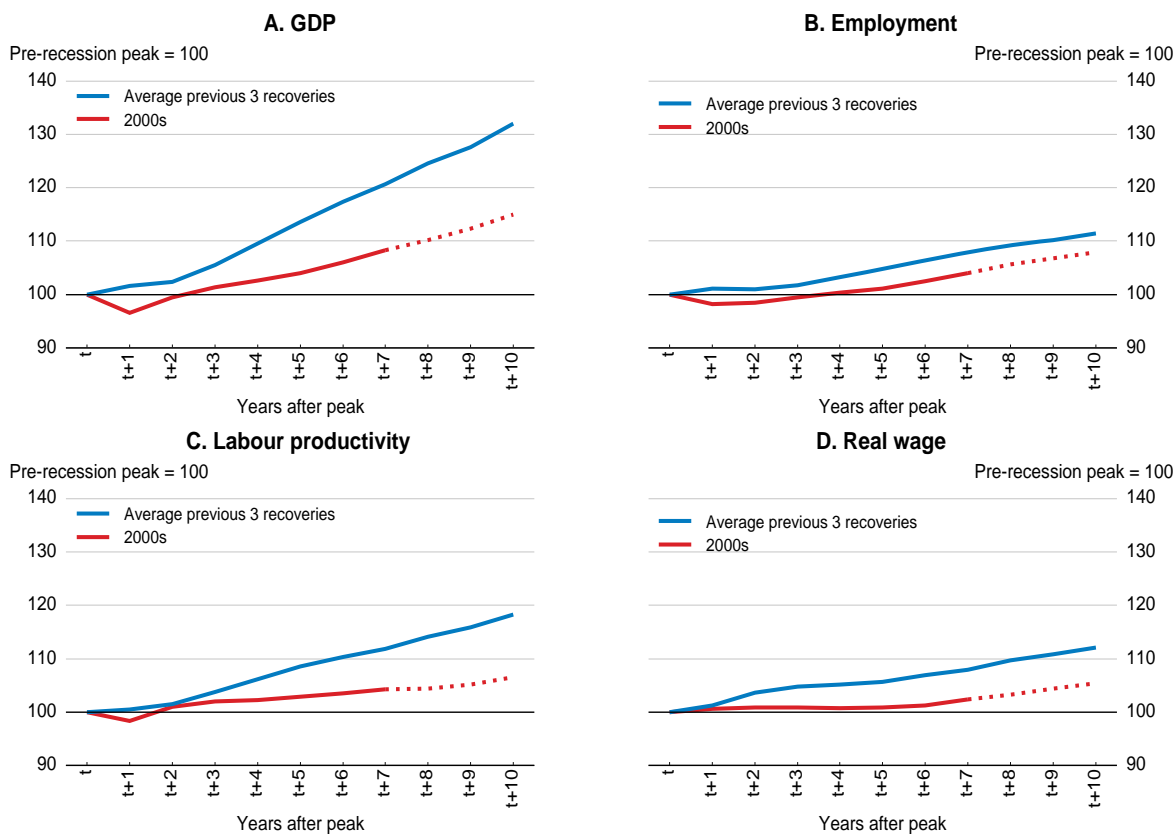
Source: OECD Economic Outlook 100 database.

Fuente: OCDE, base de datos de Perspectivas Económicas, edición 100.

La persistente debilidad del crecimiento de los ingresos de los hogares tras la crisis en las economías avanzadas se debe fundamentalmente al tenue crecimiento de los ingresos laborales. Los salarios reales apenas han ascendido, lo cual refleja la debilidad de la productividad (Figura 1.12). A medida que la capacidad ociosa en el mercado laboral disminuya, el crecimiento de los ingresos se ralentizará en caso de que no se produzca un repunte de la productividad y de los salarios reales o bien se adopten reformas para reforzar el empleo y la participación laboral, o medidas fiscales para reforzar los ingresos en los hogares.

En líneas generales, el lastre que ha ejercido sobre la demanda el débil crecimiento de las rentas se ha visto agravado por el continuado aumento de la desigualdad de los ingresos desde el inicio de la crisis financiera en países en los que el crecimiento de los ingresos se ha concentrado relativamente en los hogares de rentas más altas, las cuales suelen tener una menor propensión marginal al consumo (Carroll et al., 2014; Alichí et al., 2016). En estos países, el crecimiento medio de los ingresos reales ha superado al crecimiento mediano de los ingresos reales, incluso en algunas de las economías de la zona del euro más afectadas por la crisis en donde se ha producido un descenso de los ingresos reales en un amplio espectro de hogares. Comparando distintos países, existe una correlación positiva entre la diferencia en el crecimiento medio y el crecimiento mediano de los ingresos desde mediados del año 2000, y la diferencia entre el crecimiento anual de ingresos y del consumo, aunque esta relación no es particularmente fuerte (Figura 1.13) No obstante, esto sugiere que la desigualdad de los ingresos puede que haya contribuido a generar un crecimiento persistentemente mayor de la tasa de ahorro y a la debilidad del crecimiento del consumo en algunos países tras la crisis.

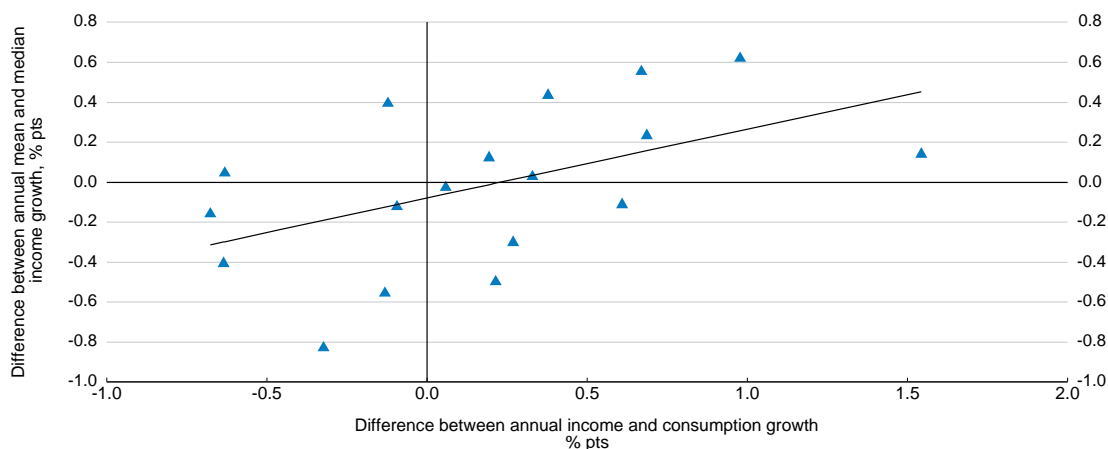
Figura 1.12. El débil crecimiento de los salarios y del empleo frenan las rentas en los hogares



Nota: Datos agregados para las economías de la OCDE. Se han ajustado todas las series para que equivalgan a 100 en el pico registrado con anterioridad a la recesión. El promedio de las tres recuperaciones anteriores se corresponde con una media no ponderada de la evolución posterior a 4T1973, 1T1980 y 3T1990. La productividad laboral se mide como resultado por trabajador mientras que los salarios reales se representan como la retribución por empleado ajustada para reflejar el deflactor del consumo.

Fuente: OCDE, base de datos de Perspectivas Económicas, edición 100.

Figura 1.13. El ahorro de los hogares ha aumentado en los países que muestran una mayor desigualdad de ingresos desde el inicio de la crisis



Nota: Los datos agregados del consumo y de las rentas disponibles de los hogares se corresponden con las tasas medias de crecimiento anual durante el período 2008-2015. La variación promedio anual en las rentas disponibles reales medias y medianas se calcula en base a diferentes años para cada economía, en función de la disponibilidad de los datos: 2006-2011 en el caso de Corea, 2006-2012 en Japón; 2008-2013 en Francia, Alemania, Italia y Suecia; 2008-2014 en Australia, Países Bajos y Estados Unidos; 2009-2013 en Suiza; y 2007-2013 en todos los demás países. Las rentas disponibles medias y medianas de los hogares se han ajustado para descontar la deflación en base al índice de precios al consumo.

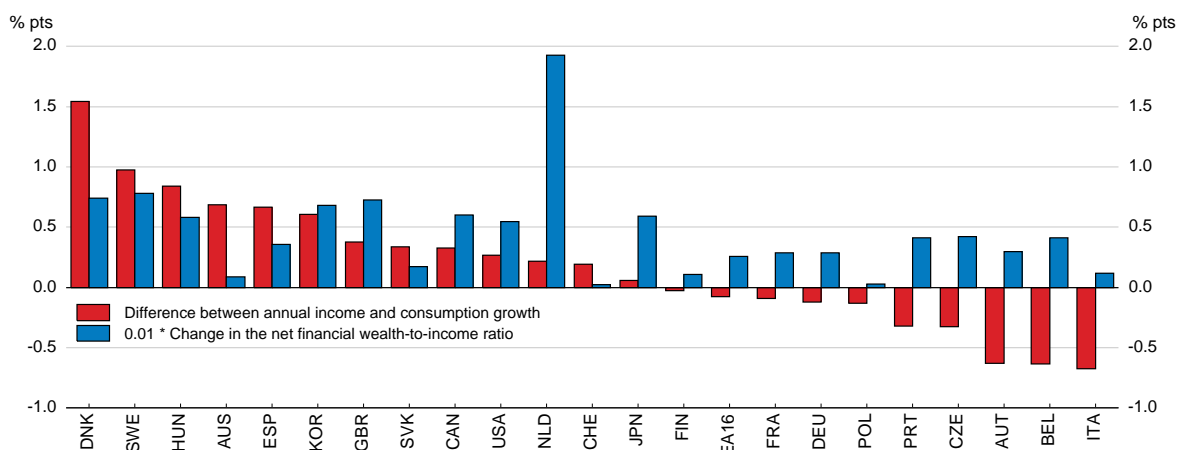
Fuente: OCDE, base de datos de distribución de ingresos; OCDE, base de datos de perspectivas económicas 100; y cálculos de la OCDE.

Tras un brusco aumento inicial al comienzo de la crisis financiera, las tasas de ahorro apenas han cambiado marginalmente en muchos países, a pesar del repentino incremento registrado por el precio de los activos, impulsado por los efectos de una política monetaria muy acomodaticia y la mejora generalizada del patrimonio neto de los hogares. A finales de 2015, los balances de los hogares en la mayoría de las economías avanzadas reflejaban una mayor solidez (en términos netos) en relación con las rentas disponibles, comparado con el período antes de la crisis, a pesar de que los niveles de deuda de los hogares únicamente habían descendido en un reducido número de economías (entre las que destaca Estados Unidos). No obstante, el nivel medio de ahorro en los hogares era superior en aquellas economías que experimentaron mejoras más significativas en sus balances (Figura 1.14).⁸ Esto puede reflejar unos niveles elevados de desigualdad en términos de riqueza económica o un aumento de dichos niveles (O'Farrell et al., 2016), al tiempo que las mayores mejoras de los balances se han producido en aquellos países (de media) en los que existía una mayor proporción de riqueza en manos de individuos adinerados (Figura 1.15).

8. No existe una relación clara en los distintos países entre el ahorro de los hogares y la variación experimentada en el coeficiente de pasivos financieros sobre ingresos en los hogares durante el período 2007-2015.

La relación entre el crecimiento del precio de la vivienda y la propensión al consumo muestra también una mayor debilidad en la actualidad que antes de la crisis. En la década anterior a la crisis financiera, existía una fuerte asociación positiva entre el crecimiento del precio de la vivienda y la proporción en la que el crecimiento del consumo superaba al crecimiento de los ingresos en la mayoría de las economías avanzadas (Figura 1.16). Esta relación ha pasado a ser mucho más heterogénea desde la crisis, y en la actualidad, la evolución del precio de la vivienda parece poco relacionada con el gasto y el ahorro. De hecho, algunos de los países que han reflejado un crecimiento del precio de la vivienda comparativamente más sólido en los últimos años –entre los que se incluyen Australia, Canadá, Suecia y Suiza– se encuentran entre los países en los que el crecimiento de los ingresos ha superado al crecimiento del consumo (de media) en los últimos ocho años. La cambiante influencia del precio de la vivienda podría reflejar los cambios registrados en las regulaciones financieras y en los requisitos crediticios en los últimos años, reduciendo la capacidad de los hogares a la hora de utilizar el aumento del valor de sus viviendas como garantía para obtener crédito adicional para financiar sus gastos corrientes. El descenso de la razón entre crédito y valor de la vivienda, en parte como reflejo de una supervisión prudencial más estricta, también podría haber incrementado las necesidades de ahorro en los hogares de cara a la eventual adquisición de una vivienda. Dicho esto, en comparación con el período anterior a la crisis, hay comparativamente escasos indicios de una acumulación de vulnerabilidades resultante del sólido crecimiento del gasto en los hogares impulsado por el aumento del apalancamiento y del precio de los activos.

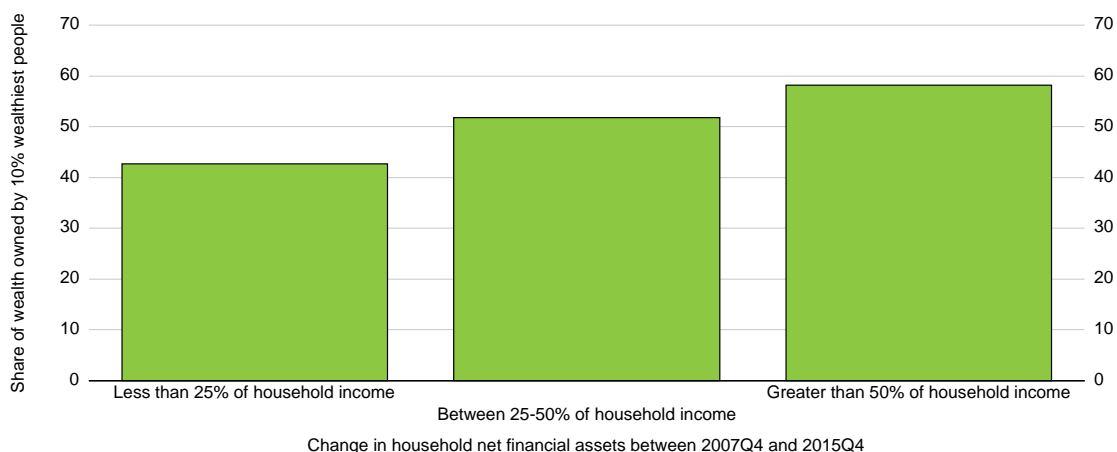
Figura 1.14. **El nivel de ahorro de los hogares ha aumentado en muchos países, generando una fuerte mejora en sus balances**



Nota: Los datos agregados del consumo y de las rentas disponibles de los hogares se corresponden con las tasas medias de crecimiento anual durante el período 2008-2015. La variación en el coeficiente de riqueza sobre ingresos representa la diferencia entre el coeficiente de activos financieros netos de los hogares sobre la renta disponible en los mismos a finales de 2015 y a finales de 2007, mientras que los ingresos se obtienen a través de la media de las rentas disponibles de los hogares en el cuarto trimestre del año respectivo y en el primer trimestre del año siguiente.

Fuente: OCDE, cuentas financieras; OCDE, base de datos de Perspectivas Económicas, edición 100; y cálculos de la OCDE.

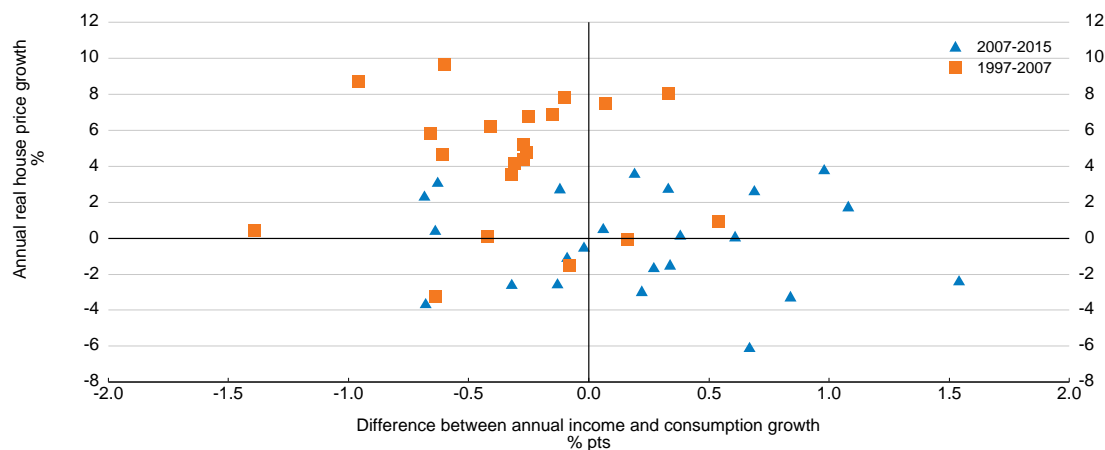
Figura 1.15. **Los principales aumentos en los balances se han producido en aquellos países que reflejaban una distribución de la riqueza relativamente concentrada**



Nota: La variación en los activos financieros netos de los hogares representa la diferencia entre el coeficiente de activos financieros netos de los hogares sobre la renta disponible en los mismos a finales de 2015 y a finales de 2007, mientras que los ingresos se obtienen a través de la media de las rentas disponibles de los hogares en el cuarto trimestre del año respectivo y en el primer trimestre del año siguiente. Datos para 17 países de la OCDE. Los datos de distribución de la riqueza se corresponden con el año 2010 o 2012.

Fuente: OCDE, base de datos de distribución de la riqueza; OCDE, cuentas financieras; OCDE, base de datos STEP 100; y cálculos de la OCDE.

Figura 1.16. **La asociación entre el precio de la vivienda y el ahorro de los hogares se ha debilitado en los últimos años**



Nota: Crecimiento medio anual real del precio de la vivienda, consumo y renta disponible de los hogares con respecto a los subperíodos mostrados.

Fuente: Base de datos analítica del precio de la vivienda de la OCDE; OCDE, base de datos de Perspectivas Económicas, edición 100; y cálculos de la OCDE.

Por otro lado, esto sugiere que la política monetaria muy acomodaticia no se está transmitiendo completamente al consumo privado a través de los canales de transmisión de crédito y de riqueza. Las reformas necesarias para reforzar los balances de los bancos y mejorar la regulación y la supervisión financiera también dificultan el canal de riqueza de la política monetaria, reduciendo la capacidad de los hogares a la hora de utilizar el aumento del valor de los activos como garantía para

obtener crédito adicional.⁹ Asimismo, tal y como se analiza más adelante, las presiones ejercidas sobre los modelos de negocio de muchos fondos de pensiones y aseguradoras de vida como resultado del prolongado período de tipos de interés muy bajos también puede animar a los hogares a incrementar sus niveles de ahorro ante la previsión de unas menores rentabilidades futuras. Estas preocupaciones se ven agravadas en el contexto actual por los imperantes cambios demográficos de muchas economías, en los que aumentan de manera continuada las tasas de dependencia.¹⁰

Distorsiones y riesgos en los mercados financieros

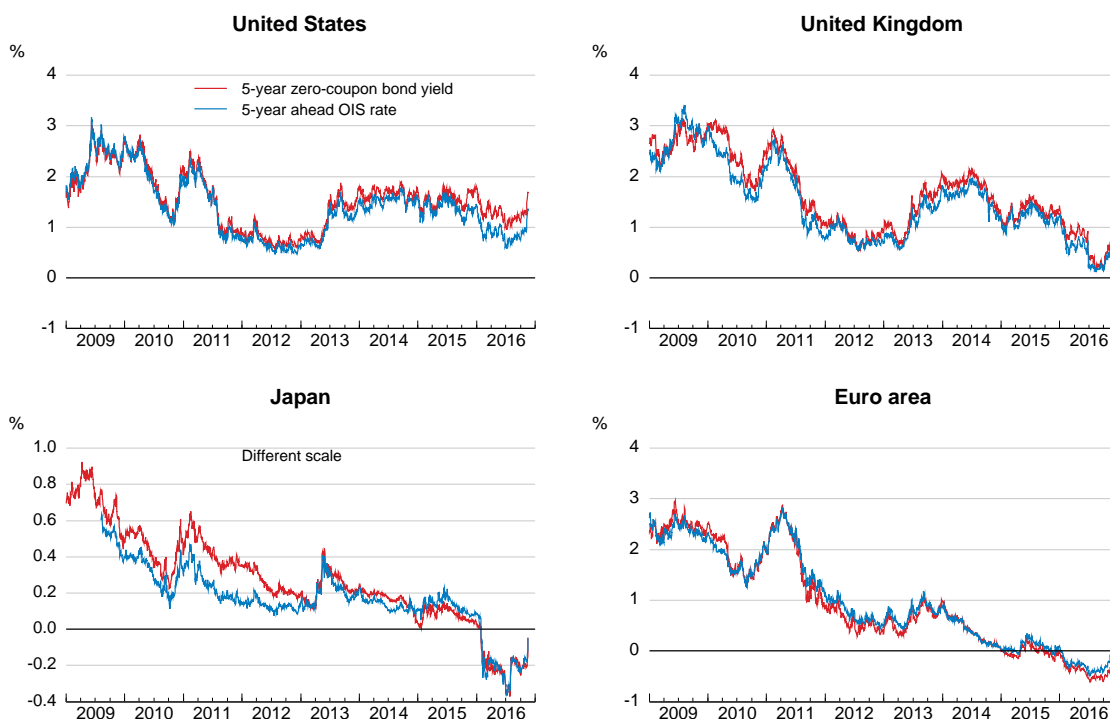
Un entorno persistente de bajos tipos de interés magnifica las distorsiones y los riesgos en los mercados financieros

Los rendimientos de los bonos soberanos han aumentado desde los mínimos históricos registrados el pasado verano, experimentando un incremento especialmente abrupto tras las elecciones estadounidenses. En cualquier caso, siguen en niveles bajos según datos históricos, en especial en la zona del euro y en Japón. La caída de los rendimientos de los bonos en los últimos años ha reflejado la persistencia del débil crecimiento experimentado tras la crisis financiera, así como el exceso de ahorro asociado por parte de empresas y hogares. Los rendimientos de los bonos soberanos también han disminuido debido al aumento de la demanda de valores refugio, en un momento en el que se ha reducido la oferta de este tipo de activos procedentes del sector privado debido a que determinadas clases de activos privados han perdido su condición de inversión de alta calidad tras la crisis (Caballero y Farhi, 2013). Antes de las elecciones de Estados Unidos, los decepcionantes resultados del crecimiento del PIB han impulsado las expectativas de una intervención más firme y sostenida de la política monetaria en los mercados de las principales economías avanzadas. De hecho, la caída de los tipos de interés a un día prevista en el mercado (que actúan como reflejo de los tipos de interés oficiales) para los próximos 5 años se corresponde en gran medida con el descenso de los rendimientos de los bonos soberanos a 5 años en Europa, Japón y Estados Unidos (Figura 1.17). Incluso después de la reacción adversa experimentada por los rendimientos de los bonos a mediados de noviembre tras las elecciones estadounidenses, las valoraciones de los bonos se mantienen en niveles especialmente extremos en Europa y Japón, en donde se calcula que la proporción de bonos soberanos que cotizan con rendimientos negativos es superior al 50% en varios países (Figura 1.18). En consecuencia, se calcula que actualmente cotizan con rendimientos negativos en torno a 12 billones de dólares de bonos del Estado, lo cual representa en torno al 31% de la deuda pública de la OCDE.

9. Los altos niveles de desigualdad de la riqueza también pueden reducir el apoyo efectivo proporcionado por el estímulo de la política monetaria al consumo privado, si bien se considera que estos efectos han sido limitados en los últimos años, una vez que se tiene en cuenta el apoyo al empleo y al precio de la vivienda (Bernanke, 2015; O'Farrell et al., 2016).

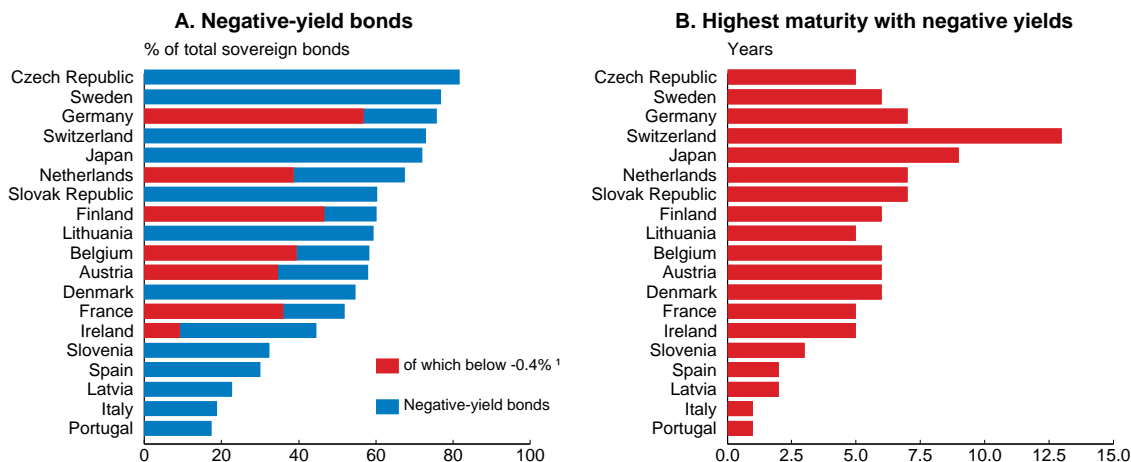
10. Los modelos del ciclo de vida del consumo indican que las personas ahorran menos durante su jubilación. La evidencia empírica del período anterior a la crisis indicaba que este factor ya constituía una influencia significativa en los niveles de ahorro de los hogares en Estados Unidos y Japón (Hüfner y Koske, 2010).

Figura 1.17. **Los rendimientos de los bonos soberanos han descendido a la par que los tipos de interés a un día esperados**



Fuente: Bloomberg; y cálculos de la OCDE.

Figura 1.18. **En Europa y Japón predominan los bonos soberanos con rendimientos negativos**



Nota: Estimación basada en los rendimientos de los bonos soberanos de referencia a 16 de noviembre de 2016.

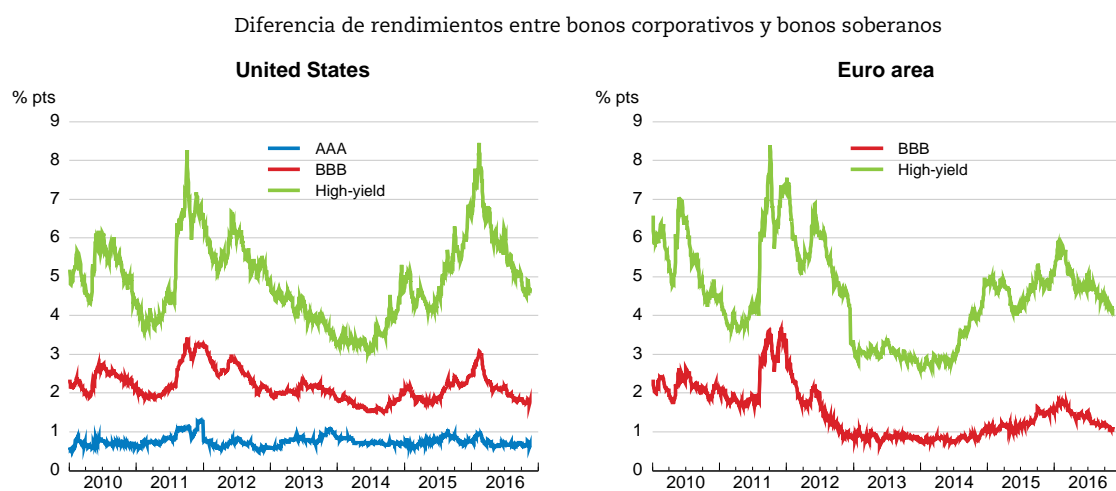
¹ Solo para países de la zona del euro.

Fuente: Thomson Reuters; Bloomberg; y cálculos de la OCDE.

Los bajos rendimientos de los bonos del Estado han impulsado los precios de otros activos más arriesgados como los bonos corporativos, la renta variable y los valores inmobiliarios:

- En varias economías avanzadas, los rendimientos de los bonos corporativos han descendido en una proporción aún mayor a la de los rendimientos de la deuda pública. Las caídas de los diferenciales de riesgo han sido especialmente notables en bonos corporativos con una calificación crediticia inferior al nivel de inversión de la zona del euro y de Estados Unidos (Figura 1.19). Esto ayudó a empujar la emisión de bonos corporativos hasta niveles récord. Si bien los diferenciales de riesgo de los bonos corporativos se han mantenido por encima de los niveles mínimos registrados en 2013-14, el aumento de la asunción de riesgos se ha reflejado en el incremento de las emisiones de bonos de clasificación crediticia más baja (OCDE, 2016d) y en covenants más ligeros.¹¹

Figura 1.19. **Los diferenciales de los rendimientos en los bonos corporativos han descendido**



Fuente: Thomson Reuters.

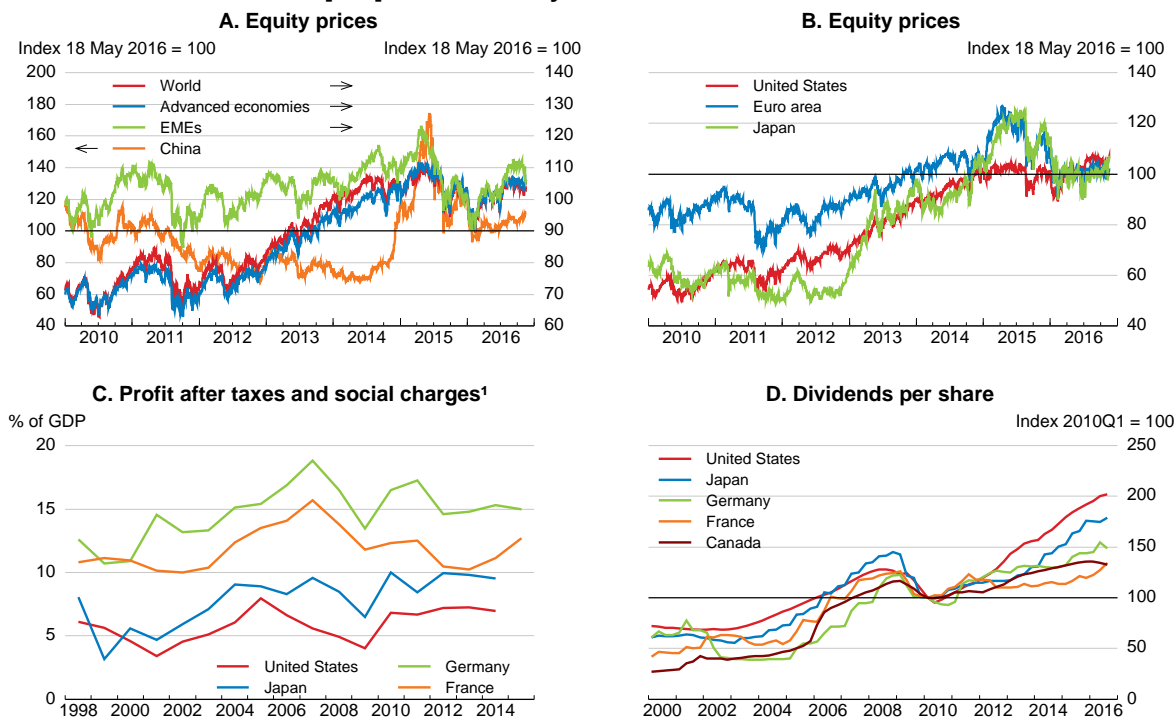
- En Estados Unidos, tras las elecciones, los precios de activos de renta variable se han acercado a sus máximos históricos, mientras que en la zona del euro y en Japón los precios han experimentado cambios muy ligeros desde principios del año y siguen por debajo de los máximos alcanzados el 2015 (Figura 1.20). Los precios actuales parecen reflejar varias circunstancias excepcionales.¹² El extenso periodo de bajos tipos de interés ha inducido un reequilibrio en las carteras reorientándolas hacia activos de renta variable y han aumentado el valor actual de los beneficios futuros esperados. Al estimular el endeudamiento de las empresas, los bajos tipos de interés también han contribuido a la recompra de acciones a gran escala (OCDE, 2016d), al pago de altos dividendos por acción y en comparación con los ingresos netos (Figura 1.20) así como a una fuerte actividad de fusiones y adquisiciones. Todos estos factores

11. Según Moody's, el porcentaje de bonos internacionales de reciente emisión que incluyen covenants más ligeros ha aumentado hasta el 75% este año, con respecto al 46% registrado en 2013. Según S&P Capital IQ, entre los bonos vendidos a inversores institucionales en Europa, este porcentaje aumentó a niveles cercanos al 50% el pasado año, en comparación con el 0% registrado en 2011.

12. Si el precio actual de las acciones se ve impulsado por las bajas tasas de descuento o las expectativas de elevados beneficios futuros, debería subir el coeficiente precio/beneficios ajustado por el ciclo (coeficiente CAPE), es decir, la relación del precio actual de las acciones ajustado a la inflación sobre el promedio de ingresos reales a 10 años. Si bien los coeficientes CAPE han aumentado en Estados Unidos y en Reino Unido desde principios de 2016, éstos han descendido en Japón y en los principales países de la zona del euro. No obstante, en todas las zonas se han mantenido por debajo de los promedios históricos de los distintos países con respecto a los datos de principios de los 80.

han impulsado al alza el precio de las acciones. Asimismo, se han visto impulsados por el sólido crecimiento de los beneficios de las empresas de los últimos años, al tiempo que el moderado incremento de los salarios y otras medidas de recorte de costes han superado el débil aumento de la productividad. No obstante, estos incrementos de beneficios tendrán un límite si se mantiene el débil crecimiento del producto nominal.

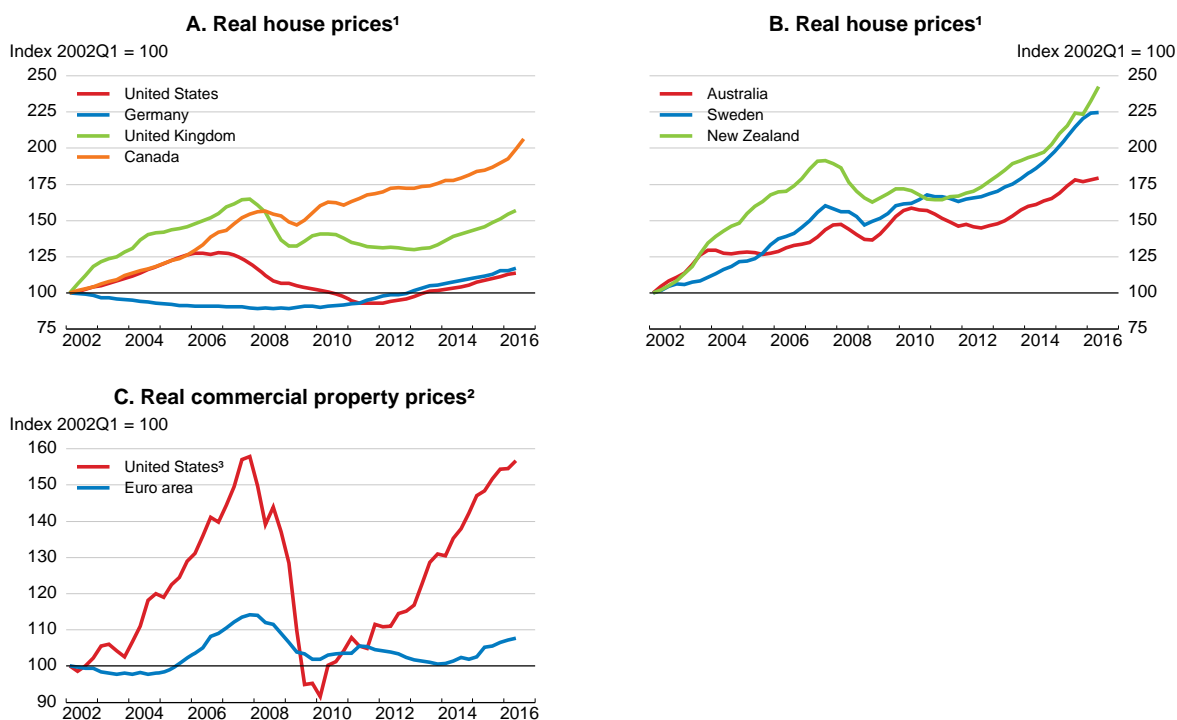
Figura 1.20. **Los precios de las acciones muestran una evidente desconexión entre las perspectivas reales y los rendimientos financieros**



1 Los beneficios de las entidades no financieras se calculan como plusvalía operativa bruta + ingresos inmobiliarios netos + dividendos y disposiciones de los ingresos de cuasicorporaciones + ingresos reinvertidos procedentes de la inversión extranjera directa + transferencias netas de capital - consumo de capital fijo + cambios en existencias. Los impuestos y cargas sociales incluyen los impuestos corrientes sobre los ingresos y el patrimonio, así como prestaciones y contribuciones sociales netas.
Fuente: Bloomberg; Thomson Reuters; OCDE, Cuentas Nacionales; y cálculos de la OCDE.

- En los últimos años, el precio real de la vivienda ha crecido con fuerza en Australia, Canadá, Alemania, Nueva Zelanda, Suecia, Reino Unido y Estados Unidos; y en muchos de ellos se ha acercado al ritmo observado antes de la crisis (Figura 1.21). El aumento del precio de los inmuebles ha empujado al alza los coeficientes precio/alquiler hasta los máximos históricos en un tercio de los estados miembros de la OCDE, incluidos Canadá y varios países europeos. En Estados Unidos, los precios de los inmuebles comerciales corregidos para reflejar la inflación del PIB también han ascendido, acercándose a los niveles máximos anteriores a la crisis. Por el momento, la revalorización de los precios de los inmuebles no se ha visto acompañado de un rápido aumento en el endeudamiento de las familias, lo cual refleja el moderado crecimiento de la deuda hipotecaria de los hogares, en comparación con el período anterior a la crisis. Sin embargo, en una serie de países, entre los que se incluyen Australia, Canadá, Suecia y Reino Unido, la deuda en relación con los ingresos de los hogares se mantiene en niveles altos.

Figura 1.21. **El crecimiento de los precios inmobiliarios ha sido fuerte en algunas economías avanzadas**



1. Ajustado para descontar la deflación por consumo privado.
2. Ajustado para descontar la deflación del PIB.
3. The Federal Reserve Board index. Desde hace poco se basa en el CoStar Commercial Repeat Sale Index.

Fuente: OCDE, base de datos de perspectivas económicas 100; Base de datos analítica del precio de la vivienda de la OCDE; Banco Central Europeo; y Reserva Federal.

Sería aconsejable conseguir una normalización del precio de los activos, pero esto podría implicar turbulencias financieras. A pesar de la baja incertidumbre percibida basada en indicadores del mercado financiero, una reevaluación de la orientación futura de la política monetaria y de hecho un cambio efectivo,¹³ independientemente de lo bien que se comunique, es probable que ello genere una reacción adversa en el rendimiento de los bonos. Esto ya se ha producido tras las elecciones estadounidenses y también durante el denominado "taper tantrum" de 2013 cuando la Reserva Federal anunció una posible reducción anticipada de sus compras de bonos. La corrección de precios inicial podría verse magnificada por ventas masivas. Este escenario podría materializarse si los inversores han estado apostando por un aumento continuado de los precios debido al apoyo de la política monetaria y si desapareciera la liquidez, como ha tendido a suceder en los últimos tiempos cuando se han producido tensiones en el mercado. La caída de la liquidez en los mercados de bonos que estén sujetos a tensiones refleja un descenso de la capacidad y de la disposición de los operadores a participar en operaciones de creación de mercado, el ascenso de la negociación algorítmica (BPI, 2016a) y el aumento de las participaciones de los bancos centrales en bonos del

13. Los tipos de interés oficiales previstos son inusualmente bajos, en especial en Japón y en la zona del euro con respecto a horizontes más lejanos, a pesar de que han subido desde el verano. Estas expectativas parecen no ser coherentes con las actuales proyecciones de consenso que reflejan un crecimiento bajo pero positivo del PIB nominal de entre el 2½ y 3½ por ciento de media durante los próximos 10 años en la mayoría de las principales economías avanzadas.

Estado. Esta reacción adversa en el rendimiento de los bonos provocaría una caída en el precio de otros activos, debido al aumento de la tasa de descuento y de la aversión al riesgo, y a las oscilaciones en los tipos de cambio.

El entorno de bajo crecimiento y bajos tipos de interés plantea desafíos para las entidades financieras

La salud financiera de los bancos, fondos de pensiones y compañías de seguros es fundamental para la estabilidad financiera, la transmisión de la política monetaria y, en último término, el crecimiento económico. El prolongado período de bajo crecimiento y bajos tipos de interés ha puesto en aprietos el modelo de negocio de las entidades financieras. La persistente baja rentabilidad limita la capacidad de los bancos para acumular capital y, a su vez, puede reducir la intermediación financiera o incrementar el coste de crédito bancario. Asimismo, la existencia de colchones de capital insuficientes podría desincentivar a los bancos a reconocer pérdidas por préstamos morosos. La menor solvencia de los fondos de pensiones y de las compañías aseguradoras podría tener efectos negativos en otras partes del sector financiero y minar la confianza en general. Estas entidades están estrechamente interconectadas con los bancos y las gestoras de activos, y son importantes inversores en bonos corporativos.

La rentabilidad de los bancos ha descendido

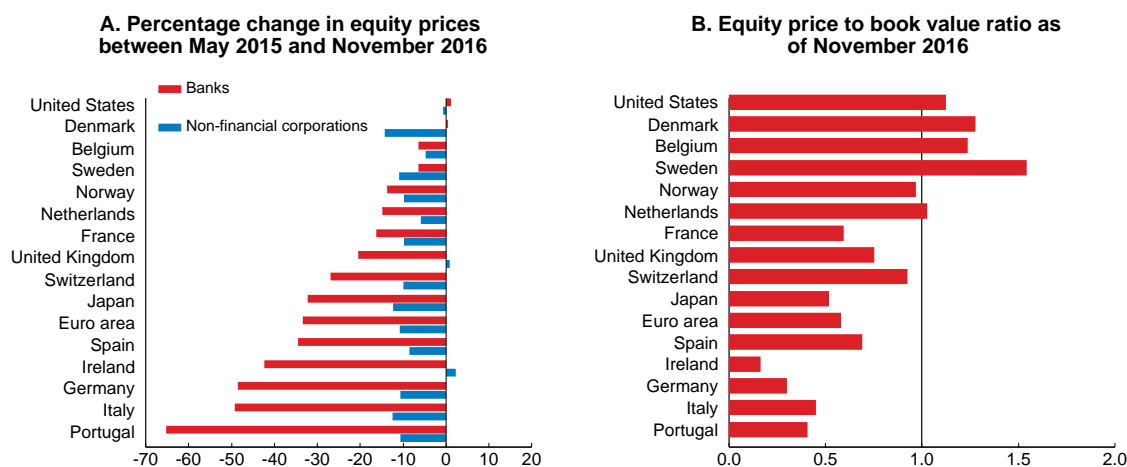
A pesar de la reciente mejora de los resultados de los bancos en las principales zonas de la OCDE, persisten las preocupaciones en torno a su rentabilidad. Los bancos han aumentado el nivel y la calidad de su capital y liquidez.¹⁴ Asimismo, los resultados de las recientes pruebas de tensión efectuadas en la zona del euro, Japón y Estados Unidos muestran en líneas generales una mayor resiliencia frente a shocks negativos importantes, al tiempo que han aumentado los niveles de capital inicial y ha habido un menor número de bancos con niveles de capital inferiores al mínimo exigido en comparación con pruebas anteriores (Autoridad Bancaria Europea, 2016; Board of Governors of the Federal Reserve System, 2016; Banco de Japón, 2016). La cotización de las acciones de bancos estadounidenses ha aumentado desde principios de año, especialmente tras las elecciones estadounidenses, impulsando el coeficiente cotización/valor contable a niveles superiores a uno. Por el contrario, y a pesar de su reciente incremento, en la zona del euro y en Japón, la cotización de las acciones de los bancos sigue situándose entre un 30 y un 65% por debajo de los niveles registrados a mediados de 2015, registrando una evolución peor que las entidades no financieras (Figura 1.22). En consecuencia, los coeficientes cotización/valor contable de los bancos siguen encontrándose en valores cercanos a los registrados durante las turbulencias de los mercados financieros de 2009 y 2012. Esto implica que los mercados financieros consideran que la calidad de los activos es mucho más débil de lo registrado en los balances de los bancos.

La baja valoración bursátil de los bancos en la zona del euro y en Japón durante este año guarda relación con las preocupaciones en torno a su rentabilidad en el entorno actual de bajos tipos de interés y bajo crecimiento. En los últimos años, la rentabilidad sobre los activos ha sido inferior a la registrada antes de la crisis en las principales zonas de la OCDE, al tiempo que estas rentabilidades han sido aún menores en la zona del euro y en Japón que en Estados Unidos (FMI, 2016). En la zona del euro, aunque la rentabilidad media estimada sobre el patrimonio para los principales bancos ha repuntado desde principios de año, sigue situándose en niveles bajos y muy por debajo del coste estimado de capital (Constâncio, 2016). En Japón, la rentabilidad sobre el patrimonio de muchos bancos también es inferior al coste estimado de capital (FMI, 2016). Son varios los factores que han puesto bajo cuestión la rentabilidad de los bancos, al tiempo que su importancia relativa parece ser

14. Los coeficientes de capital ordinario de nivel 1 de los principales bancos del zona del euro y de los bancos japoneses activos a escala internacional casi se duplicaron entre 2008 y 2015, alcanzando el 13%, incluso después de aplicar los criterios de medición de activos de riesgo más exigentes en virtud de la normativa de Basilea III. En Estados Unidos el incremento fue menor, si bien el coeficiente se ha mantenido en un nivel similar.

diferente en función de cada país.¹⁵ Algunos países de la zona del euro, entre los que destaca Italia, siguen contando con una elevada tasa de morosidad (Tabla 1.A2.1 en Anexo 2). Este alto nivel de morosidad exige unas mayores provisiones, las cuales a su vez reducen los ingresos netos, y por lo general no producen ingresos (Aiyar et al., 2015). El consiguiente deterioro de los balances bancarios también puede incrementar el coste de endeudamiento para los bancos, reduciendo aún más su rentabilidad. Asimismo, la elevada tasa de morosidad puede reducir la reasignación de recursos y por tanto el crecimiento de la productividad (Adelet McGowan et al., 2016), generando una posible retroalimentación negativa en la economía y el sector bancario.

Figura 1.22. **Los inversores se han mostrado pesimistas con respecto a la salud del sector bancario en muchas economías avanzadas**



Nota: Las cifras de noviembre se calculan como el promedio de los datos diarios hasta el 16 de noviembre de 2016.

Fuente: Thomson Reuters.

Los fondos de pensiones y las aseguradoras afrontan nuevos desafíos de solvencia

El entorno prolongado de tipos de interés bajos y negativos también presenta desafíos para los fondos de pensiones y las entidades financieras que ofrecen pólizas de seguros de vida que prometen unas rentabilidades nominales fijas o anteriores a la crisis (Recuadro 1.5; OCDE, 2015b). Un descenso en la tasa de descuento incrementa el valor actual de los pasivos de los fondos de pensiones de prestaciones definidas y de las compañías de seguros de vida, menoscabando así su solvencia.¹⁶ El impacto será mayor cuanto más alto sea el volumen de pasivos con rentabilidades o prestaciones fijas, cuanto más difícil sea renegociar los contratos y cuanto mayor sea la proporción de inversiones de renta fija con respecto al total de la cartera de inversión. Los efectos adversos de los bajos tipos de interés en el caso de los fondos de pensiones serán mayores para aquellos fondos que ya contaran con pasivos no financiados antes de la crisis.

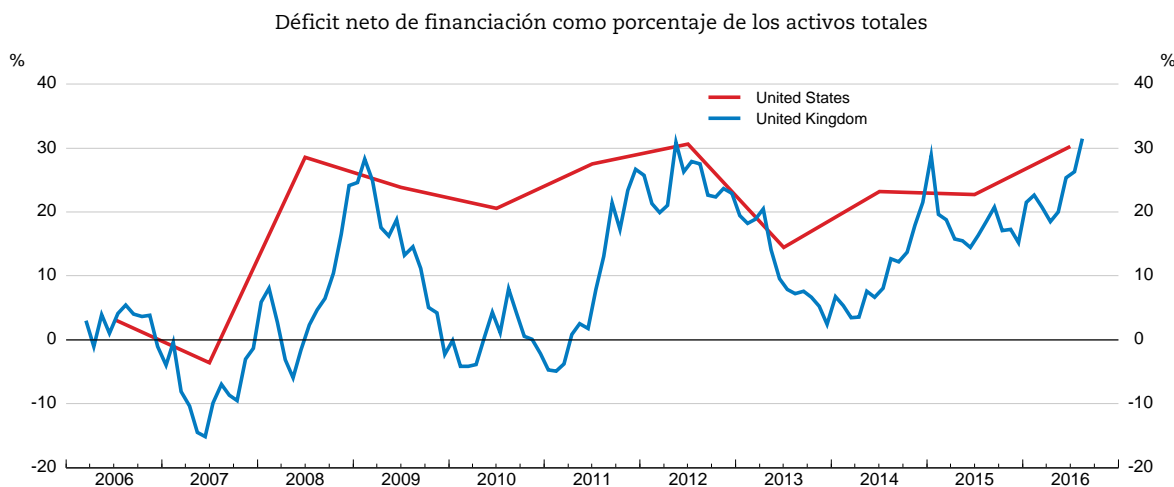
Las compañías de seguros de vida han estado sujetas a las presiones del mercado y el precio de sus acciones ha caído en comparación con los índices generales, al tiempo que han aumentado los diferenciales de las permutas de incumplimiento crediticio (CDS por sus siglas en inglés). En Europa, la rentabilidad sobre activos en el sector de los fondos de pensiones descendió de forma significativa ya en 2015 (EIOPA, 2016), y en Japón una importante aseguradora ha perdido cerca del 20% de su

15. Incluyen el aplanamiento de la curva de rendimientos (Borio et al., 2015; Claessens et al., 2016); en muchos países europeos y en Japón, rentabilidades negativas con respecto a valores del Estado y a las reservas mantenidas en los bancos centrales (Recuadro 1.2 en OCDE, 2016a); cambios en la regulación bancaria (FMI, 2016); y multas y sanciones por las irregularidades cometidas en el pasado.

16. En Europa, los planes tradicionales de prestaciones definidas representan el 75% de los activos totales del sector de los fondos de pensiones (EIOPA, 2016).

valor implícito debido a la caída de los tipos de interés a largo plazo. Las brechas de financiación de los fondos de pensiones han aumentado desde la crisis y en la actualidad se sitúan en torno a un 30% del total de activos en el Reino Unido y en Estados Unidos (Figura 1.23), agravando los desafíos derivados del aumento de la longevidad.¹⁷

Figura 1.23. **Aumenta la brecha de financiación de los fondos de pensiones de prestaciones definidas**



Fuente: Fondo Monetario Internacional (2016), *Informe sobre la estabilidad financiera mundial. Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era*, octubre, Figura 1.21.

Los actuales desafíos de los sistemas de pensiones plantean una serie de cuestiones en materia de políticas. Uno de los principales dilemas es cómo reforzar la sostenibilidad de las pensiones sin provocar al mismo tiempo un aumento del ahorro y de la demanda de activos exentos de riesgos, empeorando así el problema subyacente del entorno de bajos tipos de interés y bajo crecimiento. Esto puede generar tensiones entre el interés individual del sistema de pensiones y la estabilidad del sistema financiero. Reforzar las perspectivas de crecimiento a corto y largo plazo del PIB, provocando así un aumento de los tipos de interés, contribuiría a aminorar estas tensiones.

En el caso de las pensiones de reparto, las políticas necesarias para restablecer una sólida financiación incluyen una reducción de los compromisos, un aumento de las aportaciones o un incremento de la edad efectiva de jubilación. En muchos países, el aumento de la edad efectiva de jubilación en coherencia con el aumento de la esperanza de vida -lo cual también incrementaría el PIB- debería ser una pieza clave de la solución.

En el caso de los sistemas de prestaciones definidas, es esencial ajustar los compromisos de los nuevos contratos así como de los futuros jubilados para reflejar el hecho de que es poco probable que los tipos de interés regresen a niveles anteriores, lo cual puede requerir el aumento de las aportaciones y de las primas. El ajuste de los compromisos por jubilación también debe reflejar los cambios que se produzcan en otros parámetros actuariales como la esperanza de vida. Asimismo, puede que sea necesario modificar los contratos y las condiciones de los jubilados existentes. Son varios los países, incluidos los Países Bajos, que ya han otorgado a los fondos de pensiones un cierto nivel de decisión sobre el grado de indexación de sus compromisos por pensiones. Esto les permite

17. Los datos agregados sobre las brechas en las pensiones actuales son limitados y la situación varía de manera considerable entre los distintos países y entre los diferentes planes de un mismo país. El alcance de esta brecha de financiación puede ser difícil de definir teniendo en cuenta las convenciones regulatorias y contables, incluido el uso continuado de las tasas de rentabilidad asumidas en mayor medida que las rentabilidades actuales del mercado y las tasas de descuento utilizadas para calcular los pasivos.

en algunos casos ajustar las prestaciones devengadas. En circunstancias excepcionales, puede que las aseguradoras y los fondos de pensiones deban renegociar o ajustar contratos y compromisos existentes. Asimismo, en el caso de los fondos de pensiones de prestaciones definidas, los patrocinadores de los planes de pensiones -y en caso oportuno los integrantes de dichos planes- podrían incrementar sus aportaciones al fondo de pensiones para compensar cualquier déficit.

Los supervisores de las pensiones de prestaciones definidas deberían incrementar su capacidad de seguimiento. Los responsables de las políticas deben hacer un complicado ejercicio de equilibrio entre ejercer una presión excesiva sobre las instituciones para que corrijan sus déficits de financiación -lo cual podría agravar el entorno de bajo crecimiento y bajos tipos de interés, en un contexto de debilidad en el mercado y corriendo el riesgo de empeorar los bajos tipos de interés- o mostrar una mayor indulgencia regulatoria. Las obligaciones de los fondos de pensiones de cumplir unos coeficientes de financiación determinados así como una valoración de mercado de sus activos podrían obligarles a reducir el riesgo en un momento inadecuado e incrementar su perfil procíclico. Algunos países ya han dado una mayor flexibilidad a los fondos de pensiones a la hora de cumplir sus requisitos de financiación (como es el caso de Países Bajos, Irlanda, Noruega, Finlandia, Reino Unido y Estados Unidos). La OCDE acaba de publicar los principios básicos sobre la regulación de las pensiones privadas (*Core Principles on Private Pension Regulation*), los cuales constituyen un marco para abordar estas cuestiones.

Los responsables de las políticas deben abordar estos riesgos detenidamente dado que tienen importantes consecuencias potenciales para los futuros ingresos por pensiones, para los fondos de pensiones y aseguradoras y, en último término, para las finanzas públicas. El Reino Unido y Estados Unidos cuentan con un tipo de mecanismo de protección para los fondos de pensiones públicas, pero los actuales desafíos en materia de pensiones podrían exigir medidas también a los gobiernos de otros países. Asimismo, es importante mantener la confianza del público en los sistemas de pensiones para potenciar el ahorro de cara a la jubilación y la estabilidad de las instituciones. En aquellos países en los que los mecanismos de aportaciones definidas constituyen la principal fuente de financiación de las jubilaciones (por ejemplo en Australia, Chile, México y Nueva Zelanda), las preocupaciones existentes en torno a la idoneidad de los ingresos por jubilación prometidos podría generar dudas sobre el diseño de los actuales sistemas de pensiones.

Recuadro 1.4. **El impacto de los bajos tipos de interés y el bajo crecimiento económico en las pensiones**

Los bajos niveles de tipos de interés y de crecimiento del PIB presentan desafíos importantes para los proveedores de pensiones, los gobiernos y los pensionistas actuales y futuros. Si bien se materializan a través de diferentes canales, estos factores afectan a todo el espectro de la provisión de pensiones públicas y privadas en la OCDE y podrían generar problemas de estabilidad financiera, exigiendo la adopción de medidas para abordar estos desafíos.

El impacto de los bajos niveles de tipos de interés y de crecimiento depende del diseño de los sistemas de pensiones

Los denominados sistemas de pensiones de reparto -en los que los fondos de los contribuyentes actuales se utilizan para pagar a los pensionistas actuales- son los más habituales en los países de la OCDE, en especial en las pensiones del sector público o de la seguridad social. El bajo crecimiento del PIB y de los salarios se traduce en un crecimiento lento de los recursos financieros disponibles para cumplir los compromisos en materia de pensiones. En la práctica, los compromisos de los sistemas de pensiones de reparto tienden a expresarse en términos de tasas de sustitución, esto es, el porcentaje del salario que los trabajadores recibirán cuando se jubilen. Esto implica que un menor crecimiento salarial no necesariamente menoscaba el sistema de pensiones de reparto, dado que se reducen tanto los ingresos aportados al sistema como las prestaciones desembolsadas. Por el contrario, un menor crecimiento del empleo debilitaría el sistema al reducir el número de trabajadores que aporten en relación con el número de pensionistas. Algunos sistemas cuentan con mecanismos para ajustar la tasa de sustitución en función de estos factores.

En el caso de las pensiones financiadas, el impacto de los bajos tipos de interés y del bajo crecimiento es más directo (OCDE, 2015b). En el caso de las pensiones de aportaciones definidas, un período prolongado de bajos tipos de interés reduce las rentabilidades a largo plazo. Las pensiones de aportaciones definidas no tienen pasivos fijos, por lo que el efecto se limita a la reducción del volumen de activos acumulados y al hecho de que los proveedores de rentas vitalicias incrementen sus primas. Si bien esto no afecta a la sostenibilidad de los fondos de pensiones, sí que reduce el importe de los activos acumulados e ingresos por jubilación que puede desembolsar un mismo volumen de dinero (OCDE, 2016d).

Los fondos de pensiones de prestaciones definidas prometen unos ingresos por jubilación para los pensionistas, en base a un fondo colectivo. En el lado de los activos, el descenso de los tipos de interés aumenta el valor actual de los activos, pero dichos bonos vencerán y deberán ser sustituidos por otros bonos con rendimientos menores. Al mismo tiempo, los bajos tipos de interés tienden a incrementar el valor de los pasivos del fondo. Al igual que sucede con los sistemas de pensiones de reparto, las pensiones laborales a menudo se fijan como objetivo una tasa de sustitución determinada y por tanto dependen también de la evolución de los salarios. Existe una dificultad adicional y es que la duración de los pasivos del fondo suele ser mayor que la de los activos, por lo que un descenso de los tipos de interés aumenta los pasivos en mayor medida que los activos. El efecto adverso de los bajos tipos de interés es mayor cuando los pasivos están compuestos de rentabilidades comprometidas de inversiones fijas, como es el caso de las rentas vitalicias. Si los fondos de prestaciones definidas están respaldados por gobiernos o patrocinadores corporativos, un entorno de bajos tipos de interés puede incrementar sus exposiciones.

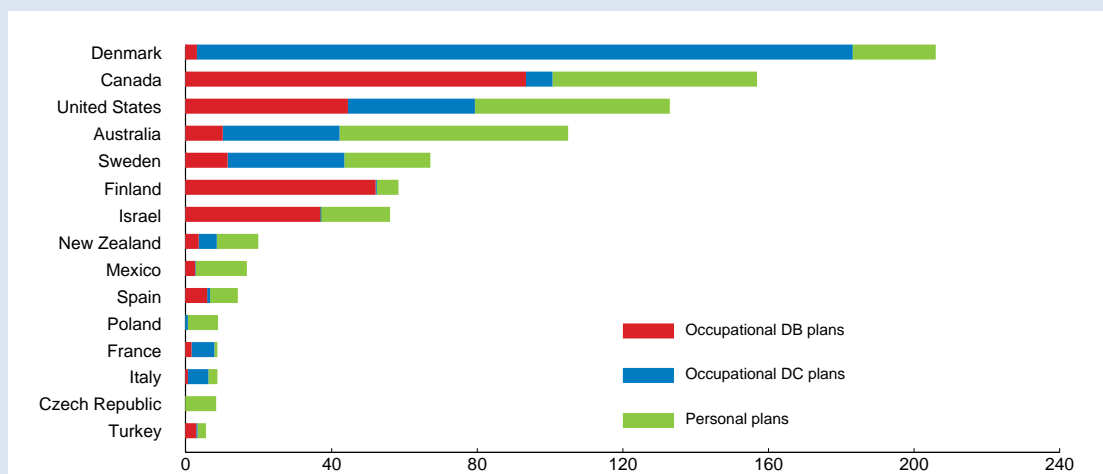
(Cont...)

Recuadro 1.4. El impacto de los bajos tipos de interés y el bajo crecimiento económico en las pensiones (Cont.)

La medida en que las diferentes personas, entidades y países se vean afectados por estos factores variará en función de su dependencia de los distintos sistemas de pensiones (véase figura más adelante) Asimismo, dependerá de cuánto tiempo se mantengan los tipos de interés en unos bajos niveles así como de la evolución de los salarios y del empleo. Estas presiones adicionales incrementan los tradicionales desafíos existentes en muchos tipos de sistemas de pensiones debido al aumento de la longevidad y a los riesgos asociados. Un entorno de menores ingresos reduce el margen de maniobra para abordar estas cuestiones.

Los sistemas de pensiones varían en gran medida de un país a otro

Activos de pensiones privadas como porcentaje del PIB, 2015 o último año disponible



Fuente: OCDE, estadísticas mundiales de pensiones.

A diferencia de los bancos, los fondos de pensiones no están expuestos al riesgo de retirada de fondos, dado que el valor de los activos acumulados no se puede recuperar salvo en circunstancias excepcionales. Gracias a sus perspectivas a largo plazo, los fondos de pensiones tienden a actuar como estabilizadores de los mercados (Bikker et al., 2010; Banco de Inglaterra, 2014). No obstante, los fondos de pensiones puede que pierdan parte de su factor de estabilización a través de las conductas gregarias a la hora de abordar el desafío de las bajas rentabilidades. Uno de los riesgos es que, en su búsqueda de rendimientos, adquieran activos ilíquidos que podrían ser más propensos a los shocks negativos y a las ventas masivas. Los fondos de pensiones ya contaban con unas exposiciones a inversiones alternativas superiores a los 6 billones de dólares, es decir, en torno a un 25% del total de los activos, a finales de 2015 (OCDE, 2015c).

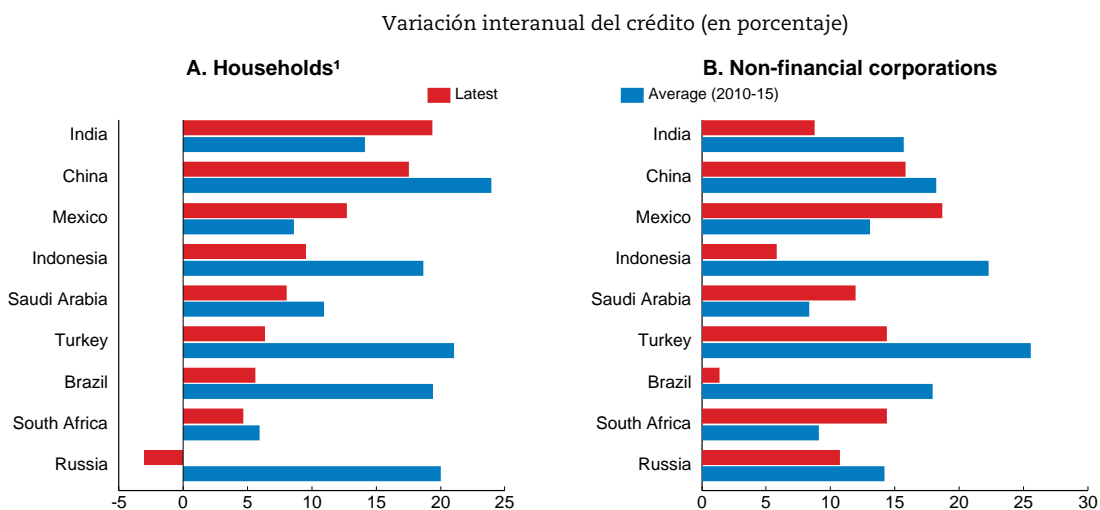
La rápida acumulación de deuda pone en riesgo la estabilidad en las economías de mercado emergentes

En China, el aumento de unos niveles de deuda privada ya de por sí elevados -lo cual incluye a las empresas propiedad del Estado- continúa representando un riesgo para la estabilidad financiera. El coeficiente de crédito/PIB con relación a la tendencia ocupa el nivel más alto de un total de 43 economías de mercado emergentes y avanzadas, y ha alcanzado niveles observados en países que han experimentado crisis financieras anteriormente (BPI, 2016b). El elevado ritmo de acumulación de deuda se ha mantenido a pesar del débil crecimiento de la demanda interna (Figura 1.24). Esto plantea preocupaciones en torno a la calidad subyacente del crédito nuevo, de los impagos corporativos desordenados y de la medida en que posiblemente se haya utilizado para respaldar los

precios de los activos financieros. El precio de los inmuebles residenciales en algunas de las principales ciudades ha aumentado en más de un 30% interanual, si bien el crecimiento de los precios en las ciudades más pequeñas ha sido mucho menor. Los aumentos de precios se han visto motivados en parte por la relajada política monetaria y la amplia disponibilidad del crédito así como la reducida oferta de suelo. Las empresas no financieras, que muestran una deuda equivalente al 166% del PIB, afrontan desafíos cada vez mayores para devolver la deuda en un entorno de crecimiento cada vez más lento, con una débil inflación de los precios industriales y un exceso de capacidad en varios sectores (Haugh et al., 2016). Si bien el reciente programa de canjes de deuda por capital reducirá el apalancamiento de las empresas no financieras, el sector bancario deberá asumir los costes, lo cual minará su rentabilidad en un entorno en el que la tasa de morosidad ya va en aumento.

En muchas otras economías emergentes, el crédito privado también ha crecido con rapidez, junto con los riesgos para la estabilidad financiera y el crecimiento económico, si bien se ha moderado recientemente (Figura 1.24). El crecimiento del crédito se ha visto impulsado por las condiciones financieras favorables de las economías avanzadas, caracterizadas por un entorno de bajos tipos de interés. En líneas generales, las entradas de capital han disminuido en los últimos dos años en muchas economías emergentes, sobre todo el capital en cartera, pero siguen siendo significativas y se estima que han aumentado considerablemente durante el verano. En consecuencia, los coeficientes de deuda privada/PIB han alcanzado niveles elevados. A principios de 2016, el crédito al sector privado no financiero se mantuvo por encima del 70% del PIB en Brasil, Rusia, Sudáfrica y Turquía, y por encima del 137% del PIB en Malasia. El rápido crecimiento del crédito privado es uno de los principales factores que aumentan los riesgos de recesión al igual que las grandes entradas de deuda de capital extranjero (de Serres y Gori, próxima publicación).

Figura 1.24. **El crecimiento del crédito se ha mantenido fuerte a pesar de su reciente debilitamiento en algunas economías emergentes**



Nota: Crédito procedente de todos los sectores (incluido el bancario).

1. Incluidas instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

Fuente: Banco de Pagos Internacionales; y cálculos de la OCDE.

Se necesitan esfuerzos de política más enérgicos e integrales

Teniendo en cuenta los elevados costes que suponen una trampa de bajo crecimiento persistente para las generaciones actuales y futuras, y las múltiples e interrelacionadas causas de esta trampa, se necesita una respuesta integral y colectiva en materia de política. Los países deben utilizar íntegramente el margen que tienen a su disposición en materia de política monetaria, fiscal y estructural para respaldar la demanda y generar expectativas de un mayor crecimiento en el futuro. Esta combinación de políticas debe reflejar las circunstancias cíclicas del país y la región específica de que se trate, teniendo en cuenta sus efectos colaterales en materia regional y mundial, y las recientes medidas adoptadas. Se deberá hacer un mayor uso de las políticas fiscales y estructurales dado que la política monetaria por sí sola se ha visto sobrecargada.

La política monetaria ha alcanzado sus límites efectivos en muchas economías avanzadas

La posición de la política monetaria expansiva se ha mantenido sin cambios en la zona del euro y en Estados Unidos desde mayo de 2016. Japón ha introducido un nuevo marco de política que anticipa en mayor medida sus decisiones de política monetaria. Por el contrario, la política monetaria se ha relajado en el Reino Unido como respuesta al resultado del referéndum celebrado este año. Asumiendo que se apliquen medidas fiscales adicionales en Estados Unidos, se estima que el tipo de interés oficial en este país aumente desde el 0,5% actual al 2 por ciento para finales de 2018, con un incremento ligeramente superior en los rendimientos de los bonos a 10 años. En Japón y en la zona del euro, se asume que los tipos de interés oficiales permanecen sin cambios en los niveles actuales. Esto también es aplicable a los rendimientos de los bonos a 10 años, sobre la hipótesis de que tenga éxito la nueva política adoptada en Japón de fijar como objetivo el rendimiento del bono a 10 años y que se mantengan las medidas de expansión cuantitativa en la zona del euro.

Dada la fuerte y prolongada dependencia de la política monetaria en los últimos años para respaldar la demanda e incrementar la inflación, han aumentado las distorsiones y los riesgos asociados. En consecuencia, el margen efectivo de estímulo adicional de la política monetaria, sin un apoyo enérgico procedente de las políticas fiscales y estructurales, se ha agotado.

Es probable que la aplicación de la política monetaria anunciada en Japón y en la zona del euro resulte especialmente complicada.

- El nuevo marco de política del Banco de Japón implica controlar la curva de rendimientos y un compromiso de aumento de la inflación a fin de reforzar las expectativas inflacionarias.¹⁸ Por el momento, el Banco de Japón prevé que seguirá comprando bonos del Estado en línea con el ritmo actual de en torno a 80 billones de yenes (16% del PIB) al año. Está por ver si tendrán éxito estos renovados esfuerzos para aumentar las expectativas inflacionarias a fin de lograr la meta de inflación, al tiempo que los intentos similares anteriores apenas han tenido efectos a pesar de la favorable depreciación del yen. Asimismo, al anunciar que se mantendrá el volumen de compras de bonos, establecer como meta el rendimiento de los bonos del Estado a 10 años podría resultar complicado en la práctica.

18. El Banco de Japón se ha comprometido a continuar expandiendo la base monetaria hasta que la inflación basada en el IPC (excluidos alimentos frescos) exceda el objetivo de estabilidad de precios del 2% y se mantenga por encima del objetivo de una forma estable. En aras del control de la curva de rendimientos, el tipo de interés a corto plazo se ha mantenido en el -0,1%, mientras que las compras de bonos del Estado tienen como objetivo mantener el rendimiento del bono a 10 años en torno a su nivel actual del 0%.

- En la zona del euro, las compras de bonos del Estado, si continúan más allá de marzo de 2017, podrían verse restringidas por los límites autoimpuestos por el propio BCE (esto es, no adquirir más del 33% de una emisión de bonos en particular, del 33% de los bonos de un único emisor y bonos cuyo rendimiento sea inferior al tipo aplicable a los depósitos por parte del BCE). Por ejemplo, a mediados de noviembre, la proporción de los bonos del Estado cuyos rendimientos son inferiores al -0,4% se estima que es superior al 50% en Alemania y en torno al 30%-45% en otros cinco países de la zona del euro (Figura 1.18 anterior). Debería considerarse la posibilidad de ajustar estos límites.
- Con las compras actuales y anteriores de bonos del Estado, los bancos centrales se han convertido en titulares y compradores dominantes de deuda soberana (Figura 1.25), lo cual ha impulsado al alza aún más el precio de los bonos, induciendo la inversión especuladora. En la zona del euro y en Japón, las participaciones de los bancos centrales en bonos del Estado aumentarán de manera significativa bajo los planes actuales de política monetaria. En Japón, la proporción de bonos mantenida por el Banco de Japón con respecto al total de bonos del Estado en circulación es probable que ascienda hasta niveles cercanos al 60% para marzo de 2019 si el banco mantiene las compras de 80 billones de yenes anuales. Para aliviar estos efectos, los bancos centrales podrían ampliar sus programas de compras de bonos privados y renta variable. No obstante, es probable que esto implique mayores riesgos y plantee preocupaciones de igualdad, dado que es probable que se beneficie en mayor medida a las grandes empresas privadas y a los individuos con mayores patrimonios, y con el tiempo pueda generar similares distorsiones de precios.

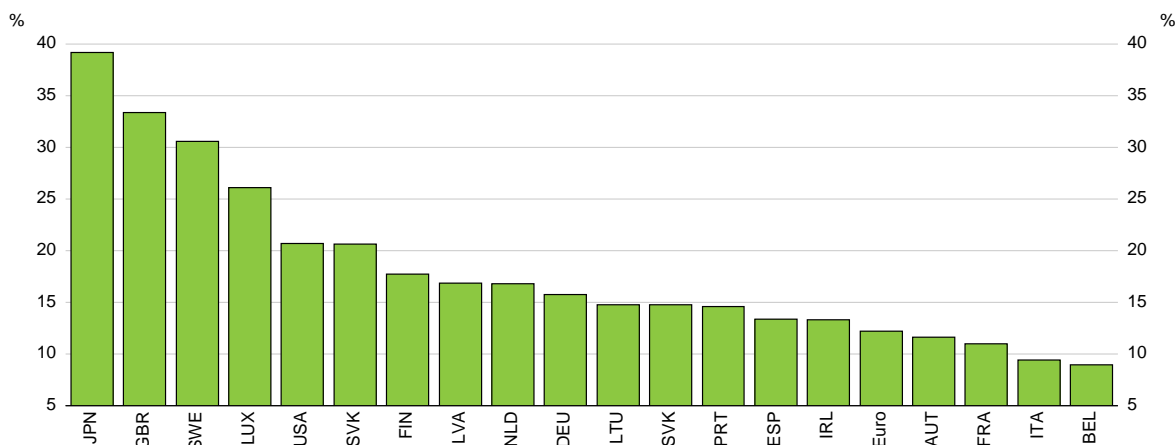
La probable divergencia cada vez mayor en las posiciones de política monetaria entre las principales economías avanzadas generará efectos colaterales a través de los tipos de cambio y de los tipos de interés, incidiendo en la conducción de la política monetaria en todo el mundo.

- Una apreciación del dólar estadounidense frente a otras monedas redistribuiría la demanda mundial desde Estados Unidos hacia economías más débiles. No obstante, la fortaleza de este mecanismo puede que sea más débil que antes de la crisis. El reciente impacto de los movimientos de los tipos de cambio reales en los volúmenes comerciales parece haber desaparecido en las principales economías avanzadas, una vez que se tienen en cuenta los cambios en la demanda, lo cual es coherente con evidencia empírica reciente mostrando una menor sensibilidad de los volúmenes comerciales respecto a los cambios en la competitividad (Ollivaud y Schweltnus, 2015).
- Una apreciación del dólar estadounidense también rebajaría temporalmente la inflación en Estados Unidos y aumentaría la inflación en el resto de países. En la medida en que se espera que este efecto sea temporal y que la inflación esperada se encuentre por debajo o ligeramente por encima de los objetivos, las autoridades monetarias podrían revisar estos cambios.
- No obstante, un aumento del dólar estadounidense implicaría un incremento de los costes de servicio de la deuda con respecto a los pasivos extranjeros denominados en dólares. Asimismo, podrían generarse efectos colaterales en los tipos de interés de mercado procedentes de Estados Unidos, generando un endurecimiento de las condiciones financieras. Teniendo en cuenta la acumulación de vulnerabilidades en las economías emergentes analizadas anteriormente, dichas economías deben reforzar las medidas regulatorias para incrementar su resiliencia frente a este tipo de efectos colaterales.

Para reforzar la transmisión de la política monetaria en la zona del euro, se necesita una reestructuración más rápida de la tasa de morosidad a través de una supervisión bancaria más sólida y unos marcos de insolvencia más robustos (OCDE, 2016g). Esto podría implicar la aplicación de recargos de capital para créditos morosos de larga duración. Su resolución también se verá facilitada mediante el desarrollo de un mercado para este tipo de activos, y el establecimiento de sociedades de gestión de activos, posiblemente a nivel europeo. Bajo la regulación actual, la venta de activos improductivos por encima del precio de mercado a una sociedad de gestión de activos respaldada por el Estado se considera como una ayuda estatal e implica la asunción de pérdidas por parte de los acreedores, incluidos los clientes minoristas que posean bonos bancarios. Dado que esto obstaculiza la reestructuración de los créditos morosos, debería tratarse de obtener un acuerdo con alcance al conjunto de la UE para o bien no desencadenar el procedimiento de asunción de pérdidas o bien para adoptar una definición más benévola de los niveles de precios del mercado que desencadenan la ayuda estatal en aquellos países en los que los créditos morosos sean elevados y generen una grave perturbación económica. Una estrategia alternativa que sanearía rápidamente los balances consiste en permitir la venta de activos a bajo precio a sociedades de gestión de activos privadas, incluida la venta de opciones al Estado para aprovechar el potencial de revalorización de estas ventas masivas. Con independencia de ello, deberían abreviarse los procedimientos de insolvencia, que en muchos países son injustificadamente largos, recurriendo para ello a procedimientos extrajudiciales. En vista de la experiencia internacional, esto reduciría los costes de reestructuración (Figura 1.26).

Figura 1.25. **Varios bancos centrales mantienen un gran volumen de deuda pública nacional**

Bonos del Estado mantenidos por los bancos centrales como porcentaje de títulos de deuda pública, a septiembre de 2016¹

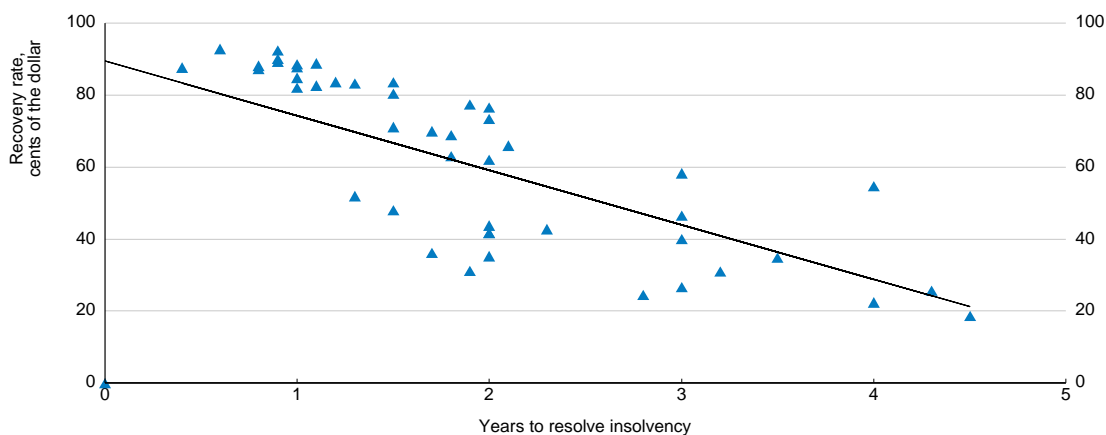


Nota: En el caso de Estados Unidos, títulos del Tesoro negociables, excluidas letras del Tesoro, mantenidas por la Reserva Federal como proporción de valores del Tesoro negociables en circulación, excluidas letras del Tesoro a valor de mercado. En el caso del Reino Unido, tenencias del programa de compra de activos, como proporción de bonos en circulación (tanto bonos convencionales como indexados), a valor de mercado. En el caso de Japón, bonos del Estado mantenidos por el Banco de Japón, como proporción de valores del Tesoro en circulación, excluidas letras del Tesoro descontadas e incluidos los bonos FILP, a valor de mercado. En el caso de los países de la zona del euro, compras netas acumuladas de bonos del Estado en el programa de compra de valores del sector público (PSPP) del Eurosistema, a valor contable, como proporción de los bonos del Estado generales en circulación, a valor nominal. En el caso de la zona del euro, el numerador y denominador de la proporción de valores se corresponde a la suma de los valores respectivos de todos los países de la zona del euro. En el caso de Suecia, compras previstas de bonos del Estado (245.000 millones de coronas para finales de 2016) como proporción de los bonos del Estado en circulación emitidos en la moneda nacional en septiembre de 2016, a valor nominal.

1. En el caso de Japón, Reino Unido y Estados Unidos, a junio de 2016.

Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve System, Banco de Japón; Sveriges Riksbank; UK Debt Management Office; Banco Central Europeo (BCE); y cálculos de la OCDE.

Figura 1.26. **El acortamiento de los procedimientos de insolvencia aumenta la tasa de recuperación**



Fuente: Banco Mundial (2015), Doing Business 2015. Going Beyond Efficiency.

El margen fiscal debe utilizarse de manera eficiente junto con reformas estructurales más sólidas

Dado el escaso margen de la política monetaria para proporcionar estímulos adicionales en la mayoría de las economías, se necesitan más políticas fiscales activas, junto con más reformas estructurales para apoyar la demanda agregada e impulsar el producto potencial. Tal y como se analiza en el Capítulo 2 (versión en inglés) de Perspectivas Económicas de la versión en inglés, actualmente existe una oportunidad para proporcionar un estímulo fiscal temporal con efectos beneficiosos sobre el crecimiento y la oferta a largo plazo, sin comprometer la sostenibilidad de la deuda:

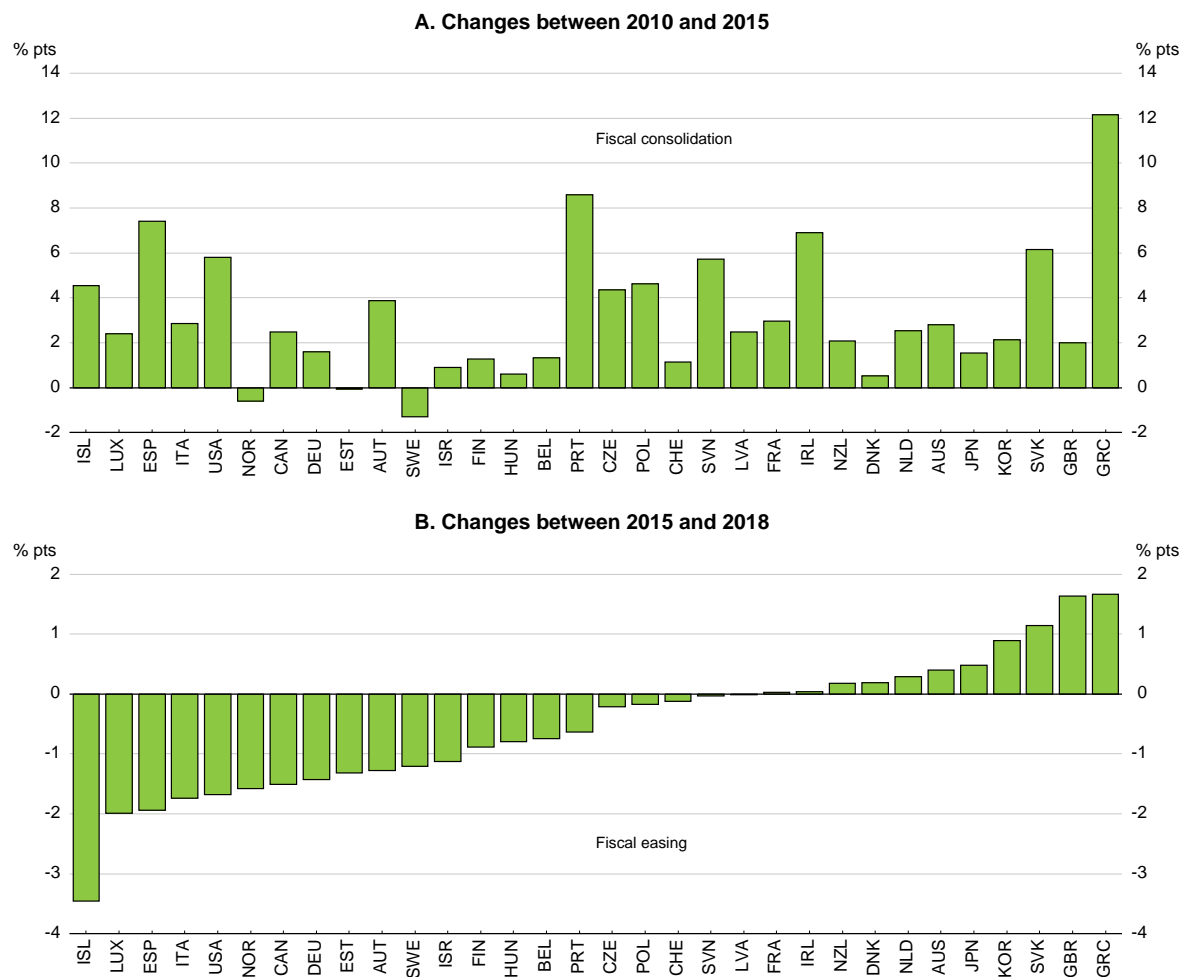
- El descenso de los tipos de interés ha provocado unos menores costes estimados del servicio de la deuda, que se sitúan entre el 0,6% y el 3,5% del PIB durante 2015-17 en las mayores economías avanzadas, al reducir los tipos de interés sobre la deuda recién emitida.¹⁹ Dado que la reducción de los tipos de interés de mercado supera la caída del crecimiento del producto potencial entre 2014-16, también han aumentado los límites estimados de la deuda en base a los cuales los gobiernos pierden el acceso al mercado, en más de un 20% del PIB en algunos países.
- Este margen fiscal debería utilizarse para incrementar de manera permanente el gasto público en inversiones de infraestructuras tangibles, intangibles y de mantenimiento así como en otras medidas que incrementen la demanda y potencien la oferta. Este gasto, que asciende a ½ por ciento del PIB, y que podría ser financiado por el déficit durante 3-4 años en media en los países de la OCDE, debería impulsar el crecimiento entre 0,4 y 0,6 puntos porcentuales durante el primer año, generando incrementos del producto positivos a largo plazo, sin ejercer un impacto a largo plazo en los coeficientes de deuda sobre PIB. Asimismo, los incrementos adicionales del producto generarían efectos colaterales entre los distintos países si estos utilizaran de manera colectiva sus recursos fiscales en proyectos con un alto impacto en el crecimiento.

19. En países en los que los bancos centrales han comprado grandes cantidades de bonos del Estado, los ahorros han sido aún mayores, dado que las rentabilidades obtenidas sobre los bonos por parte de los bancos centrales se han devuelto a los gobiernos. Dado que la remuneración de los pasivos de los bancos centrales es muy baja, los intereses obtenidos sobre los bonos del Estado han impulsado los beneficios de los bancos centrales, los cuales normalmente se trasladan al gobierno. En los últimos años, la Reserva Federal ha devuelto prácticamente todos los ingresos brutos obtenidos por los tipos de interés al gobierno de Estados Unidos, los cuales representan justo por debajo del ¼ del total de los gastos por intereses del gobierno central. En el Reino Unido, se trasladaron al gobierno del Reino Unido prácticamente la totalidad de los 24.100 millones de libras acumulados en 2014 en concepto de ingresos por intereses por el fondo estatal para la compra de activos (en torno al 9% del gasto público por intereses desde 2009; 1,5% del PIB de 2014).

- Con o sin expansión fiscal, la mayoría de países tiene margen para reestructurar su gasto y sus políticas tributarias hacia una combinación más favorable al capital y el crecimiento (Cournède et al., 2014, Fournier y Johansson, 2016).

Figura 1.27. **La posición fiscal ha comenzado a suavizarse sólo recientemente**

Variación acumulada del saldo estructural primario como porcentaje del PIB



Fuente: OCDE, base de datos de Perspectivas Económicas, edición 100.

La política fiscal ya se está ajustando en una serie de economías avanzadas para apoyar el crecimiento o facilitar la consolidación prevista, en claro contraste con el endurecimiento fiscal experimentado en años anteriores (Figura 1.27). Se calcula que el saldo estructural primario en el conjunto de la OCDE ya se ha reducido en un 0,2% del PIB en 2016.

- En Estados Unidos, es probable que el gobierno entrante relaje su posición en materia de política fiscal. El aumento asumido en el déficit primario subyacente de 1½ por ciento del PIB potencial en 2017-18 impulsará la demanda de manera significativa, al tiempo que las medidas de gasto generarán un mayor multiplicador que las medidas tributarias. Si bien el gasto en infraestructura también aumentará el producto potencial, al igual que podría suceder con las reducciones del impuesto sobre sociedades si éstas impulsan de manera sostenida la inversión empresarial, los incrementos del gasto actual y los recortes de impuestos para los hogares puede que sólo tengan efectos limitados en el potencial productivo.

- Fuera de Estados Unidos, la relajación fiscal y los cambios de composición previstos en los presupuestos son colectivamente insuficientes para proporcionar un impulso significativo al crecimiento a corto plazo y al producto potencial a más largo plazo en todas las economías. Por tanto, se necesita mayor ambición (Tabla 2.4 en Capítulo 2 de Perspectivas Económicas, versión en inglés). Se prevé que el saldo estructural primario para el conjunto de la OCDE, excluido Estados Unidos, se relaje en tan sólo un 0,2% del PIB potencial en 2017-18, al tiempo que es probable que un total de 13 países relajen su posición fiscal en al menos un ½ por ciento del PIB potencial durante el periodo, mientras que seis países tienen previsto un endurecimiento de al menos un ½ por ciento del PIB potencial. Sólo unos pocos países (Australia, Grecia, Noruega y, en menor medida, Canadá) tienen previsto incrementar la inversión pública en proporción al PIB durante el periodo 2016-18, si bien este ratio está previsto que descienda en Japón, Dinamarca, Finlandia, Nueva Zelanda, Islandia y Corea.

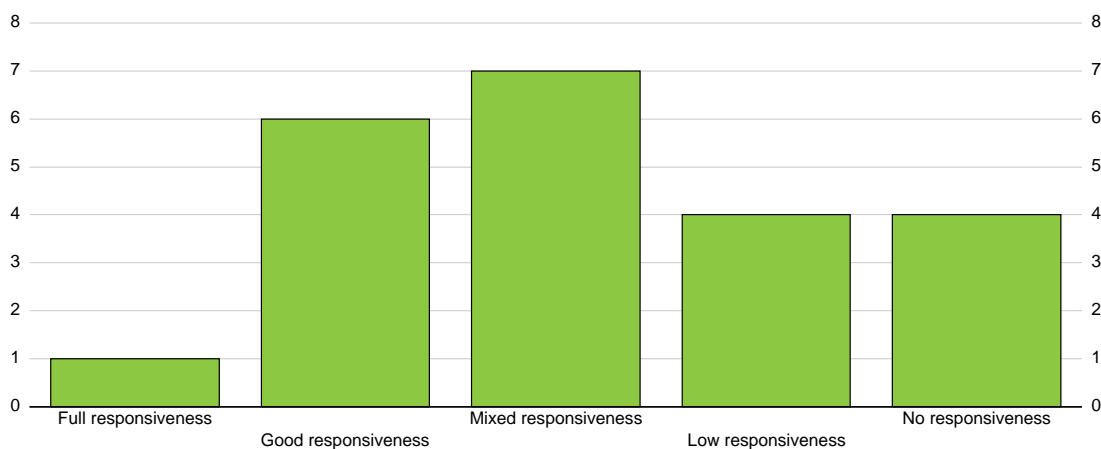
Asimismo, se necesitan reformas estructurales más ambiciosas y una aplicación más ágil de las medidas anunciadas para complementar el impacto del estímulo fiscal adicional sobre el crecimiento del producto y garantizar que los beneficios de un mayor crecimiento se distribuyan de manera generalizada. Es necesario adoptar nuevos esfuerzos en una amplia gama de áreas de reforma tras la ralentización experimentada en el ritmo de reformas estructurales tanto en las economías avanzadas como emergentes en los últimos años. Resulta especialmente importante garantizar que los esfuerzos de reformas sean coherentes; de lo contrario no generarán las mejoras esperadas. Por ejemplo, la relajación de las regulaciones laborales en un entorno de mercados de bienes rígidos podrían sólo reducir el empleo y los salarios. Por el contrario, al liberalizar el entorno empresarial al mismo tiempo se potencia la probabilidad de que las empresas compitan por conseguir trabajadores. No obstante, la reciente implementación de los paquetes de reformas recomendadas ha sido desigual; las reformas se han llevado a cabo o bien en los mercados de trabajo o en los mercados de bienes, pero rara vez se han hecho en ambos ámbitos (Figura 1.28). Una mejor coordinación de las reformas facilitaría la aplicación y optimización de su impacto en términos de creación de empleo y crecimiento.

Tal y como se ha indicado anteriormente, los posibles paquetes de reformas podrían incluir medidas para impulsar la competencia en los mercados de bienes, especialmente en los sectores de servicios con demanda reprimida (Gal e Hijzen, 2016), reformas en las políticas de vivienda y asistencia en la búsqueda de empleo para facilitar la movilidad geográfica y laboral, así como reformas en los regímenes de insolvencia y en el sector bancario que favorezcan la reasignación de recursos y que puedan facilitar la salida de empresas que atraviesan graves dificultades (Adalet McGowan et al., 2016).

Las políticas comerciales deben concebirse como una parte integral de los paquetes de políticas. Un enfoque colectivo y mejorado con respecto a las políticas comerciales contribuiría a la recuperación del comercio con relación a las anémicas tasas de crecimiento experimentadas en los últimos años, generando un impacto positivo en la competencia y en la productividad (Recuadro 1.3). Un primer conjunto de prioridades en materia de política comercial consiste en evitar nuevas medidas de proteccionismo comercial que reduzcan el acceso a los mercados, incluido en Estados Unidos, junto con actuaciones que den marcha atrás a las medidas proteccionistas introducidas desde la crisis. Asimismo, todas las economías de mercado –tanto las avanzadas como las emergentes– podrían impulsar el comercio y la productividad reduciendo costes comerciales innecesarios mediante la mejora de los procedimientos fronterizos y aduaneros, eliminando barreras arancelarias y no arancelarias, suprimiendo restricciones regulatorias sobre el comercio de servicios, especialmente en el área de logística, y armonizando las costosas regulaciones entre países. Abordar los impedimentos y distorsiones relacionados con la inversión transfronteriza, incluido en la zona del euro (Fournier, 2015) también contribuiría al comercio favoreciendo la inversión extranjera directa y una mejor integración en las cadenas de valor mundiales.

Figura 1.28. **La aplicación de los paquetes de reformas estructurales ha sido desigual**

Número de países clasificados según el nivel de implementación de reformas en 2015-2016



Nota: El eje horizontal muestra la tasa de respuesta en 2015-16 a los paquetes de reformas recomendadas por la OCDE, que incluyen una combinación de recomendaciones de reformas del mercado de bienes (incluido el comercio y la inversión extranjera directa) y reformas del mercado laboral. Una capacidad de respuesta total se representa con un valor de 1, lo cual indica que se han ejecutado todas las recomendaciones. Una buena capacidad de respuesta se representa con una tasa de respuesta de (o superior a) 0,5 tanto para las reformas del mercado laboral como del mercado de bienes. Una capacidad desigual de respuesta se representa con una tasa de respuesta superior a 0,5 para las reformas del mercado de bienes o del mercado laboral. Una baja capacidad de respuesta se representa con una tasa de respuesta de entre 0 y 0,5 para ambos conjuntos de reformas

Fuente: OCDE (2017) y cálculos de la OCDE.

Bibliografía

- Adalet McGowan, M., D. Andrews, C. Criscuolo y G. Nicoletti (2015), *The Future of Productivity*, OCDE, París.
- Adalet McGowan, M., D. Andrews y V. Millot (2016), "The Walking Dead?: Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries", *Documento de trabajo del Departamento de asuntos económicos de la OCDE (próxima publicación)*.
- Alesina, A., S. Ardagna, G. Nicoletti, y F. Schiantarelli (2005), "Regulation and Investment", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 3.
- Alichí, A., Kantenga, K. y J. Solé (2016), "Income Polarization in the United States", *Documento de trabajo del FMI, WP/16/121*.
- Andrews, D., C. Criscuolo y P. Gal (2016), "The Global Productivity Slowdown, Technology Divergence and Public Policy: A Firm Level Perspective", *Documentos de trabajo del Brookings Institution Hutchins Center*, N°. 24.
- Baldwin, R. (2013), "Global supply chains: Why they emerged, why they matter, and where they are going", en D.K. Elms y P. Low (eds) (2013), *Global Value Chains in a Changing World*, Organización Mundial del Comercio, Ginebra.
- Banco de Inglaterra (2014), "Procyclicality and structural trends in investment allocation by insurance companies and pension funds," *Discussion Paper by the Bank of England and the Procyclicality Working Group*, julio.
- Banco de Japón (2016), *Financial System Report*, octubre.
- Bernanke, B. (2015), "Monetary Policy and Inequality", blog de Brookings Institution.

- Bikker, J.A., D.W.G.A. Broeders y J. de Dreu (2010), “Stock market performance and pension fund investment policy: Rebalancing, free float, or market timing?”, *International Journal of Central Banking*, N° 6, junio, pp. 163-184.
- BPI (2016a), “Fixed Income Market Liquidity”, *CGFS Papers*, N° 55, Comité sobre el Sistema Financiero Global, Banco de Pagos Internacionales, enero.
- BPI (2016b), Informe Trimestral del BPI, Banco de Pagos Internacionales, 18 de septiembre.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2016), *Dodd-Frank Act Stress Test 2016: Supervisory Stress Test Methodology and Results*, junio.
- Borio, C., L. Gambacorta y B. Hofmann (2015), “The Influence of Monetary Policy on Bank Profitability”, *Documentos de trabajo del BPI*, N° 514, octubre, Banco de Pagos Internacionales.
- Caballero, R.J. y E. Farhi (2013), “A Model of the Safe Asset Mechanism (SAM): Safety Traps and Economic Policy”, *Documentos de trabajo del National Bureau of Economic Research*, N° 18737, National Bureau of Economic Research.
- Carroll, C. D., J. Slacalek y K. Tokunaka (2014), “The distribution of wealth and the MPC: Implications of new European data”, *Serie de documentos de trabajo del BCE*, N° 1648.
- Claessens, S., N. Coleman y M. Donnelly (2016), “[Low-for-long' interest rates and net interest margins of banks in Advanced Foreign Economies](#)”, *IFDP Notes*, Federal Reserve Board, Washington, D.C.
- Constâncio, V. (2016), “Challenges for the European Banking Industry”, ponencia impartida en la conferencia “European Banking Industry: What’s Next?”, Madrid, 7 de julio.
- Constantinescu, C., A. Mattoo y M. Ruta, (2015), “The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural?”, *Documentos de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas*, N° WPS 7158, Grupo Banco Mundial, Washington D.C.
- Cournède, B., A. Goujard y Á. Pina (2014), “[Reconciling fiscal consolidation with growth and equity](#)”, *OECD Journal: Economic Studies*, Vol. 2013/1, OCDE, París.
- Crisuolo, C., N. Johnstone y J. Timmis (próxima publicación), “The relationship between GVCS and productivity”, (*background paper*), *OECD Paper*, OCDE, París
- de Serres, A. y F. Gori (próxima publicación), “Strengthening economic resilience: Insights from the post-war record of severe recessions and financial crisis”, *Documentos de trabajo del Departamento de asuntos económicos de la OCDE*, OCDE, París.
- BCE (2015), “Entender la debilidad del comercio mundial”, *Boletín Económico del BCE*, n° 3/2015, Banco Central Europeo.
- Égert, B. y P. Gal (2016), “The Quantification of Structural Reforms: A New Framework”, *Documentos de trabajo del Departamento de asuntos económicos de la OCDE*, OCDE, París.
- EIOPA (2016), [Financial Stability Report](#), European Insurance and Occupational Pensions Authority, junio.
- Autoridad Bancaria Europea (2016), *Resultados de las pruebas de resistencia 2016 al sector bancario europeo*. 29 de julio.
- Reserva Federal (2016), *Report on the Economic Well-Being of US Households in 2015*.
- Fournier, J.-M. (2015), “The Negative Effect of Regulatory Divergence on Foreign Direct Investment”, *Documentos de trabajo del Departamento de asuntos económicos de la OCDE*, N° 1268, OCDE, París. DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/5jrqqvg0dw27-en>
- Fournier, J.-M. y A. Johansson (2016), “The Effect of the Size and the Mix of Public Spending on Growth and Inequality”, *Documentos de trabajo del Departamento de asuntos económicos de la OCDE*, próxima publicación.

- Fournier J.-M., Å. Johansson y D. Bloch (próxima publicación), “The Effect of the Size and the Mix of Public Spending on Growth and Inequality”, *Documentos de trabajo del Departamento de asuntos económicos de la OCDE*, OCDE, París.
- Gal, P. (2013), “Measuring Total Factor Productivity at the Firm Level using OECD-ORBIS”, *Documentos de trabajo del Departamento de asuntos económicos de la OCDE*, N°. 1049, OCDE, París.
- Gal, P. y A. Hijzen (2016), “The Short-Term Impact of Product Market Reforms: A Cross-Country Firm Level Analysis”, *Documentos de trabajo del Departamento de asuntos económicos de la OCDE*, N°. 1131, OCDE, París.
- Haugh, D., A. Kopoin, E. Rusticelli, D. Turner y R. Dutu (2016), “Cardiac Arrest or Dizzy Spell: Why is World Trade So Weak and What can Policy Do About It?”, *OECD Economic Policy Papers*, N°. 18, OCDE, París. DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/5jlr2h45q532-en>
- Hüfner, F. e I. Koske (2010), “Explaining Household Saving Rates in G7 Countries: Implications for Germany”, *Documentos de trabajo del Departamento de asuntos económicos de la OCDE*, N°. 754, OCDE, París.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/5kmjv81n9phc-en>
- FMI (2013), *Trade Interconnectedness: The world with global value chains*, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C.
- FMI (2016), *Informe sobre la estabilidad financiera mundial. Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era*, octubre, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C.
- Kierzenkowski, R., N. Pain, E. Rusticelli y S. Zwart (2016), “[The economic consequences of Brexit: A taxing decision](#)”, *OECD Economic Policy Papers*, N°. 16, Abril, OCDE, París.
- Kowalski, P. et al. (2015), “Participation of Developing Countries in Global Value Chains: Implications for Trade and Trade-Related Policies”, *OECD Trade Policy Papers*, N°. 179, OCDE, París.
<http://dx.doi.org/10.1787/5js33lfw0xxn-en>
- Lane, K. y T. Rosewall (2015), “[Firms’ Investment Decisions and Interest Rates](#)”, *Reserve Bank of Australia Bulletin*, junio.
- OCDE (2013), *Interconnected Economies: Benefiting from Global Value Chains*, OCDE, París.
- OCDE (2015a), *OECD Economic Outlook*, Vol. 2015, n° 1, OCDE, París.
DOI: http://dx.doi.org/10.1787/eco_outlook-v2015-1-en
- OCDE (2015b), “[Can Pension Funds and Life Insurance Companies Keep their Promises?](#)”, Capítulo 4 en *OECD Business and Finance Outlook*, pp. 111-147, OCDE, París. DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264234291-8-en>
- OCDE (2015c), *Pension Markets in Focus*, OCDE, París.
- OCDE (2016a), *OECD Economic Outlook*, Vol. 2016, n° 1, OCDE, París.
DOI: http://dx.doi.org/10.1787/eco_outlook-v2016-1-en
- OCDE (2016c), *OECD Employment Outlook*, Vol. 2016, julio, OCDE, París.
- OCDE (2016d), *OECD Business and Finance Outlook*, OCDE, París.
- OCDE (2016g), *OECD Economic Survey of the Euro Area*, junio, OCDE, París.
- OCDE (2017), *OECD Going for Growth 2017*, OCDE, París
- OCDE-OMC (2012), *Trade in Value Added: Concepts, Methodologies, Challenges* (Nota conjunta de la OCDE-OMC) disponible en: <http://www.oecd.org/sti/ind/49894138.pdf>
- O’Farrell, R., L. Rawdanowicz y K-I. Inaba (2016), “Monetary Policy and Inequality”, *Documentos de trabajo del Departamento de asuntos económicos de la OCDE*, N°. 1287, OCDE, París.

- Ollivaud, P. y C. Schwellnus (2015), “Does the Post-Crisis Weakness of Global Trade Solely Reflect Weak Demand?”, *Documentos de trabajo del Departamento de asuntos económicos de la OCDE*, N°. 1216, OCDE, París. DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/5js1qvnff3hk-en>
- Ollivaud, P., Y. Guillemette y D. Turner (2016), “[The Links between Weak Investment and the Slowdown in OECD Productivity and Potential Output Growth](#)”, *Documentos de trabajo del Departamento de asuntos económicos de la OCDE*, N°. 1304, OCDE, París.
- Poloz, S.S. (2016), “Living with Lower for Longer”, discurso pronunciado en la Association des économistes Québécois, septiembre de 2016.
- Banco Mundial (2015), *Doing Business 2015. Going Beyond Efficiency*, una publicación insignia del Grupo del Banco Mundial..

ANEXO 1.A1.

Políticas y otras hipótesis que subyacen a las proyecciones

Los marcos de **política fiscal** entre 2016 y 2018 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 aplicadas de forma muy similar a la anunciada. En el caso de Estados Unidos, dado que el programa fiscal del gobierno entrante aún no se ha anunciado, las proyecciones asumen un incremento del déficit primario subyacente del $\frac{1}{4}$ por ciento del PIB en 2017 y del $\frac{1}{4}$ por ciento 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 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% en diciembre de 2018, en comparación con el nivel actual del 0,5%.
- 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% hasta finales de 2018.
- En el Reino Unido, se asume que el tipo oficial permanecerá sin cambios en el 0,25% hasta finales de 2018.
- En China, se asume que el tipo de interés oficial se aumentará desde el nivel actual del 4,35% al 4,5%, que se utilizarán instrumentos específicos para proporcionar liquidez al sector agrícola, a las pymes y otros sectores seleccionados, y que el coeficiente de reservas obligatorias permanecerá sin cambios.
- En India, se asume que la tasa repo se reducirá desde su nivel actual del 6,25% al 5,75% para septiembre de 2017 y posteriormente se mantendrá sin cambios hasta finales de 2018.
- En Brasil, se asume que el tipo de interés oficial se reducirá gradualmente desde su nivel actual del 14% hasta el 10% para finales de 2018.

Aunque su impacto es difícil de evaluar, se asume que se aplicarán las siguientes medidas de expansión cuantitativa durante el periodo proyectado, lo cual afectará implícitamente a los tipos de interés a largo plazo. En Estados Unidos, se estima que el stock de activos adquiridos por la Reserva Federal permanecerá sin cambios hasta el final del horizonte proyectado. 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 2018, manteniendo el rendimiento del bono del Estado a 10 años en el 0%. En la zona del euro, se asume que la compra de activos efectuada por el BCE se prorrogará pero no se aumentará durante el periodo proyectado, manteniendo los tipos de interés a largo plazo en niveles constantes. En el Reino Unido, se estima que los rendimientos de los bonos del Estado a largo plazo aumentarán poco a poco hasta el 1,7%, reflejando el aumento de la inflación durante el horizonte proyectado, que será parcialmente compensado por el aumento de la compra de activos efectuada por el Banco de Inglaterra, que llegará hasta los 435.000 millones de GBP.

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

Las proyecciones asumen que los **tipos de cambio** permanecerán invariables con respecto a los vigentes a 11 de noviembre de 2016: un USD equivale a 106,69 JPY, 0,92 EUR (o, lo que es lo mismo, un EUR equivale a 1,09 USD) y a 6,81 Yuan renminbi.

Se asume que el **precio de un barril de crudo de Brent** permanecerá constante a 45 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 de mediados de noviembre de 2016.

La fecha de corte para la información utilizada en las proyecciones es el 25 de noviembre de 2016.

ANEXO 1.A2.

Indicadores de potenciales vulnerabilidades financieras

Las tablas siguientes muestran la posición de los países de la OCDE y de determinados países que no pertenecen a la OCDE con respecto a una serie de indicadores que podrían revelar una potencial exposición a turbulencias financieras. El principal ámbito de atención de la Tabla 1.A2.1 son las vulnerabilidades nacionales de los países de la OCDE y de los países denominados BRIICS, mientras que la Tabla 1.A2.2 se centra en las vulnerabilidades relativas a las cuentas financieras de los países de la OCDE y de los países del G-20 que no pertenecen a la OCDE. Las variables presentadas constituyen un subconjunto de más de 70 indicadores de vulnerabilidad identificados por su utilidad para efectuar un seguimiento de los riesgos en un escenario de crisis en las economías de la OCDE (Röhn et al., 2015)

La Tabla 1.A2.1 presenta indicadores típicamente asociados a vulnerabilidades financieras que surgen fundamentalmente de la economía nacional, en cuatro amplias categorías: la economía real, el sector no financiero, el sector financiero y las finanzas públicas (Fondo Monetario Internacional, 2012; Comisión Europea, 2012; Hermansen y Röhn, 2015). Las posibles vulnerabilidades de la economía real se capturan a través de la diferencia entre la tasa de crecimiento del PIB potencial y real, la diferencia entre la tasa de desempleo real y la tasa de desempleo natural (o NAIRU), el déficit por cuenta corriente y la evolución de los costes laborales unitarios relativos. Los indicadores de excesos de los mercados financieros relacionados con el sector no financiero son la deuda de los hogares y de las empresas no financieras y el crecimiento real del precio de la vivienda. Se incluye un coeficiente agregado de capital principal de nivel 1 sobre activos totales (esto es, el coeficiente de apalancamiento) para los bancos seleccionados de cada país,¹ la tasa de morosidad, y la deuda de las corporaciones financieras para reflejar la exposición al riesgo directo del sector financiero. Las vulnerabilidades que se derivan del sector público se cuantifican con arreglo a tres dimensiones: endeudamiento neto del gobierno, deuda pública bruta y la diferencia entre los rendimientos reales de los bonos soberanos a 10 años y la potencial tasa de crecimiento del PIB real. Cuanto más elevados sean los valores, a excepción del coeficiente de apalancamiento, mayor será la vulnerabilidad. Asimismo, la Tabla 1.A2.1 indica las actuales calificaciones crediticias soberanas emitidas por Standard and Poor's.

La Tabla 1.A2.2 muestra factores de riesgo relativos a las cuentas financieras para la estabilidad financiera en los países de la OCDE y en los países del G-20 ajenos a la OCDE basándose en análisis empíricos anteriores de la OCDE (Ahrend y Goujard, 2012a, 2012b). El análisis muestra que:

- El aumento del endeudamiento (a corto plazo) proporcionado por bancos exteriores, o un sesgo en los pasivos exteriores hacia la deuda, incrementa el riesgo de crisis financiera de forma significativa (la deuda bancaria exterior se define como deuda con un banco extranjero).
- Un aumento de la proporción de la inversión extranjera directa en los pasivos exteriores brutos reduce la posibilidad de una crisis financiera.
- Una reducción en el vencimiento de la deuda bancaria incrementa el riesgo de crisis, fundamentalmente por el incremento de la exposición al contagio financiero.
- El tamaño de las reservas mantenidas en moneda extranjera reduce la probabilidad de una crisis.
- Se concluye que los activos exteriores totales (excluidas las reservas) o los pasivos exteriores totales no afectan al riesgo de crisis en aquellos países que tengan unos niveles reducidos o

1. Los cálculos de los coeficientes de apalancamiento de los países se basan en más de 1.200 bancos comerciales, entre los que se incluyen 915 de Estados Unidos, 197 de los países de la OCDE de la zona del euro, 23 del Reino Unido, 11 de Canadá, y 7 de Japón.

moderados de activos y pasivos. No obstante, los activos exteriores reducen, y los pasivos exteriores incrementan, el riesgo de crisis cuando estos adquieren un volumen importante.

La Tabla 1.A2.2 muestra, para cada uno de los 8 indicadores seleccionados: i) la posición de cada país en el 1T2016 (o en base a los últimos datos disponibles) con arreglo a diversas dimensiones de su estructura de cuentas financieras, y ii) la variación específica para cada país, desde 2007 hasta 1T2016 (o en base a los últimos datos disponibles). En el caso de algunas de las variables, deberán interpretarse las cifras con precaución, dado que la relevancia de la variable puede variar en función del país de que se trate. Por ejemplo, las reservas en moneda extranjera de Estados Unidos son las más bajas en relación con el PIB en los países de la OCDE, pero esto no significa una debilidad ya que el dólar estadounidense es una moneda de reserva; lo mismo sucede con las bajas reservas existentes en determinados países de la zona del euro (Röhn et al., 2015).

La Tabla 1.A2.1 presenta indicadores típicamente asociados a vulnerabilidades financieras que surgen fundamentalmente de la economía nacional, en cuatro amplias categorías: la economía real, el sector no financiero, el sector financiero y las finanzas públicas (Fondo Monetario Internacional, 2012; Comisión Europea, 2012; Hermansen y Röhn, 2015). Las posibles vulnerabilidades de la economía real se capturan a través de la diferencia entre la tasa de crecimiento del PIB potencial y real, la diferencia entre la tasa de desempleo real y la tasa de desempleo natural (o NAIRU), el déficit por cuenta corriente y la evolución de los costes laborales unitarios relativos. Los indicadores de excesos de los mercados financieros relacionados con el sector no financiero son la deuda de los hogares y de las empresas no financieras y el crecimiento real del precio de la vivienda. Se incluye un coeficiente agregado de capital principal de nivel 1 sobre activos totales (esto es, el coeficiente de apalancamiento) para los bancos seleccionados de cada país,¹ la tasa de morosidad, y la deuda de las corporaciones financieras para reflejar la exposición al riesgo directo del sector financiero. Las vulnerabilidades que se derivan del sector público se cuantifican con arreglo a tres dimensiones: endeudamiento neto del gobierno, deuda pública bruta y la diferencia entre los rendimientos reales de los bonos soberanos a 10 años y la potencial tasa de crecimiento del PIB real. Cuanto más elevados sean los valores, a excepción del coeficiente de apalancamiento, mayor será la vulnerabilidad. Asimismo, la Tabla 1.A2.1 indica las actuales calificaciones crediticias soberanas emitidas por Standard and Poor's.

La Tabla 1.A2.2 muestra factores de riesgo relativos a las cuentas financieras para la estabilidad financiera en los países de la OCDE y en los países del G-20 ajenos a la OCDE basándose en análisis empíricos anteriores de la OCDE (Ahrend y Goujard, 2012a, 2012b). El análisis muestra que:

- El aumento del endeudamiento (a corto plazo) proporcionado por bancos exteriores, o un sesgo en los pasivos exteriores hacia la deuda, incrementa el riesgo de crisis financiera de forma significativa (la deuda bancaria exterior se define como deuda con un banco extranjero).
- Un aumento de la proporción de la inversión extranjera directa en los pasivos exteriores brutos reduce la posibilidad de una crisis financiera.
- Una reducción en el vencimiento de la deuda bancaria incrementa el riesgo de crisis, fundamentalmente por el incremento de la exposición al contagio financiero.
- El tamaño de las reservas mantenidas en moneda extranjera reduce la probabilidad de una crisis.
- Se concluye que los activos exteriores totales (excluidas las reservas) o los pasivos exteriores totales no afectan al riesgo de crisis en aquellos países que tengan unos niveles reducidos o moderados de activos y pasivos. No obstante, los activos exteriores reducen, y los pasivos exteriores incrementan, el riesgo de crisis cuando estos adquieren un volumen importante.

1. Los cálculos de los coeficientes de apalancamiento de los países se basan en más de 1.200 bancos comerciales, entre los que se incluyen 915 de Estados Unidos, 197 de los países de la OCDE de la zona del euro, 23 del Reino Unido, 11 de Canadá, y 7 de Japón.

La Tabla 1.A2.2 muestra, para cada uno de los 8 indicadores seleccionados: i) la posición de cada país en el 4T2015 (o en base a los últimos datos disponibles) con arreglo a diversas dimensiones de su estructura de cuentas financieras, y ii) la variación específica para cada país, desde 2007 hasta 4T2015 (o en base a los últimos datos disponibles). En el caso de algunas de las variables, deberán interpretarse las cifras con precaución, dado que la relevancia de la variable puede variar en función del país de que se trate. Por ejemplo, las reservas en moneda extranjera de Estados Unidos son las más bajas en relación con el PIB en los países de la OCDE, pero esto no significa una debilidad ya que el dólar estadounidense es una moneda de reserva; lo mismo sucede con las bajas reservas existentes en determinados países de la zona del euro.

Bibliografía

- Ahrend, R., y A. Goujard (2012a), “International Capital Mobility and Financial Fragility – Part 1: Drivers of Systemic Banking Crises: The Role of Bank-Balance-Sheet Contagion and Financial Account Structure”, *Documentos de trabajo del Departamento de asuntos económicos de la OCDE*, N°. 902, OCDE, París.
- Ahrend, R., y A. Goujard (2012b), “International Capital Mobility and Financial Fragility – Part 3: How Do Structural Policies Affect Financial Crisis Risk? Evidence from Past Crises across OECD and Emerging Economies”, *Documentos de trabajo del Departamento de asuntos económicos de la OCDE*, N°. 966, OCDE, París.
- Comisión Europea (2012), *Informe sobre el Mecanismo de Alerta 2013*, Bruselas.
- Hermansen, M. y O. Röhn (2015), “Economic resilience: The usefulness of early warning indicators in OECD countries”, *Documentos de trabajo del Departamento de asuntos económicos de la OCDE*, N°. 1250, OCDE, París. DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/5jrxhgfqx3mv-en>
- Fondo Monetario Internacional (2012), *Informe Global de Sostenibilidad Financiera*, octubre de 2012, Washington, DC.
- Röhn, O., et al. (2015), “Economic resilience: A new set of vulnerability indicators for OECD countries”, *Documentos de trabajo del Departamento de asuntos económicos de la OCDE*, N°. 1249, OCDE, París. DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/5jrxhgjw54r8-en>

Tabla 1.A2.1. Indicators of potential financial vulnerabilities

	Real economy				Non-financial sector		
	Potential GDP growth rate-actual GDP growth rate differential ¹	Actual unemployment rate-NAIRU differential	Current account deficit ^{1,2}	Real effective exchange rate ³	Household gross debt ^{4,5}	Non-financial corporation gross debt ^{2,5}	Real house prices
	2016	2016Q2	2016	% change 2000Q1-16Q2	2015 or latest available	2015 or latest available	% change 2000Q1-16Q2
United States	0.0	-0.1	2.5	-7.6	107.3	116.7	25.8
Japan	-0.5	-0.4	-3.8	-43.0	..	..	-17.2
Germany	-0.7	-0.6	-9.2	-11.2	92.9	69.9	13.1
France	0.0	0.6	1.0	1.5	108.3	104.8	72.6
Italy	-0.9	2.3	-3.0	12.0	76.4	88.5	9.0
United Kingdom	-0.3	-0.4	5.4	-15.7	150.7	129.2	86.8
Canada	0.2	0.5	3.5	23.1	171.9	155.3	113.4
Australia	-0.2	-0.1	3.5	33.7	211.5	90.8	110.2
Austria	-0.5	1.7	-2.7	0.2	93.5	87.8	35.1
Belgium	0.0	0.2	-0.8	3.4	113.5	120.9	53.0
Chile	1.0	0.0	1.4	18.8	85.3	156.2	..
Czech Republic	-0.3	-1.8	-2.3	38.1	68.5	58.7	..
Denmark	0.2	-0.1	-8.8	13.0	292.3	116.1	44.2
Estonia	0.4	-1.7	-0.9	47.3	80.9	98.1	..
Finland	-0.6	1.4	0.7	1.2	130.1	98.2	25.9
Greece	-0.3	6.0	1.0	10.7	115.1	70.5	-12.1
Hungary	0.0	-3.5	-6.8	23.0	47.4	76.5	..
Iceland	-2.6	-1.3	-3.5	-4.4	..	265.8	..
Ireland	-1.5	-2.2	-9.5	-12.3	179.2	309.3	12.5
Israel	-0.1	-0.9	-4.0	-8.0	..	73.9	51.8
Korea	0.4	0.2	-7.1	5.8	169.9	164.5	31.1
Latvia	1.0	-0.5	-0.7	22.0	49.4	96.9	..
Luxembourg	-0.8	0.0	-4.5	22.8	167.3	316.5	..
Mexico	0.6	-0.8	3.5	-18.6	..	70.7	..
Netherlands	-1.0	0.8	-8.1	-1.7	273.5	129.9	5.8
New Zealand	-0.9	-0.4	2.8	49.9	..	..	141.8
Norway ⁶	1.4	1.4	-4.6	31.5	221.7	114.3	95.8
Poland	0.5	-1.5	0.6	-11.1	64.3	60.7	..
Portugal	-1.3	-0.3	-0.1	0.0	135.4	139.7	-22.2
Slovak Republic	-0.7	-0.8	1.4	30.0	68.0	80.4	..
Slovenia	-0.9	0.2	-7.5	-3.0	56.7	79.6	..
Spain	-2.7	4.3	-2.1	5.3	121.8	96.9	30.8
Sweden	-1.0	-0.7	-4.8	-4.0	177.3	124.2	151.7
Switzerland	0.0	0.4	-9.2	32.9	202.5	..	53.3
Turkey	1.2	0.9	4.6	-25.3	..	152.0	..
Brazil	5.0	2.9	1.1	6.2	..	..	..
China	0.1	..	-2.4	97.6	..	..	..
Colombia	1.4	-0.4	4.8	2.4	..	..	84.1
Costa Rica	-0.9	0.3	2.6	-59.9	..	..	..
India	-0.4	..	0.6	-44.7	..	..	..
Indonesia	0.4	..	1.8	-12.9	..	..	..
Lithuania	0.2	-2.6	0.2	19.0	54.0	52.5	..
Russia	1.0	0.2	-3.0	175.9	..	..	..
South Africa	1.9	1.3	4.0	-12.2	..	..	111.8

1. Proyecciones OCDE
2. Porcentaje del PIB
3. Based on unit labour costs.
4. In per cent of gross household disposable income.
5. Gross debt is defined as liabilities less financial derivatives and shares and other equity. Based on consolidated data for most countries
6. in per cent of total (unweighted) assets
7. Rating on sovereign debt in foreign currency
8. Mainland (potential) GDP is used instead of total (potential) GDP where applicable

Fuente: OECD national accounts database; IMF Financial Soundness Indicators database; European Central Bank (ECB); European Commission; OECD Analytical Housing Price database; Standard & Poors; OCDE, base de datos de perspectivas económicas 100 y cálculos OCDE

Tabla 1.A2.1. Indicators of potential financial vulnerabilities (cont.)

Financial sector			Public finance			Sovereign credit rating	
Core Tier-1 leverage ratio ⁶	Non-performing loans to total loans	Financial corporation gross debt ^{2,5}	Headline government budget deficit ^{1,2}	Gross government debt ^{1,2}	Real 10-year sovereign bond yield-potential GDP growth rate differential	S&P ⁷	
Latest available	Latest available	2015 or latest available	2016	2016	2016Q2 or latest available	Latest	
6.3	1.4	338.2	5.0	115.6	-1.1	AA+	United States
4.5	1.5	..	5.2	233.7	-1.8	..	Japan
4.0	2.3	294.7	-0.5	74.7	-2.7	AAA	Germany
3.7	3.9	308.1	3.3	122.7	-1.4	AA	France
5.4	18.1	211.8	2.4	159.3	0.8	BBB-	Italy
4.2	1.0	649.4	3.3	112.5	-1.4	AAA	United Kingdom
3.8	0.6	381.0	2.2	100.4	-0.5	AAA	Canada
4.3	1.0	296.9	2.6	45.4	-0.1	AAA	Australia
6.6	3.2	221.4	1.5	106.0	-2.4	AA+	Austria
4.8	3.4	332.9	3.0	127.0	-1.7	AA	Belgium
..	1.9	218.5	..	..	-2.7	AA-	Chile
..	5.0	131.5	0.2	52.3	-3.1	AA-	Czech Republic
4.4	3.4	380.8	0.7	53.7	-1.4	AAA	Denmark
..	1.0	124.8	-0.4	12.4	..	..	Estonia
4.7	..	224.5	2.7	78.0	-1.6	AA+	Finland
10.9	37.0	188.3	2.0	185.7	9.5	..	Greece
..	10.0	113.8	1.6	97.5	0.2	..	Hungary
..	..	756.7	-16.6	64.4	-1.4	..	Iceland
6.6	15.0	806.9	0.9	91.0	6.0	A+	Ireland
..	1.7	206.1	2.5	62.7	-3.3	A+	Israel
..	0.5	358.8	-1.9	44.2	-3.1	AA-	Korea
..	3.8	154.5	1.0	46.2	-2.2	..	Latvia
..	0.2	7018.6	-1.7	30.7	-3.1	AAA	Luxembourg
..	2.3	69.7	-0.1	..	-0.6	BBB+	Mexico
4.4	2.5	773.3	1.4	76.1	-1.0	AAA	Netherlands
..	..	..	0.2	39.9	-1.7	AA	New Zealand
6.9	1.2	227.8	-3.0	41.7	0.4	AAA	Norway ⁸
..	4.4	98.8	2.4	67.5	-0.5	..	Poland
6.0	12.7	271.2	2.5	151.0	1.6	BB+	Portugal
..	4.8	128.5	2.1	59.2	-2.0	A+	Slovak Republic
..	8.0	119.2	2.4	99.4	-0.5	A-	Slovenia
5.7	5.8	222.6	4.6	118.4	0.7	BBB+	Spain
3.7	1.1	305.0	-0.2	52.9	-3.3	AAA	Sweden
4.9	0.8	..	-1.5	43.1	-1.4	..	Switzerland
..	3.2	127.5	..	..	-2.2	..	Turkey
..	3.8	..	10.2	..	9.2	..	Brazil
..	1.7	..	1.8	..	-3.9	..	China
..	3.2	..	3.3	..	1.5	..	Colombia
..	1.6	..	..	..	..	..	Costa Rica
..	7.6	..	7.1	..	-2.2	..	India
..	3.0	..	2.6	..	1.7	..	Indonesia
..	5.5	86.5	0.7	54.0	-1.5	..	Lithuania
..	9.7	..	3.5	..	..	..	Russia
..	3.2	..	3.7	..	5.3	..	South Africa

1. Proyecciones OCDE
2. Porcentaje del PIB
3. Based on unit labour costs.
4. In per cent of gross household disposable income.
5. Gross debt is defined as liabilities less financial derivatives and shares and other equity. Based on consolidated data for most countries
6. in per cent of total (unweighted) assets
7. Rating on sovereign debt in foreign currency
8. Mainland (potential) GDP is used instead of total (potential) GDP where applicable

Fuente: OECD national accounts database; IMF Financial Soundness Indicators database; European Central Bank (ECB); European Commission; OECD Analytical Housing Price database; Standard & Poors; OCDE, base de datos de perspectivas económicas 100 y cálculos OCDE

Tabla 1.A2.2. **Financial-accounts related risk factors to financial stability**

Latest available (in per cent)

	External debt ¹	External bank debt ²	Short-term external bank debt ²	Short-term external bank debt ³	External liabilities ²	External assets ²	Foreign exchange reserves ²	FDI liabilities ¹
	Higher values indicate higher financial stability risk					Higher values indicate lower financial stability risk		
United States	50.0	15.0	5.6	37.3	176.2	132.6	0.7	21.3
Japan	57.7	21.4	17.4	81.5	122.8	191.2	29.3	4.0
Germany	59.9	29.9	15.3	51.2	213.0	261.8	1.9	19.2
France	62.3	56.5	31.7	56.0	318.0	298.7	2.3	13.4
Italy	71.8	24.7	10.6	42.9	162.8	143.8	2.6	15.5
United Kingdom	51.0	61.3	40.7	66.3	539.0	536.2	4.7	11.6
Canada	51.8	25.8	10.1	39.1	187.1	194.5	5.4	33.8
Australia	53.4	24.9	8.0	31.9	191.6	132.5	4.0	25.7
Austria	62.3	42.8	12.0	28.0	255.9	258.8	3.5	31.2
Belgium	44.3	42.8	18.6	43.6	431.2	485.7	3.4	49.1
Chile	28.5	20.6	10.4	50.6	154.9	134.2	16.3	63.7
Czech Republic	40.9	22.2	6.2	27.8	130.0	103.6	38.0	55.3
Denmark	55.2	58.9	34.9	59.2	251.2	292.3	21.2	17.9
Estonia	42.6	5.3	2.4	45.5	176.6	137.5	2.0	55.2
Finland	57.1	43.6	14.5	33.3	336.7	338.6	3.8	15.0
Greece	90.3	24.6	11.6	47.1	265.5	134.2	1.5	5.3
Hungary	24.6	21.2	6.5	30.7	288.2	231.4	22.0	71.5
Iceland	45.0	36.2	6.2	17.1	172.7	171.7	29.1	52.3
Ireland	28.6	108.0	45.5	42.1	1944.7	1748.6	0.7	24.0
Israel	28.6	5.1	2.7	52.3	86.5	113.3	30.4	39.1
Korea	39.4	11.5	6.9	60.2	68.6	85.3	26.1	18.8
Latvia	69.1	8.5	3.7	42.9	193.1	133.9	11.6	29.5
Luxembourg	19.7	831.4	259.2	31.2	18494.1	18519.1	1.6	44.5
Mexico	48.2	11.8	4.1	34.4	93.7	55.2	16.5	38.0
Netherlands	34.3	99.3	40.3	40.6	1062.3	1136.8	2.1	52.8
New Zealand	54.9	19.8	7.7	38.6	157.2	93.4	8.9	28.7
Norway	65.2	35.9	12.9	35.9	200.1	381.8	14.8	25.1
Poland	48.3	22.7	6.2	27.4	109.0	48.2	19.3	43.2
Portugal	68.1	32.0	12.1	37.8	281.9	178.9	3.4	25.3
Slovak Republic	50.2	28.6	11.7	41.0	132.3	68.0	2.0	48.9
Slovenia	72.9	17.5	4.5	25.7	140.0	103.2	1.6	24.9
Spain	61.2	30.5	12.2	40.1	238.5	152.8	3.9	24.4
Sweden	52.5	46.2	21.6	46.8	275.0	283.9	10.5	27.2
Switzerland	34.8	61.3	41.7	68.1	542.0	657.9	94.4	35.6
Turkey	67.2	29.3	15.5	52.9	88.0	32.5	13.7	25.0
Argentina	52.4	2.4	1.5	63.5	34.9	43.2	3.7	41.7
Brazil	33.3	11.7	6.2	52.6	81.9	44.4	20.6	52.5
China	24.7	6.5	4.6	69.6	41.6	56.6	28.9	62.6
Colombia	40.6	12.5	6.0	48.0	103.4	54.6	16.3	54.0
Costa Rica	35.1	20.3	6.6	32.3	93.4	46.8	14.2	64.8
India	52.2	8.6	4.7	55.0	42.2	25.5	16.0	32.2
Indonesia	46.7	12.7	6.2	48.7	67.0	24.6	12.0	38.6
Lithuania	65.1	9.6	2.7	28.3	111.3	65.0	5.3	33.9
Russia	45.5	7.9	2.6	33.0	62.7	88.6	24.2	41.1
Saudi Arabia	17.5	11.1	6.6	59.4	44.3	152.0	94.4	77.4
South Africa	29.0	11.4	4.6	40.4	112.2	125.1	13.2	35.5

1. As per cent of external liabilities
2. Porcentaje del PIB
3. As per cent of external bank debt

Fuente: Bank for International Settlements (BIS); International Monetary fund (IMF); World Bank and cálculos OCDE

Tabla 1.A2.2. **Financial-accounts related risk factors to financial stability** (cont.)

Change from 2007 (in percentage points)

External debt ¹	External bank debt ²	Short-term external bank debt ²	Short-term external bank debt ³	External liabilities ²	External assets ²	Foreign exchange reserves ²	FDI liabilities ¹	
Positive values indicate an increase in the financial stability risk					Positive values indicate a decrease in the financial stability risk			
-5.1	-5.5	-3.2	-5.5	21.7	-12.9	0.1	2.5	United States
2.8	8.3	8.3	11.7	49.3	66.6	7.2	-0.4	Japan
-9.1	-20.3	-12.6	-4.4	-1.7	25.8	0.4	1.4	Germany
2.3	-10.8	-11.9	-8.7	15.7	6.0	0.3	0.3	France
0.3	-26.5	-7.8	7.0	3.9	11.9	1.1	0.6	Italy
-11.8	-50.9	-43.2	-8.4	-14.0	-7.4	3.0	1.9	United Kingdom
17.2	2.6	-4.5	-23.8	14.2	35.7	2.3	-13.2	Canada
5.3	-7.0	-4.2	-6.2	9.1	15.0	1.1	-1.3	Australia
-1.2	-29.2	-14.7	-9.1	-67.4	-53.4	0.4	4.6	Austria
-17.6	-72.2	-70.2	-33.7	-86.3	-63.6	1.0	15.1	Belgium
-3.9	2.4	0.9	-2.0	53.7	32.5	5.9	3.1	Chile
7.3	-0.5	-2.7	-11.3	18.8	37.0	18.3	-2.2	Czech Republic
-12.6	-12.3	-1.9	7.5	-1.1	46.5	10.4	-3.4	Denmark
-6.7	-99.3	-21.6	22.6	-31.2	13.3	-14.0	10.3	Estonia
17.7	3.6	1.9	1.7	53.9	86.9	0.8	-3.9	Finland
16.8	-34.5	-5.4	18.4	59.0	35.4	1.2	-3.6	Greece
-6.8	-43.0	-11.4	2.8	-25.9	17.5	3.7	7.5	Hungary
-34.3	-258.3	-121.3	-26.2	-566.5	-446.7	15.3	37.3	Iceland
-24.9	-161.3	-105.1	-13.8	518.9	343.7	0.4	9.6	Ireland
-16.2	-3.4	-1.3	6.3	-32.0	-4.6	13.4	14.0	Israel
-3.4	-5.4	-3.5	-1.5	-4.0	30.1	1.8	3.2	Korea
-5.7	-72.1	-29.8	1.4	13.8	39.4	-8.9	5.3	Latvia
-10.0	-309.6	-241.6	-12.7	5177.8	5224.1	1.3	20.3	Luxembourg
15.6	3.9	1.7	4.1	25.0	25.4	7.8	-7.0	Mexico
-6.2	-35.9	-26.9	-9.1	89.7	181.7	0.6	4.8	Netherlands
-3.5	-5.6	-5.2	-12.2	-22.6	-1.1	-5.1	-3.8	New Zealand
1.3	-25.6	-27.6	-30.0	-24.8	94.6	-1.9	5.3	Norway
2.7	-1.7	0.2	2.6	3.0	4.5	2.9	-2.7	Poland
-1.8	-43.0	-15.7	0.7	-23.0	-24.8	2.6	6.2	Portugal
9.2	-3.2	-0.5	2.4	-1.0	2.0	-24.1	-8.5	Slovak Republic
1.3	-30.9	-8.6	-1.3	-2.7	-14.4	-0.6	-0.2	Slovenia
-1.4	-28.9	-6.7	8.3	3.2	9.0	3.0	2.6	Spain
2.9	-7.8	-10.7	-13.1	-7.6	0.1	4.6	-4.8	Sweden
-15.6	-111.3	-83.5	-4.5	-48.5	-75.9	84.2	15.1	Switzerland
12.5	10.4	7.1	8.6	4.9	3.3	1.0	-7.0	Turkey
-1.7	-5.5	-2.4	13.2	-31.0	-35.7	-13.4	2.4	Argentina
9.2	4.1	2.6	5.5	10.3	12.7	6.2	17.7	Brazil
-7.5	0.6	1.3	14.4	3.5	-18.6	-18.7	5.3	China
-3.9	5.3	1.7	-11.4	47.0	24.0	5.1	0.1	Colombia
-4.9	-4.5	-4.7	-12.9	18.3	4.9	-2.3	4.8	Costa Rica
2.6	-2.9	-1.3	2.9	1.1	-8.1	-10.8	6.5	India
-6.4	2.0	0.5	-4.4	5.7	1.2	-0.3	6.9	Indonesia
2.5	-33.9	-9.3	0.7	-12.2	7.0	-16.0	-1.7	Lithuania
9.9	-5.3	-3.7	-14.8	-40.6	-2.3	-14.6	1.6	Russia
-19.0	2.0	0.9	-3.0	13.7	20.7	13.3	13.8	Saudi Arabia
9.2	-0.1	-0.6	-4.7	-1.5	44.9	2.5	-5.8	South Africa

1. As per cent of external liabilities

2. Porcentaje del PIB

3. As per cent of external bank debt

Fuente: Bank for International Settlements (BIS); International Monetary fund (IMF); World Bank and cálculos OCDE