

Situación y perspectivas de la economía mundial a principios de 2018

Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales



5 de abril de 2018

Tras dos años consecutivos de ralentización de la actividad global, en 2017 se produjo un repunte en el crecimiento del PIB mundial, mayor que el esperado a principios de año y generalizado entre las economías avanzadas y emergentes. Por su parte, la inflación aumentó moderadamente en 2017, debido en gran medida a las elevaciones de los precios de las materias primas, pero el componente subyacente se mantuvo más estable y alejado de los objetivos de los bancos centrales.

Las perspectivas para 2018 apuntan a una continuidad de estas tendencias globales. En este artículo se analizan con detalle algunos de los factores que condicionarán esta evolución. En primer lugar, diversos factores (recuperación cíclica, avance en el desapalancamiento, cambios fiscales, repunte de los salarios) apuntan al mantenimiento en el corto plazo del dinamismo de la inversión registrado en las economías avanzadas en 2017, pero en un horizonte más dilatado el mantenimiento de esta fortaleza dependerá de la evolución de los tipos de interés reales, de factores tecnológicos y de la resistencia a las amenazas proteccionistas. En segundo lugar, el esperado cambio en la combinación de políticas macroeconómicas en Estados Unidos y en otros países avanzados hacia una política fiscal más expansiva y una política monetaria menos laxa puede elevar el crecimiento en el corto plazo, pero, si no se gradúan adecuadamente, podrían generar episodios de inestabilidad en los mercados financieros internacionales. Finalmente, las condiciones financieras globales siguen siendo favorables. Sin embargo, las turbulencias en las bolsas de Estados Unidos registradas al comienzo de 2018, que se extendieron rápidamente y con intensidad a otros mercados bursátiles, parecen apuntar a unas condiciones financieras globales menos favorables a futuro y, al mismo tiempo, alertan sobre los riesgos asociados a un ajuste brusco en los mercados financieros internacionales.

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

Introducción

Tras dos años consecutivos de ralentización de la actividad global, en 2017 se produjo un repunte en el crecimiento del PIB mundial. Esta reactivación fue superior a la esperada a principios de año y generalizada entre las economías avanzadas y emergentes. En el caso de las economías avanzadas destacó el buen comportamiento de la inversión empresarial, que, tras un escaso dinamismo en años anteriores, dio síntomas de mayor fortaleza y arrastró consigo al comercio mundial. De hecho, el posible aumento del proteccionismo y su impacto sobre la evolución del comercio internacional era uno de los principales riesgos a la baja que se identificaban en el informe del año pasado y no se materializó, si bien los temores a un escenario de este tipo han resurgido a raíz de las medidas arancelarias aprobadas recientemente por la administración de Estados Unidos. Entre los países emergentes, la salida de la recesión de grandes economías como Brasil o Rusia se configuró como la circunstancia más notable. Además, en China, otro de los focos de riesgo debido a su elevado endeudamiento, las autoridades llevaron a cabo una combinación de políticas monetaria, fiscal y macroprudencial que permitió estabilizar su situación.

La inflación aumentó moderadamente en 2017, como consecuencia del incremento registrado en las economías avanzadas, frente al ligero descenso observado en las emergentes. No obstante, ese avance de la inflación se debió en gran medida a las elevaciones de los precios de las materias primas, mientras que el componente subyacente se mantuvo más estable y alejado de los objetivos de los bancos centrales.

Las perspectivas para 2018 apuntan a una continuidad de estas tendencias globales, con un nuevo repunte del crecimiento mundial y un lento avance de la inflación. En este informe se analizan con detalle algunos de los factores que condicionarán esta evolución. Uno de ellos se refiere al carácter transitorio o permanente del mayor dinamismo de la inversión en las economías avanzadas en 2017, que no solo es importante para determinar la intensidad de la recuperación, sino también porque el modesto empuje de esta variable tras la crisis financiera global es uno de los factores que lastran el crecimiento potencial de estas economías. Otro foco de atención del informe es el esperado cambio en la combinación de políticas macroeconómicas en Estados Unidos y otros países avanzados hacia una política fiscal más expansiva y una política monetaria menos laxa, y el impacto que ello puede tener tanto sobre la evolución macroeconómica de esos países como a escala global, y los riesgos que puede generar. El tercer foco de análisis son las favorables condiciones que prevalecieron en los mercados financieros internacionales durante 2017, proporcionando un soporte importante al crecimiento global, a pesar del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos; el año 2018 ha arrancado, sin embargo, con turbulencias en las bolsas de Estados Unidos, que se han extendido rápidamente y con intensidad a otros mercados bursátiles, lo que, por una parte, parece apuntar a unas condiciones financieras globales menos favorables a futuro y, por otra, alerta sobre los riesgos asociados a un ajuste brusco en los mercados financieros internacionales.

Como se ha señalado, aunque las perspectivas económicas globales a corto plazo son positivas, existen riesgos no desdeñables. El cambio en la combinación de políticas económicas en Estados Unidos puede elevar el crecimiento en el corto plazo, pero, si no se gradúa adecuadamente, podría recalentar la economía y llevar a una normalización más

rápida de la política monetaria y a ajustes sustanciales en los mercados financieros internacionales, en un contexto de endeudamiento elevado —privado y/o público— en muchas economías. Además, el riesgo de un mayor proteccionismo es cada vez más real, con implicaciones adversas para la asignación de los recursos a escala global. Todo ello mientras persisten las perspectivas de bajo crecimiento en el medio y largo plazo, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes.

La economía mundial en 2017

EVOLUCIÓN ECONÓMICA GLOBAL

En 2017, la economía mundial creció un 3,7 %, 0,5 puntos porcentuales (pp) más que en 2016 (véase cuadro 1) y tres décimas por encima de lo esperado a principios de año por el FMI (véase gráfico 1). Este mayor dinamismo de la actividad global se observó tanto en las economías desarrolladas, donde el crecimiento del PIB se incrementó en seis décimas (del 1,7 % al 2,3 %), como en las economías emergentes, donde se produjo un repunte (del 4,4 % al 4,7 %), apoyado en la resistencia de las economías asiáticas —incluida China, que elevó su crecimiento— y en la salida de la recesión de algunos países. El tono de las políticas económicas siguió siendo expansivo, a pesar de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos y de su inicio en el Reino Unido.

Los inversores se siguieron moviendo en un entorno de búsqueda de rentabilidades y elevado apetito por el riesgo, lo que se materializó en subidas continuadas de los precios de numerosos activos financieros y en una volatilidad muy baja, que alcanzó mínimos a finales de 2017. Los principales índices bursátiles, tanto de las economías desarrolladas como de las emergentes, aumentaron y superaron sus máximos históricos en algunos casos, como en Estados Unidos (véase gráfico 2); los diferenciales de deuda soberana de las economías emergentes y los de deuda corporativa de peor calificación crediticia se comprimieron adicionalmente; y se registraron importantes entradas de capitales en las economías emergentes. El dólar se depreció frente a la mayoría de las monedas, en especial las de aquellos países con los que Estados Unidos mantiene un déficit comercial mayor. La holgura de las condiciones financieras contribuyó a una mejoría casi generalizada en la confianza de hogares y empresas, y al repunte de la inversión, el empleo y el comercio.

Como se apuntaba en la introducción, en febrero de 2018 se produjo un aumento brusco de la volatilidad medida por el VIX (índice de volatilidad implícita sobre el S&P), a raíz de la publicación de unos datos de crecimiento salarial en Estados Unidos por encima de lo esperado. Este episodio provocó importantes caídas bursátiles en la mayor parte de las economías, aumentos moderados de los tipos a largo plazo de la deuda pública y frenó el debilitamiento del dólar. No obstante, no afectó a las primas de riesgo ni al tono general de las condiciones financieras.

El aumento de la demanda global en 2017 se dejó notar en los precios de las materias primas, que experimentaron un aumento promedio del 6,5 % durante el año (véase gráfico 3). El precio de los metales subió un 25 %, apoyado también por algunas restricciones de oferta, compensando con creces el impacto moderador de las buenas cosechas sobre el precio de los alimentos. Por su parte, el precio del barril de petróleo *Brent* se incrementó un 21 % en el conjunto del año, aunque con una evolución diferenciada a lo largo de este: inicialmente, el precio disminuyó de 55 dólares/barril a 45, ya que el aumento de la oferta de *shale oil* americano compensó los recortes acordados de la OPEP con otros productores; sin embargo, a partir del verano, los precios se orientaron al alza, aumentando más de un 30 %, hasta sobrepasar los 70 dólares/barril a principios de 2018. Esta subida fue consecuencia de que a la mayor demanda se sumó la extensión de los recortes de producción de la OPEP y de otros países productores hasta finales de 2018, y de algunas tensiones por el lado de la oferta (véase gráfico 3); los mercados de futuros descuentan

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS (a)

CUADRO 1

	2014	2015	2016	2017	2016				2017			
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Estados Unidos												
Producto interior bruto	2,6	2,9	1,5	2,3	1,4	1,2	1,5	1,8	2,0	2,2	2,3	2,5
Índice de precios de consumo (b)	1,6	0,1	1,3	2,1	1,1	1,0	1,1	1,8	2,5	1,9	2,0	2,1
Balanza por cuenta corriente	-2,1	-2,4	-2,4	—	-2,6	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4	-2,6	-2,1	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-4,5	-4,0	-4,6	—	-4,7	-4,7	-4,5	-4,6	-4,4	-4,4	-4,1	—
Deuda pública bruta (c)	124,6	126,8	127,7	—	128,4	127,3	127,1	127,7	126,7	125,7	124,9	—
Tasa de paro	5,6	5,0	4,7	4,1	5,0	4,9	5,0	4,7	4,5	4,3	4,2	4,1
Zona del euro												
Producto interior bruto	1,4	2,0	1,8	2,5	1,7	1,8	1,7	1,9	2,1	2,4	2,8	2,7
Índice de precios de consumo (b)	0,4	0,0	0,2	1,5	0,0	-0,1	0,3	0,7	1,8	1,5	1,5	1,4
Balanza por cuenta corriente	2,5	3,4	3,7	3,8	2,6	3,6	3,7	4,6	2,8	2,7	5,0	4,6
Saldo de las Administraciones Públicas	-2,7	-2,2	-1,6	—								
Deuda pública bruta	91,9	90,0	89,0	87,4								
Tasa de paro	11,3	10,5	9,7	8,7	10,2	10,1	9,9	9,7	9,4	9,1	8,9	8,7
Reino Unido												
Producto interior bruto	3,1	2,3	1,9	1,8	1,9	1,8	2,0	2,0	2,1	1,9	1,8	1,5
Índice de precios de consumo (b)	1,5	0,0	0,7	2,7	0,4	0,4	0,7	1,2	2,1	2,7	2,8	3,0
Balanza por cuenta corriente	-5,3	-5,2	-5,8	—	-6,2	-5,6	-6,8	-4,6	-4,3	-5,1	-4,5	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-5,4	-4,3	-3,0	—	-4,0	-3,7	-3,4	-2,9	-2,4	-2,4	-2,1	—
Deuda pública bruta	91,6	101,3	101,9	108,2	86,7	88,1	87,2	88,2	86,7	86,6	86,3	—
Tasa de paro	5,7	5,1	4,8	4,4	5,1	4,9	4,8	4,8	4,6	4,4	4,3	4,4
Japón												
Producto interior bruto	0,4	1,4	0,9	1,7	0,6	0,7	0,9	1,5	1,4	1,5	1,9	2,0
Índice de precios de consumo (b)	2,8	0,8	-0,1	0,5	0,0	-0,3	-0,5	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6
Balanza por cuenta corriente	0,8	3,0	3,7	4,0	3,3	3,4	3,5	3,7	3,7	3,7	3,9	4,0
Saldo de las Administraciones Públicas	-4,5	-3,3	-2,3	0,0	-3,0	-2,6	-2,4	-2,3	-2,6	-2,7	-3,2	0,0
Deuda pública bruta	214,5	214,7	217,7	221,0	215,4	216,2	217,0	217,7	218,7	219,6	220,3	221,0
Tasa de paro	3,4	3,3	3,1	2,8	3,2	3,1	3,0	3,1	2,8	2,8	2,8	2,8
China												
Producto interior bruto	7,3	6,9	6,7	6,9	6,7	6,7	6,7	6,8	6,9	6,9	6,8	6,8
Índice de precios de consumo (b)	2,0	1,4	2,0	1,5	2,1	2,1	1,7	2,2	1,4	1,4	1,6	1,8
Balanza por cuenta corriente	2,3	2,8	1,8	1,4	2,5	2,4	2,4	1,7	1,5	1,3	1,0	1,4
Saldo de las Administraciones Públicas	-1,8	-3,4	-3,8	-3,7	-3,7	-4,1	-4,4	-3,8	-4,0	-4,3	-3,9	-3,7
Deuda pública bruta	39,9	41,1	44,3	47,6								
Asia emergente (excluida China) (d)												
Producto interior bruto	5,4	5,7	5,8	—	6,4	6,0	5,4	5,4	5,0	5,0	5,5	—
Índice de precios de consumo (b)	5,2	3,8	3,5	3,0	3,7	3,8	3,5	2,9	3,1	2,5	2,8	3,5
Balanza por cuenta corriente	0,5	1,2	1,6	—	1,5	1,6	1,7	1,6	1,5	1,0	1,0	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-2,5	-2,1	-2,4	—	-2,7	-2,8	-2,7	-2,2	-2,0	-2,4	-2,0	—
Deuda pública bruta	52,1	53,5	53,6	53,2								
América Latina (e)												
Producto interior bruto	1,1	0,4	-0,3	—	-0,5	-0,3	-0,4	0,1	1,2	1,3	1,8	—
Índice de precios de consumo (b)	4,9	5,9	6,0	4,3	6,7	6,2	6,0	5,2	4,7	4,4	4,0	4,1
Balanza por cuenta corriente	-94,6	-105,3	-78,6	—	-107,3	-118,0	-104,1	-78,6	-110,3	-110,1	-93,0	—
Saldo de las Administraciones Públicas	732,9	752,7	739,8	—	-435,0	-177,3	-663,5	-585,8	-154,3	-772,9	-339,8	—
Deuda pública bruta	51,9	57,1	58,6	59,9								

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

- a PIB e inflación se muestran en tasa de variación interanual; balanza por cuenta corriente, saldo de las Administraciones Públicas y deuda pública bruta se muestran en porcentaje del PIB.
- b IPC trimestral se corresponde con la media del trimestre.
- c Pasivos del Gobierno federal y los Gobiernos estatales y locales, incluyendo los compromisos de pago de pensiones a los empleados públicos. Obtenido de las cuentas financieras publicadas por la Reserva Federal.
- d Asia emergente incluye: China, India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Hong Kong y Singapur.
- e América Latina: Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Perú y Chile. Se excluyen Argentina y Venezuela para el agregado del IPC, y Venezuela para el agregado del saldo de las Administraciones Públicas.

	2014	2015	2016	2017	2016				2017			
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Europa del Este (f)												
Producto interior bruto	3,0	4,0	3,2	—	3,1	3,9	2,8	3,0	4,3	4,2	5,3	—
Índice de precios de consumo (b)	0,3	-0,4	-0,2	1,7	-0,5	-0,7	-0,2	0,5	1,6	1,5	1,6	2,1
Balanza por cuenta corriente	-0,7	0,3	0,5	—	0,0	0,5	0,7	0,8	0,7	0,4	0,5	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-3,0	-1,9	-1,8	—								
Deuda pública bruta	50,0	50,9	50,1	49,6								
Pro memoria: Crecimiento del PIB (a) (g)												
Global	3,6	3,4	3,2	3,7	3,3	3,3	3,1	3,4	3,6	3,7	4,0	—
Economías avanzadas	2,1	2,2	1,7	2,3	1,5	1,6	1,6	1,9	2,1	2,3	2,5	—
Economías emergentes	4,7	4,3	4,4	4,7	5,0	4,9	4,5	4,8	5,0	5,1	5,4	—
Pro memoria: Inflación (a) (g)												
Global	3,2	2,8	2,8	3,1	2,3	2,5	2,5	2,8	2,5	2,2	2,2	—
Economías avanzadas	1,4	0,3	0,8	1,7	0,6	0,5	0,7	1,2	1,9	1,6	1,6	1,7
Economías emergentes	4,7	4,7	4,3	3,9	3,8	4,2	4,2	4,3	3,0	2,7	2,7	—

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

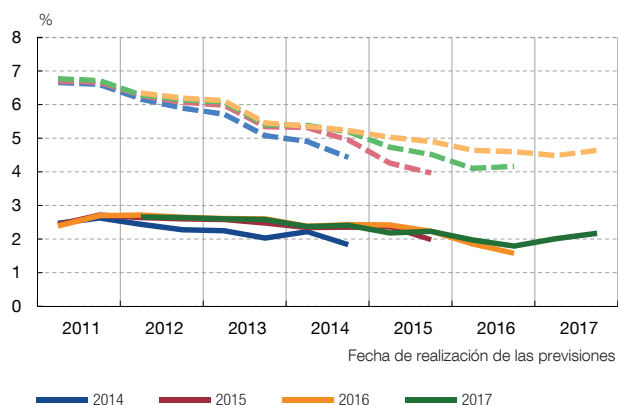
- a PIB e inflación se muestran en tasa de variación interanual; balanza por cuenta corriente, saldo de las Administraciones Públicas y deuda pública bruta se muestran en porcentaje del PIB.
- b IPC trimestral se corresponde con la media del trimestre.
- c Pasivos del Gobierno federal y los Gobiernos estatales y locales, incluyendo los compromisos de pago de pensiones a los empleados públicos. Obtenido de las cuentas financieras publicadas por la Reserva Federal.
- d Asia emergente incluye: China, India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Hong Kong y Singapur.
- e América Latina: Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Perú y Chile. Se excluyen Argentina y Venezuela para el agregado del IPC, y Venezuela para el agregado del saldo de las Administraciones Públicas.
- f Europa del Este: Polonia, República Checa, Rumanía, Hungría, Bulgaria y Croacia.
- g Los datos anuales reflejan las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional disponibles públicamente a la fecha de cierre de este artículo. Los datos trimestrales se calculan sobre una muestra de 41 economías (17 avanzadas y 24 emergentes), que representan casi el 90 % del PIB mundial, ponderadas según su peso en paridad de poder adquisitivo. Todas las economías a las que se hace referencia en las notas d, e y f están incluidas en la muestra.

precios similares a los actuales. Aunque el repunte de las materias primas llevó a un cierto incremento de la inflación general en las economías avanzadas, la ausencia de presiones inflacionistas siguió siendo la norma a escala global (véase gráfico 1).

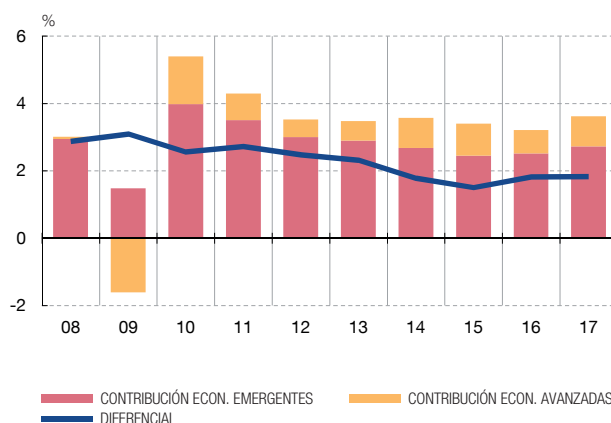
El contexto de recuperación económica contribuyó a la aceleración del comercio mundial, que, tras crecer un 2,5 % en 2016, avanzó un 4,7 % en 2017, de forma que la elasticidad aparente del comercio con respecto al PIB mundial se elevó hasta el 1,3 —todavía por debajo del promedio histórico—. A principios de 2017, el repunte del comercio mundial se apoyó en el dinamismo del comercio intrarregional asiático, que, a su vez, se vio favorecido por los estímulos fiscales al crecimiento en la economía china. A partir del verano, el repunte del comercio vino impulsado por el aumento de las importaciones de las economías avanzadas, y en particular del área del euro, alentadas por la recuperación de la inversión. Ya en los primeros meses de 2018, los riesgos de un aumento del proteccionismo en Estados Unidos, que se habían mantenido algo atenuadas en 2017 al hilo de la negociación del NAFTA, han vuelto a tomar vigor a raíz de las subidas arancelarias anunciadas por la administración de Estados Unidos sobre determinados productos, especialmente provenientes de China, y sobre las que las autoridades de los países afectados están aún definiendo su respuesta. Estas medidas, que llevaron de hecho a un segundo episodio de turbulencias en los mercados en marzo de este año, podrían derivar en una guerra comercial, que afectaría al comercio internacional y podría truncar el repunte global de la actividad.

Por último, los desequilibrios exteriores globales, calculados mediante los flujos de cuenta corriente, se redujeron ligeramente (véase gráfico 4). Actualmente estos desequilibrios

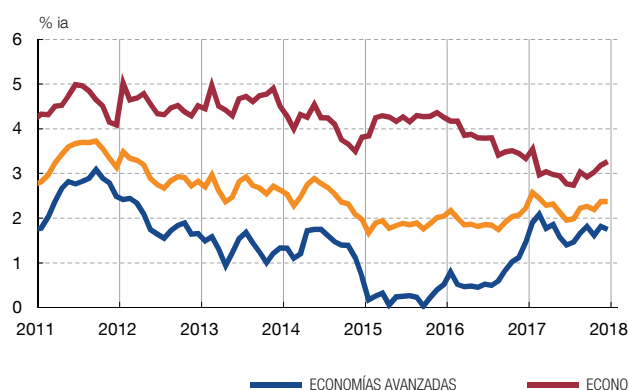
1 PREVISIONES CRECIMIENTO PIB (a)



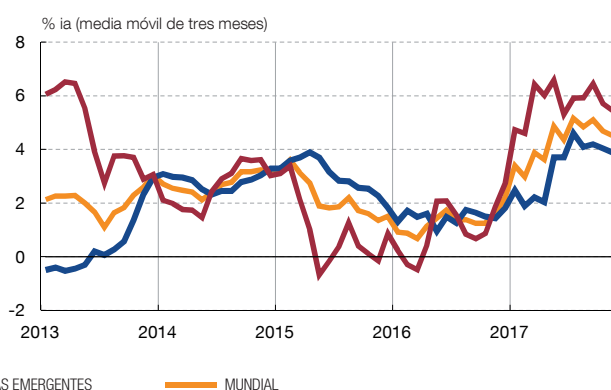
2 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL DE ECONOMÍAS AVANZADAS Y EMERGENTES, Y DIFERENCIAL



3 IPC GENERAL



4 VOLUMEN DE COMERCIO DE BIENES (b)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Datastream.

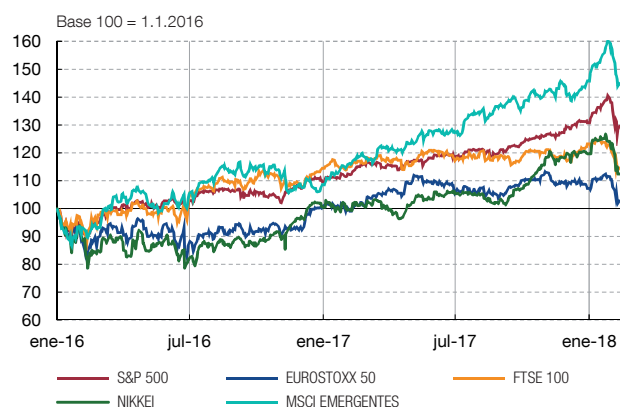
a Líneas continuas: economías avanzadas. Líneas discontinuas: economías emergentes.
 b Media de las exportaciones e importaciones.

se concentran en las economías avanzadas, donde persisten elevados superávits en algunos países del área del euro (Alemania, Holanda) e importantes déficits en Estados Unidos y Reino Unido. La persistencia de las situaciones deficitarias y con superávit hace que los desequilibrios medidos en términos de la posición de inversión internacional neta hayan continuado aumentando, apoyados también en efectos de valoración asociados, entre otras, al comportamiento diferencial de los mercados de renta variable en las distintas economías.

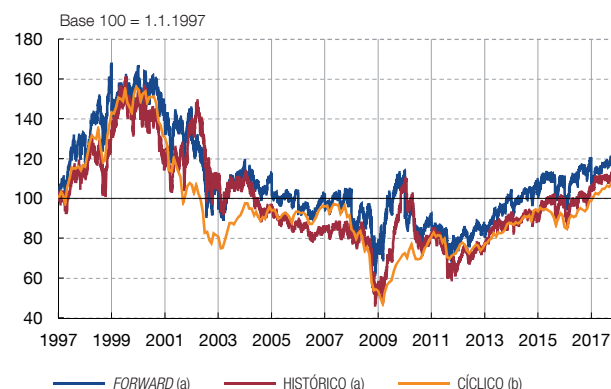
LAS ECONOMÍAS AVANZADAS

En las economías avanzadas, el consumo privado siguió siendo el principal motor del crecimiento en 2017 (véase gráfico 5), al que se sumó la inversión (véase la sección en la que se cuestiona la recuperación de la inversión en las economías avanzadas), dando lugar a un mayor dinamismo del gasto agregado. Dentro de este grupo de economías, la de Estados Unidos mostró una notable aceleración —del 1,5 % en 2016 al 2,3 %—, en línea con lo esperado a principios de año. La actividad económica también se aceleró —más de lo previsto— en el área del euro, alcanzando un crecimiento del 2,4 %, apoyada en las exportaciones, y en Japón, donde el PIB creció un 1,6 %. La excepción a esta tendencia de mejora entre las grandes economías avanzadas fue el Reino Unido, donde el crecimiento pasó del 1,9 % al 1,7 %, por los efectos de la depreciación de la libra sobre el poder adquisitivo de los hogares, que compensó sobradamente el mayor dinamismo de las exportaciones y de la inversión empresarial.

1 ÍNDICES BURSÁTILES



2 ESTADOS UNIDOS: EVOLUCIÓN PER



3 TIPOS DE INTERÉS BONOS A DIEZ AÑOS



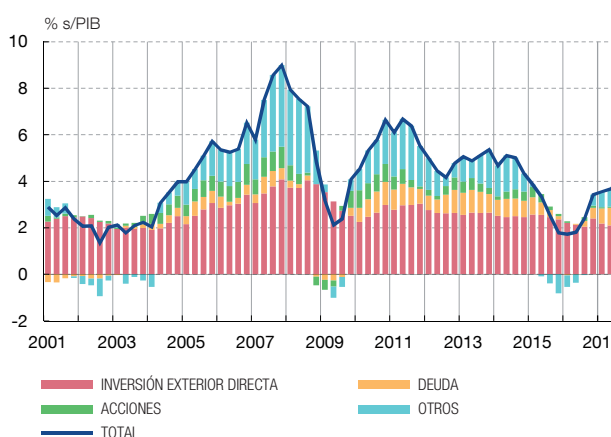
4 TIPOS DE CAMBIO DEL DÓLAR (c)



5 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS



6 FLUJOS BRUTOS DE CAPITALES A EMERGENTES (% DEL PIB)



FUENTES: Datastream, Bloomberg e Institute of International Finance.

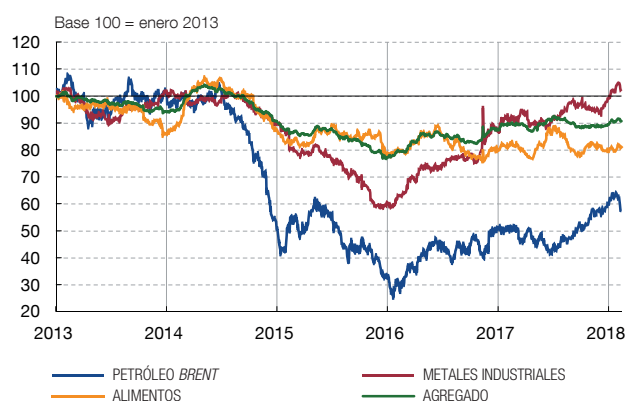
a PER del índice S&P 500.

b PER ajustado al ciclo (CAPE).

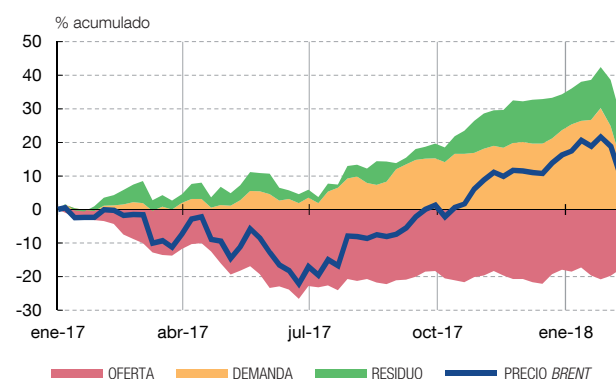
c Un aumento (disminución) significa una depreciación (apreciación) del dólar frente al resto de monedas.

Como ya se ha señalado, las tasas de inflación se mantuvieron, en general, bastante contenidas, marcadas por el perfil de los precios de la energía (véase gráfico 5). Así, en Estados Unidos la tasa de variación del IPC pasó del 2,7 % a principios de año al 1,6 % en junio, para repuntar al 2 % a finales de año; en el área del euro se redujo del 2 % al 1,3 %-1,5 %, donde ha permanecido en los últimos meses; y en Japón se mantuvo casi todo el año al-

1 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



2 DESCOMPOSICIÓN DE LA EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO

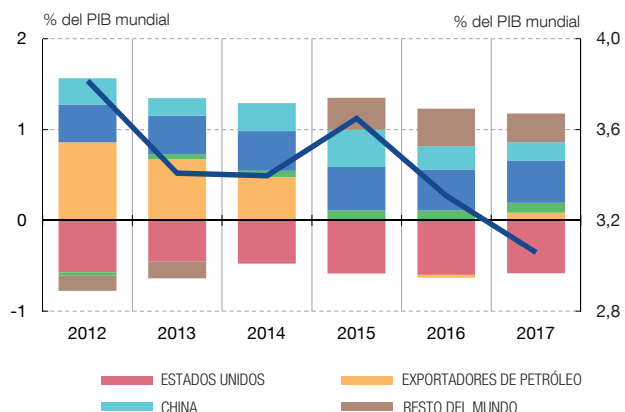


FUENTES: Datastream, OPEP, Oil Price Dynamics Report (NY Fed).

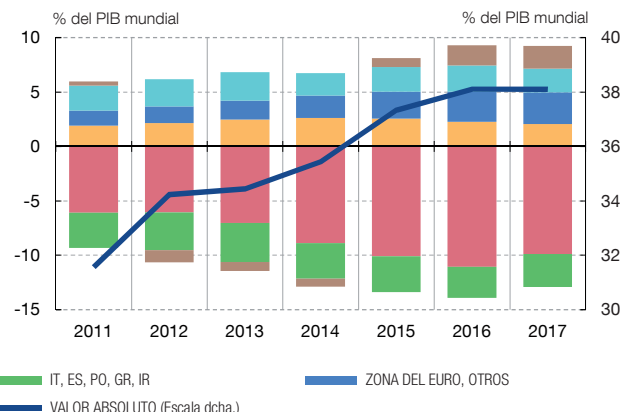
DESEQUILIBRIOS GLOBALES Y FLUJOS DE CAPITALES

GRÁFICO 4

1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



2 POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA POR ÁREAS

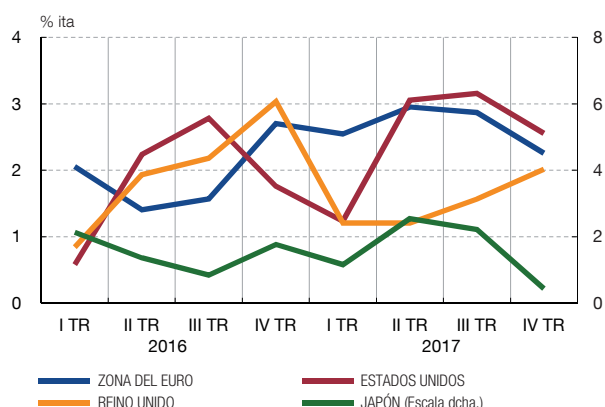


FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, estadísticas nacionales, EPFR Global, Bloomberg y Thomson Reuters Datastream.

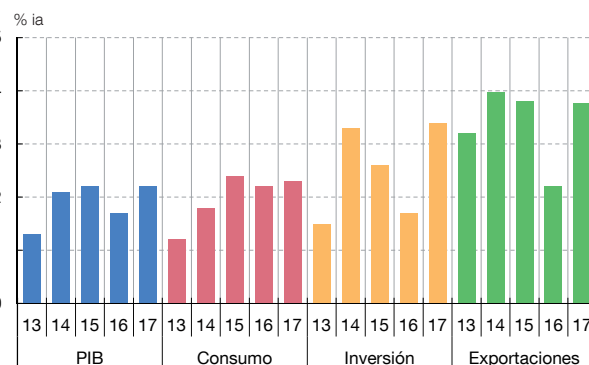
rededor del 0,4 %, para aumentar recientemente hasta el 1 %. La excepción fue, de nuevo, el Reino Unido, donde la inflación siguió una senda ascendente, hasta situarse en el 3 %, por los efectos de la depreciación de la libra tras el referéndum del *brexit*. Las tasas de inflación subyacente se mantuvieron más estables, situándose aún por debajo de los objetivos de los bancos centrales, salvo en el Reino Unido. Esta evolución se produjo en un contexto de crecimiento moderado de los salarios, en relación con su comportamiento habitual en fases de recuperación, debido a la confluencia de una serie de factores que se repasan en el recuadro 1. Las expectativas de inflación de medio y largo plazo obtenidas a partir de variables de mercados siguieron un perfil similar a la inflación observada, descendiendo durante la primera mitad del año y aumentando posteriormente.

En este contexto, el tono de las políticas monetarias siguió siendo expansivo, aunque se produjeron avances de diferente intensidad en el proceso de normalización (véase gráfico 6). Así, en Estados Unidos, donde la fase de recuperación económica está más avanzada, la Reserva Federal efectuó tres subidas de 25 puntos básicos (pb) del tipo de interés objetivo de los fondos federales, hasta situarlo en el rango 1,25 %-1,50 %, según lo proyectado por el Comité

1 PIB TRIMESTRAL



2 PIB Y COMPONENTES POR EL LADO DE LA DEMANDA EN AVANZADOS



3 TASA DE PARO, CRECIMIENTO DE LOS SALARIOS E INFLACIÓN SUBYACENTE EN AVANZADAS (a)



4 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (5y-5y)



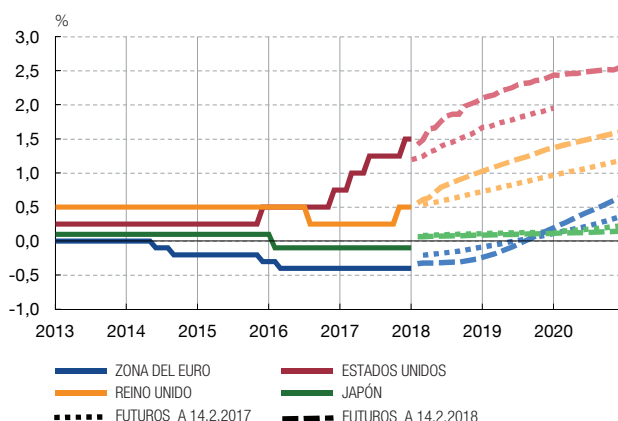
FUENTES: Fondo Monetario Internacional, estadísticas nacionales, Barclays Live y Thomson Reuters Datastream.

a Agregado de Estados Unidos, área del euro, Reino Unido y Japón.

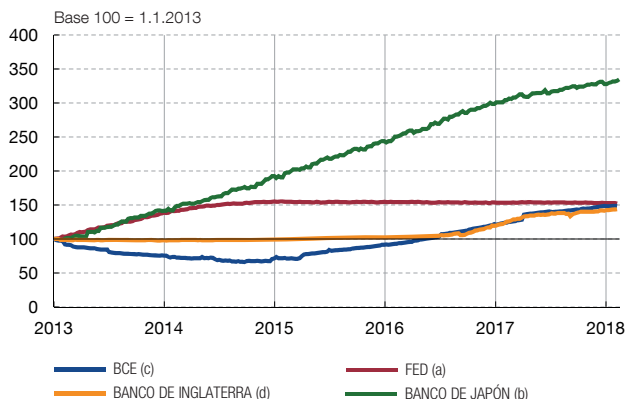
Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) al comienzo del año. Fue el primer año desde el inicio de la normalización en el que el FOMC cumplió con sus proyecciones, y en el que la senda de subidas esperada por el mercado se elevó, acercándose a la proyección del FOMC, y no a la inversa. Además, la Reserva Federal inició la reducción de su balance en el mes de octubre, mediante el cese gradual de las reinversiones de activos. A pesar de ello, las condiciones financieras en Estados Unidos fueron más laxas en 2017 que en 2016, debido al debilitamiento del dólar frente a las principales monedas, a la escasa traslación de las subidas en los tipos de interés oficiales a los tipos de largo plazo y al aumento de las cotizaciones bursátiles (véase gráfico 2). Desde enero de 2018, las rentabilidades de la deuda pública de Estados Unidos han aumentado gradualmente —coincidiendo con las mejores perspectivas sobre crecimiento económico y con un incremento de las expectativas de inflación— y, en línea con los movimientos ya mencionados en los mercados financieros, la bolsa ha registrado un cierto ajuste, con un aumento de la volatilidad implícita.

También el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra elevó en noviembre el tipo de interés oficial en 25 pb, hasta el 0,5 %, ante unos datos de inflación que superaron sus proyecciones, y, en esa misma línea, el Comité de Política Financiera elevó en dos ocasiones el colchón de capital anticíclico de las entidades financieras, del 0 % al 1 %. Sin embargo, el BCE mantuvo los tipos de interés en unos niveles muy reducidos y extendió en octubre el programa

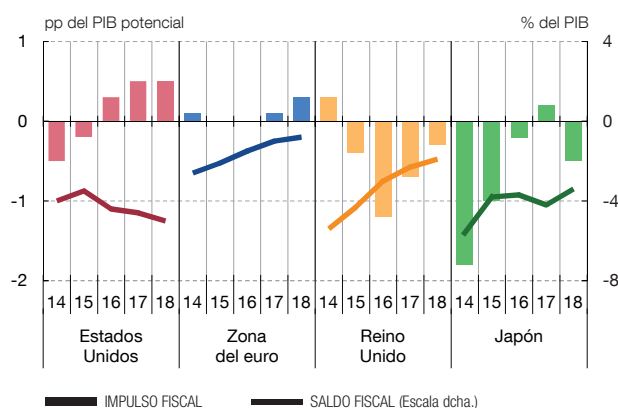
1 TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA Y EXPECTATIVAS



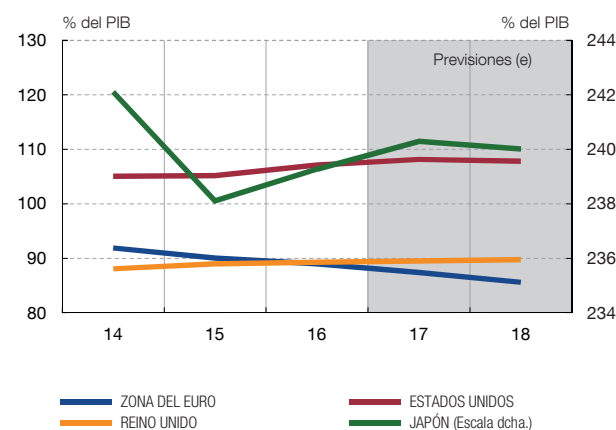
2 BALANCE DE LOS BANCOS CENTRALES: TOTAL DE ACTIVOS



3 SALDO E IMPULSO FISCAL (2014-2018)



4 DEUDA PÚBLICA



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

- a Las reservas de la Reserva Federal corresponden a la serie «Deposits of depository institutions».
b Las reservas del Banco de Japón corresponden a la suma de las series «Current deposits» y «Legal and special reserves».
c Las reservas del Banco Central Europeo corresponden a la serie «Requerimientos mínimos de capital».
d Las reservas del Banco de Inglaterra corresponden a la serie «Reserve balances».
e Las previsiones para Japón comienzan en 2015.

de compras de activos públicos y privados (APP) al menos hasta septiembre de 2018, si bien reduciendo la cuantía mensual de compras de 60 mm a 30 mm de euros. Finalmente, el Banco de Japón mantuvo su política extraordinariamente expansiva, consistente en el control de la curva de tipos de interés, con el objetivo de situar el tipo a diez años alrededor del 0% mediante la compra de bonos del Tesoro, y en un compromiso de elevar la inflación por encima del objetivo del 2% de forma sostenida, aunque retrasó la fecha de cumplimiento del objetivo en un año, al ejercicio fiscal 2019. En otras economías avanzadas, Canadá fue el único país en el que los tipos de interés oficiales subieron —en dos ocasiones— hasta el 1%, mientras que el banco central de Suecia amplió su programa de compra de bonos públicos.

Las políticas fiscales de las economías avanzadas mantuvieron un tono ligeramente expansivo en 2017, con impulsos fiscales positivos, salvo en el Reino Unido, si bien el déficit público promedio se redujo ligeramente, del 3,3% al 3,2% del PIB, y la ratio de deuda pública pasó del 114,6% al 113,9%, gracias al mayor crecimiento del PIB nominal (véase gráfico 6). El año culminó con la aprobación de una reforma impositiva largamente esperada en Estados Unidos, cuyos detalles se presentan en el recuadro 2, y que se estima

que elevará el déficit público en 1,5 billones de dólares en los próximos diez años. Al recorte impositivo se sumó en febrero de 2018 una ampliación de los límites de gasto público, cuyo impacto, junto con el de la reforma, se analiza en la sección dedicada al cambio en la combinación de políticas macroeconómicas en las economías avanzadas.

Por último, cabe señalar que, a pesar de que los desafíos que se derivan del lento avance de la productividad y del envejecimiento de la población continúan siendo importantes en las economías avanzadas, se aprecia, en general, un menor esfuerzo en el área de las reformas estructurales, de acuerdo con los informes de organismos internacionales como la OCDE.

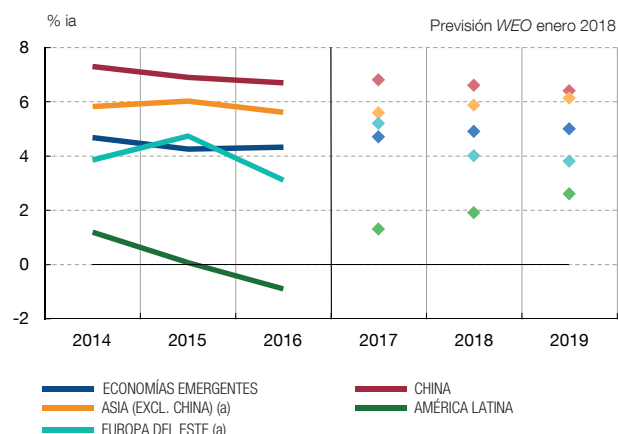
LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

El mayor dinamismo del conjunto de las economías emergentes en 2017 tuvo su origen en la ligera aceleración de la actividad en China, el repunte de la actividad en Europa del Este y la salida de la recesión de Rusia, Brasil y Argentina (véase gráfico 7). En conjunto, los factores que, en mayor o menor medida, dependiendo de los países, determinaron este comportamiento fueron la aplicación de políticas económicas más expansivas, el aumento de la demanda de las economías desarrolladas y el cambio de tendencia de los precios de las materias primas a mediados de año.

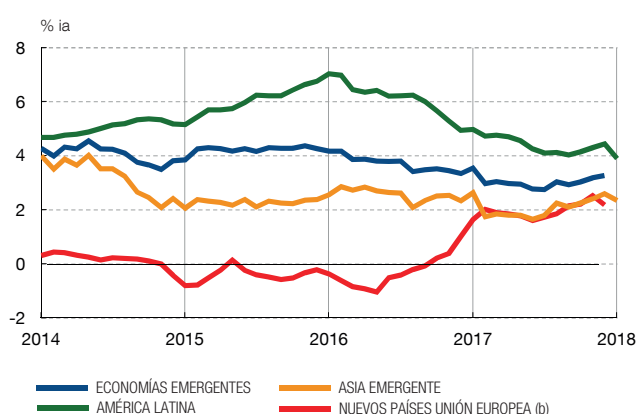
Por su parte, la inflación aumentó en la segunda mitad de 2017, tras haber alcanzado un mínimo desde 2010, resultando en un moderado descenso en el promedio del año. Al igual que en las economías desarrolladas, el repunte vino ligado a los mayores precios de la energía, pues la inflación subyacente aumentó en mucha menor medida. El tipo de interés oficial ponderado de los bancos centrales del conjunto de economías emergentes descendió, observándose recortes en la mayor parte de los países de América Latina, en Rusia y en algunas economías de Asia, como India e Indonesia; sin embargo, la política monetaria se hizo más estricta en algunos países de Europa del Este, Corea del Sur, China, México y Turquía. En cualquier caso, las economías emergentes siguieron enfrentándose a unas condiciones benignas en los mercados financieros, con aumentos de las entradas de capitales en forma de deuda y préstamos bancarios. Salvo contadas excepciones —Turquía, Argentina—, estas economías corrigieron sus déficits exteriores, en particular, las exportadoras de materias primas.

La economía china registró un crecimiento del 6,9 % en 2017, dos décimas superior al de 2016, apoyada, en parte, en una contribución positiva de las exportaciones netas. El proceso de reequilibrio de la economía apenas avanzó y el peso del sector de servicios se mantuvo ligeramente por encima del 50 %. En el ámbito de la inflación, aunque el índice de precios de producción aumentó notablemente a principios de 2017, rompiendo la tendencia decreciente de los cinco años previos, la inflación del índice de precios de consumo aumentó gradualmente, hasta alcanzar el 1,8 % en diciembre (frente a un objetivo oficial del 3 %). El renminbi se apreció un 7 % frente al dólar, en un contexto de controles de capitales cada vez más estrictos, de forma que la economía china volvió a acumular reservas (129 mm de dólares) y las autoridades pudieron retirar a principios de 2018 el «factor contracíclico», que limitaba los movimientos diarios de la divisa china. Pero el acontecimiento político más relevante de este año fue la celebración quinquenal del Congreso Nacional del Partido Comunista Chino, en el que se definen las políticas futuras y se nombran los cuadros dirigentes. Los discursos apuntan hacia una mayor tolerancia con un crecimiento más bajo, pero más equilibrado, gracias a la implementación de reformas estructurales y sin el recurso al aumento de la deuda pública y/o privada. En los últimos meses de 2017 y primeros de 2018, las autoridades han aprobado numerosas nuevas regulaciones para cubrir lagunas legales y reducir los riesgos de la banca en la sombra, lo que ha resultado en una moderación del crecimiento del crédito.

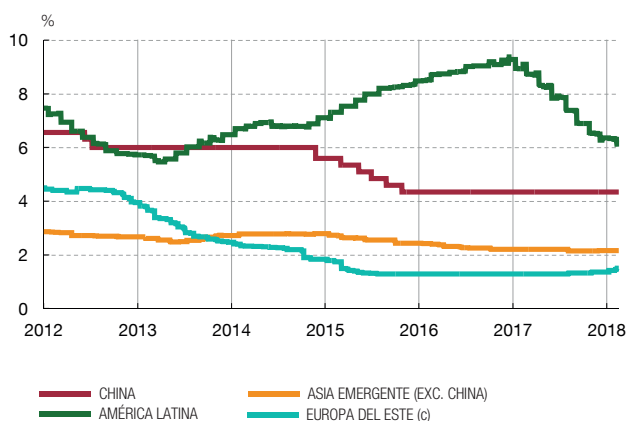
1 TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL



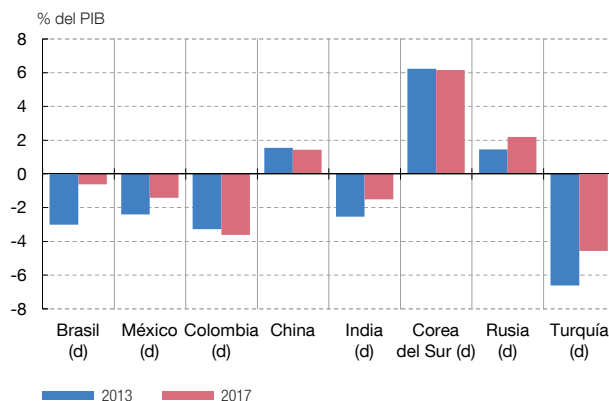
2 TASA DE INFLACIÓN



3 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



4 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



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

a Previsiones del WEO de octubre de 2017.

b Agregado de Bulgaria, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa y Rumanía.

c Agregado de Hungría, Polonia, República Checa y Rumanía.

d Datos hasta el tercer trimestre de 2017.

En el resto de Asia emergente, el crecimiento fue algo superior al de 2016, exceptuando la India, donde la desmonetización de la economía y la incertidumbre asociada a la introducción de un nuevo impuesto indirecto lastraron la demanda. La inflación en la región aumentó, a pesar del mantenimiento del componente subyacente.

En América Latina, la salida de la recesión de Brasil y de Argentina hizo que el PIB de la región creciera por primera vez desde 2014. Sin embargo, la recuperación de la inversión fue más lenta que en otras regiones emergentes, con recortes en algunos países. La inflación se redujo en todos los países con objetivos de inflación, y en Brasil, Chile y Perú cerró el año por debajo del objetivo. La excepción fue México, donde la inflación aumentó notablemente como consecuencia de la reducción de algunos subsidios a los productos energéticos, a principios de año, del aumento del salario mínimo y de la depreciación del peso mexicano. De esta forma, los bancos centrales de Brasil, Chile, Colombia y Perú redujeron los tipos de interés oficiales, mientras que el de México los elevó en varias ocasiones en la primera mitad del año y de nuevo en diciembre, al comprobar que la inflación no caía como había anticipado. En Argentina la inflación se situó notablemente por encima del objetivo para el conjunto del año, lo que llevó a interrumpir el proceso de reducciones de los tipos de interés oficiales

con dos subidas inesperadas a finales del año; a principios de 2018 se relajaron los objetivos de inflación y el banco central reanudó el ciclo de relajación monetaria. Las posiciones fiscales solo mejoraron perceptiblemente en México y en Brasil, aunque en este país aumentó la incertidumbre en torno al alcance de la reforma del sistema de pensiones.

Las economías de Europa del Este presentaron tasas de crecimiento más elevadas que en 2016, por distintos motivos. Así, la recuperación de los precios del petróleo permitió a Rusia salir de la recesión, las políticas laxas llevaron a Turquía a registrar tasas de crecimiento ligeramente por encima del 6,5 %, y el dinamismo de la zona del euro impulsó a las economías que tienen en esa región el principal mercado de exportación. La inflación aumentó en toda el área, excepto en Rusia, siendo especialmente destacado el repunte observado en Turquía, que llevó al banco central a elevar varias veces su tipo efectivo de inyección de liquidez para moderar las presiones de demanda.

Factores condicionantes de las perspectivas económicas globales

Antes de pasar a comentar las perspectivas para la economía mundial para 2018, en este epígrafe se analizan en detalle algunos de los factores que van a condicionar su evolución durante este año. En particular, se han seleccionado tres temas de relevancia: el carácter transitorio o permanente del repunte de la inversión observado en las economías avanzadas en 2017; la transición hacia una combinación de políticas distinta en estas economías, con políticas monetarias menos acomodaticias y políticas fiscales más expansivas; y los que plantea la presumible transición hacia un entorno de condiciones financieras menos benignas en los mercados financieros internacionales. La posibilidad de un giro proteccionista en las relaciones comerciales internacionales, que, de materializarse, también condicionaría notablemente las perspectivas globales, ya se analizó en el informe del pasado año.

¿SE ESTÁ RECUPERANDO LA INVERSIÓN EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS?

La inversión productiva privada ha venido mostrando una recuperación más lenta y moderada tras la crisis financiera global, en comparación con la salida de otras recesiones. Diversos análisis han sugerido que la recuperación más modesta de la actividad y de la inversión¹ se ha debido a la naturaleza eminentemente financiera de la crisis, a pesar de que la respuesta de las políticas —fundamentalmente, la monetaria— ha contribuido a suavizar el efecto de las fricciones financieras y del aumento de la incertidumbre. Sin embargo, desde finales de 2016 la inversión empresarial ha cobrado un nuevo impulso en las principales economías desarrolladas. Esta sección revisa los posibles determinantes de este renovado dinamismo, para tratar de extraer conclusiones sobre su comportamiento futuro.

Algunos autores señalan que la acumulación de capital ya se había ido ralentizando en las principales economías desarrolladas en los años previos a la crisis. Esa debilidad de la inversión se asoció con cambios en las estructuras productivas, el progreso tecnológico, la evolución del coste relativo de los factores productivos y la internacionalización de las decisiones de inversión empresarial. Tras la crisis financiera global, otros argumentos de carácter más transitorio cobraron fuerza para explicar la baja inversión: las condiciones financieras^{2,3} (tanto internas a las empresas, por el exceso de endeudamiento, como

- 1 Véanse FMI (2015), *World Economic Outlook*, y J. C. Berganza, P. Burriel, M. Folch, M. Romero y T. Sastre (2015), «La debilidad de la inversión empresarial en las economías desarrolladas», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.
- 2 Véanse, por ejemplo, I. Hernando y C. Martínez-Carrascal (2008), «The impact of financial variables on firms' real decisions: Evidence from Spanish firm-level data», *Journal of Macroeconomics*, 30, pp. 543-561, o H. Almeida, M. Campello, B. Laranjeira y S. Weisbenner (2009), *Corporate Debt Maturity and the Real Effects of the 2007 Credit Crisis*, Working Paper n.º w14990, National Bureau of Economic Research.
- 3 Véanse, por ejemplo, S. Bond y C. Meghir (1994), «Dynamic Investment Models and the Firm's Financial Policy», *Review of Economic Studies*, 61 (2), pp. 197-222, y Á. Estrada y J. Vallés (1998), «Investment and Financial Cost: Spanish Evidence with Panel Data», *Investigaciones Económicas*, 22, pp. 337-359.

externas, por la situación de las entidades financieras), la incertidumbre, o la posibilidad de que la revisión a la baja de las expectativas de demanda y actividad a raíz de la crisis hubiera dado lugar a un exceso de capital.

Entre los factores más estructurales, el proceso de «terciarización» de las economías avanzadas, en combinación con los cambios tecnológicos que favorecen la inversión en intangibles, podría haber afectado negativamente a la tasa de inversión, ya que las empresas de los sectores de servicios se caracterizan por presentar tasas de inversión inferiores a las de la industria y un gasto más elevado en activos intangibles, que solo se contabiliza en parte como inversión en términos de la Contabilidad Nacional. Sin embargo, la evidencia muestra que la disminución de la tasa de inversión agregada ha venido explicada no tanto por cambios productivos entre sectores, sino, principalmente, por el descenso de la tasa de inversión dentro de cada sector. De hecho, ha sido en los sectores de servicios donde se han reducido las tasas de inversión⁴ (véase gráfico 8), y también donde los avances tecnológicos y el notable abaratamiento de los activos intangibles habrían impulsado este tipo de inversiones —más productivas y con menores costes de entrada—⁵. En un gran número de sectores, la proporción de la inversión total en activos intangibles ha crecido notablemente, al tiempo que se ha ido reduciendo su tasa de inversión⁶. Este fenómeno seguirá incidiendo en los próximos años, en la medida en que los avances tecnológicos mantengan esta orientación.

En cuanto al coste relativo de los factores de producción⁷, la innovación tecnológica ha determinado un abaratamiento relativo del precio de los bienes de inversión, desde antes de la crisis financiera global, que no se ha visto compensado por el aumento de la tasa de depreciación; si a ello se une que tanto el tipo de interés real como los impuestos que recaen sobre las empresas han tendido a reducirse, es lógico que el coste de uso del capital haya disminuido (en el gráfico 8 aparece el caso de Estados Unidos). Tras la crisis, tanto los tipos de interés reales como los precios relativos de la inversión parecen haber tocado suelo, mientras que los costes salariales se han moderado significativamente, favoreciendo tecnologías de producción más intensivas en trabajo en buena parte de las economías avanzadas. Además, el proceso de desapalancamiento del sector privado, que aún no ha terminado en algunas economías avanzadas, podría haber frenado el desarrollo de nuevos planes de inversión⁸. De cara al futuro, cabe esperar que, pese al previsible aumento de los tipos de interés reales, la potencial reacción de los salarios a unos mercados de trabajo con muy poca holgura actúe de contrapeso sobre el coste relativo del capital y favorezca a la inversión, en un contexto de menor apalancamiento empresarial. Además, la reducción de la carga fiscal de las empresas en Estados Unidos y en el Reino Unido podría tener un efecto dinamizador sobre la inversión en ambos países (véase la sección que hace referencia al cambio en la combinación de políticas macroeconómicas en las economías avanzadas).

La creciente internacionalización de las empresas ha llevado a que sus decisiones de producción y de inversión adquieran una dimensión global, que ha podido afectar a la inversión productiva en las economías avanzadas. La expansión internacional de las empresas puede adoptar diversas modalidades que combinan, en mayor o menor grado, dos

4 Los sectores industriales no han reducido su tasa de inversión, sino que han tendido a elevarla.

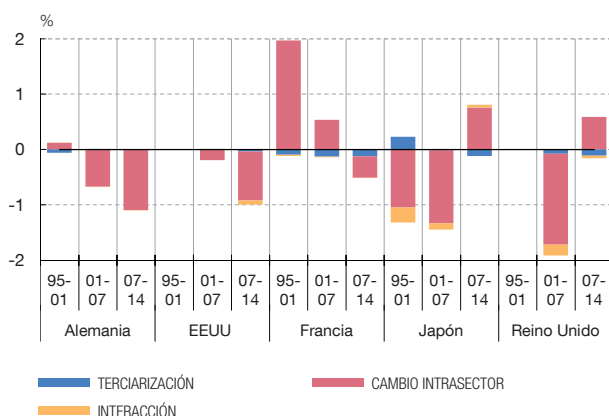
5 Dötting, Ladika y Perotti (2017), «The Self-Funding of Intangibles», mayo, mimeo, han detectado esta relación con datos sectoriales y de empresa.

6 R. Dötting, G. Gutiérrez y T. Philippon (2017), «Is there an investment gap in advanced economies? If so, why?», *ECB's Sintra Forum on Investment and growth in advanced economies*.

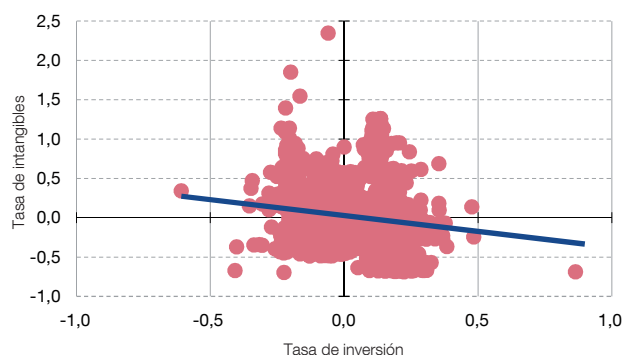
7 Coste de uso del capital (precio relativo de los bienes de inversión y tipo de interés real, incluida la depreciación de los bienes de inversión) y coste laboral para el factor trabajo.

8 Véase BIS (2017), *87th Annual Report*.

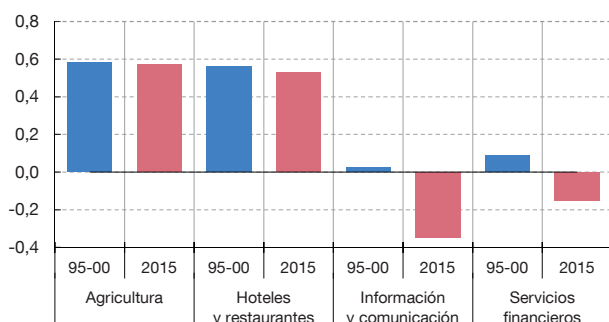
1 VARIACIÓN DE LA TASA DE INVERSIÓN NOMINAL (TERCIARIZACIÓN Y EFECTO INTRA SECTOR) (a)



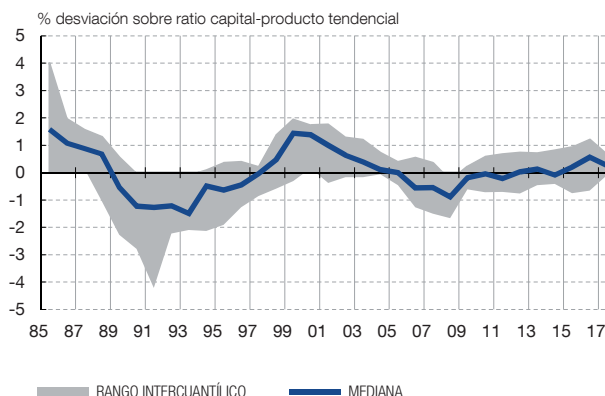
2 TASA DE INVERSIÓN E INTANGIBLES (b)



3 EFECTO IED SOBRE LA INVERSIÓN (c)



4 BRECHA CAPITAL-PRODUCTO (d)



FUENTES: OCDE y Banco de España.

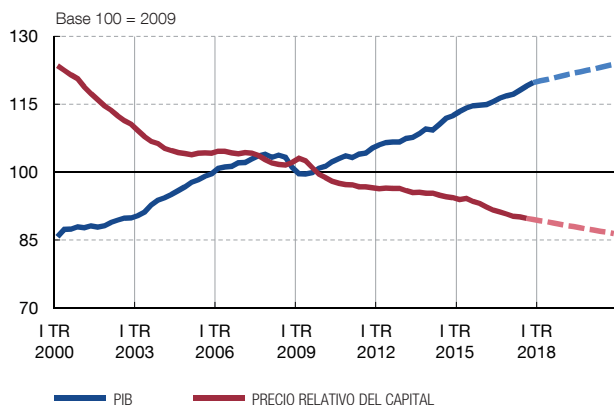
- a Para elaborar este ejercicio tomamos dos sectores: sector servicios y resto de sectores (agricultura, industria y construcción).
 b En el eje horizontal se presentan los residuos de la tasa de inversión sobre su retardo, el precio relativo del capital y efectos fijos de país. En el eje vertical se presentan los residuos de la tasa de intangibles sobre su retardo, el precio relativo del capital y efectos fijos de país.
 c Los sectores son los siguientes: A. Agricultura; I. Hoteles, restaurantes; J. Información, comunicación; K. Servicios financieros.
 d Para aislar el efecto cíclico del *stock* de capital productivo sobre el del PIB, se obtiene el componente cíclico de la ratio de capital productivo sobre producto potencial aplicando el filtro Hodrick-Prescott. Se consideran las siguientes economías avanzadas: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Corea, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Islandia, Israel, Italia, Japón, Luxemburgo, Nueva Zelanda, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza.

variantes del proceso productivo. Por un lado, cuando la producción se fragmenta en etapas distribuidas en distintas localizaciones (integración vertical), en ocasiones estructuradas en forma de cadenas de valor, la inversión realizada en las distintas áreas tendrá carácter complementario. En cambio, si la internacionalización se basa en plantas situadas en distintas localizaciones que replican el mismo tipo de proceso productivo (integración horizontal), la inversión exterior sería sustitutiva de la inversión interior⁹.

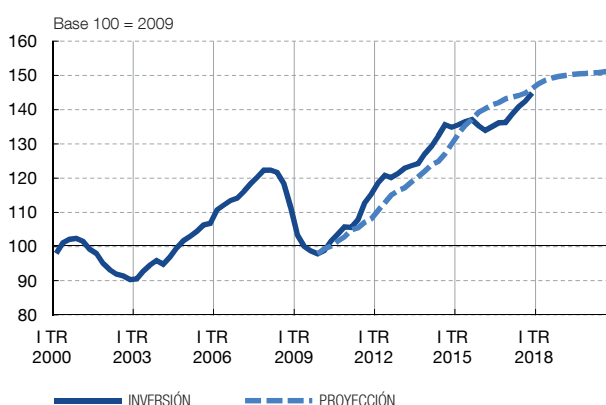
La formulación de una ecuación de inversión a escala sectorial para un conjunto de economías desarrolladas permite examinar la relación de la inversión productiva privada con la inversión directa en el exterior y contrastar cuál de los dos efectos mencionados

⁹ De hecho, en las empresas estructuradas de forma más horizontal las plantas en el exterior tienden a utilizar ciertos *inputs* intermedios de manera simultánea —por ejemplo, actividades de contenido tecnológico y ligadas a la creación y el conocimiento—, que suelen tener la propiedad de «no exclusividad» (pueden ser utilizados de forma simultánea en varias plantas).

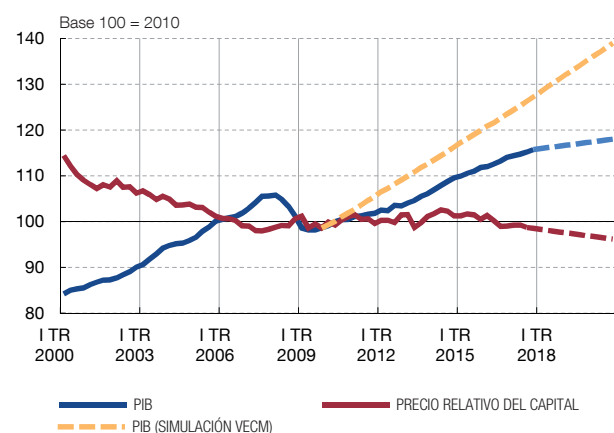
1 ESTADOS UNIDOS: ACTIVIDAD Y PRECIO DEL CAPITAL



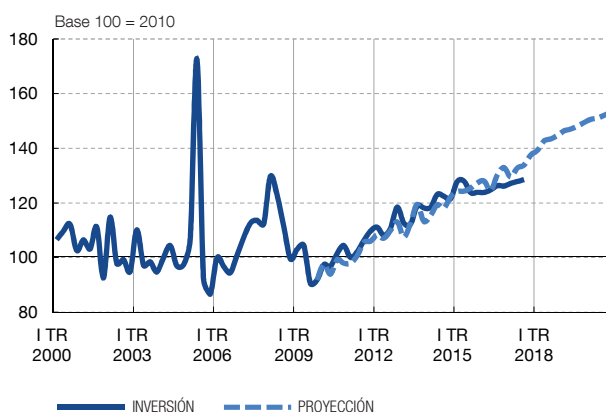
2 ESTADOS UNIDOS: INVERSIÓN EMPRESARIAL



3 REINO UNIDO: ACTIVIDAD Y PRECIO DEL CAPITAL



4 REINO UNIDO: INVERSIÓN EMPRESARIAL



FUENTES: U.S. Bureau of Economics Analysis, U.K. Office of National Statistics y Banco de España.

domina¹⁰. Las estimaciones para un conjunto de economías desarrolladas indican que ha predominado una relación de complementariedad entre la formación bruta de capital sectorial y la inversión directa en el exterior (véase gráfico 8), que sería coherente con la hipótesis de integración vertical de las cadenas de producción. En este sentido, el aumento en los tres últimos años de los flujos de salida de inversión extranjera directa de las economías avanzadas apoyaría la recuperación de la inversión interna. Sin embargo, de cara al futuro, un aumento del proteccionismo global podría tener un efecto desfavorable en la inversión en las economías avanzadas.

En cuanto al argumento de que la escasa recuperación de la inversión tras la crisis refleja un proceso de corrección del exceso de capital productivo acumulado en la época expansiva (*capital overhang*)¹¹, cuando las expectativas eran más favorables, no parece que pueda generalizarse. Efectivamente, es cierto que en Estados Unidos, Reino Unido y el área del euro el stock de capital total por unidad de producto se situó por encima de su tendencia hasta la crisis financiera global, pero, cuando la atención se centra en el capital productivo, se observa que el fenómeno de *capital overhang* fue relevante entre 1995-2005, pero posteriormente no ha tenido carácter generalizado (véase gráfico 9), de forma que no estaría limitando el avance de la inversión productiva de las empresas.

¹⁰ En el modelo, la inversión de cada sector depende de las perspectivas de demanda y del coste de uso del capital, además de la inversión directa en el exterior.

¹¹ Véase M. Carney (2017), «Investment and growth in advanced economies», discurso en el *ECB Forum on Central Banking*, Sintra, 17 de junio.

Un elemento adicional que se debe tener en cuenta es la mejora de la actividad global, que ha ganado solidez en 2017 y es un importante factor de estímulo de la inversión. Una forma de valorar el papel que pueden desempeñar las expectativas de la demanda y el coste relativo de los factores productivos en la recuperación de la inversión empresarial es mediante la utilización de modelos econométricos¹². En el caso de Estados Unidos, las simulaciones realizadas indican que la recuperación de la inversión observada desde 2016 se explica por el crecimiento de la actividad y el descenso del precio relativo del capital; además, hay un componente negativo no explicado posterior a 2015 que podría reflejar el impacto de la fuerte caída del precio del petróleo en 2014 sobre la inversión de la industria extractiva de petróleo no convencional. El impulso fiscal previsto en Estados Unidos, que incorpora una reducción de la carga fiscal de las empresas, debería elevar la inversión de esta economía en los próximos años. En el Reino Unido, la recuperación de la inversión se explica, principalmente, por la evolución del coste relativo del capital, que ha retomado una senda de moderado descenso. En los dos últimos años, hay una parte negativa no explicada de la evolución de la inversión, que podría responder a la incertidumbre generada por el *brexít*. También en el Reino Unido, la reducción aprobada del impuesto sobre sociedades debería elevar la rentabilidad neta de la inversión.

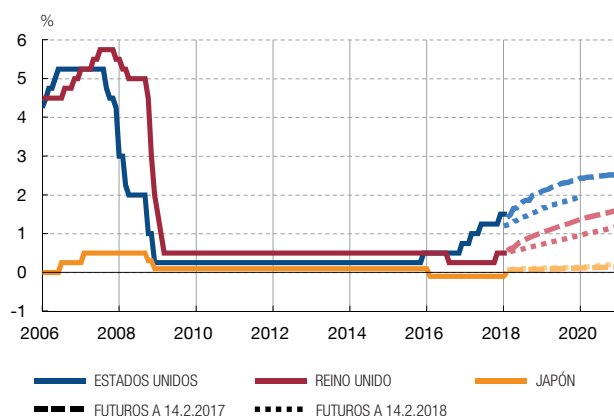
En conjunto, cabe esperar que, a corto y medio plazo, el repunte cíclico de la actividad, el avance en el proceso de desapalancamiento, los cambios en la fiscalidad de las empresas y la generalización de la recuperación de los salarios, en un contexto de reducción de las tasas de desempleo, sean factores que induzcan un mayor dinamismo de la inversión. En sentido contrario tenderá a operar el curso de normalización de la política monetaria, que incidirá en un aumento, en principio muy progresivo, de los tipos de interés reales. Más a largo plazo, los factores tecnológicos continuarán dominando la evolución de la inversión, con una orientación hacia los intangibles, que afectaría negativamente a la tasa de inversión agregada. El principal elemento de incertidumbre radica en el riesgo de una escalada mundial de políticas proteccionistas, iniciadas en Estados Unidos, que pongan en peligro el proceso de globalización.

Tras casi diez años de estímulo monetario, en diciembre del 2015 la Reserva Federal de Estados Unidos (la Fed) inició un proceso muy gradual de subidas del tipo de interés oficial: la primera subida de 2015 fue seguida de otra en 2016 y de tres más en 2017; además, en octubre de ese año inició el proceso de reducción de su balance, que también será muy gradual. Siguiendo el camino de la Fed, otros bancos centrales de algunas economías avanzadas están evaluando las estrategias de salida de sus políticas monetarias ultraexpansivas (véase gráfico 10). Al mismo tiempo, las políticas fiscales están tomando una orientación más expansiva. En concreto, Estados Unidos y Japón están implementando recortes tributarios e incentivos fiscales a las empresas, junto con planes de aumento del gasto en infraestructuras (Estados Unidos), educación y cuidados infantiles (Japón).

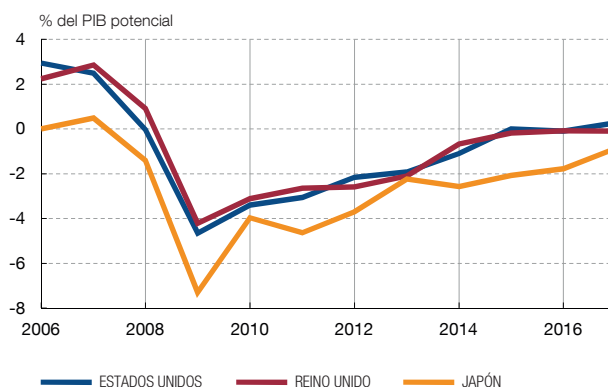
Esta nueva combinación de políticas macroeconómicas se produce en un contexto económico caracterizado por brechas de producción cerradas o positivas, bajas tasas de paro, altas tasas de endeudamiento público y privado, y síntomas de sobrevaloración en algunos segmentos de los mercados financieros. Además, los bancos centrales se enfrentan a esta fase expansiva del ciclo económico —con la incipiente presión de la demanda sobre la capacidad productiva y los mercados laborales prácticamente sin holgura— con tasas de inflación que continúan estando por debajo de sus objetivos, lo que sugiere

¹² Se utilizan dos modelos vectoriales de corrección del error (VECM), uno para Estados Unidos y otro para el Reino Unido, que incluyen tres variables (inversión empresarial, PIB y el coste relativo del capital), para realizar simulaciones del comportamiento de la inversión.

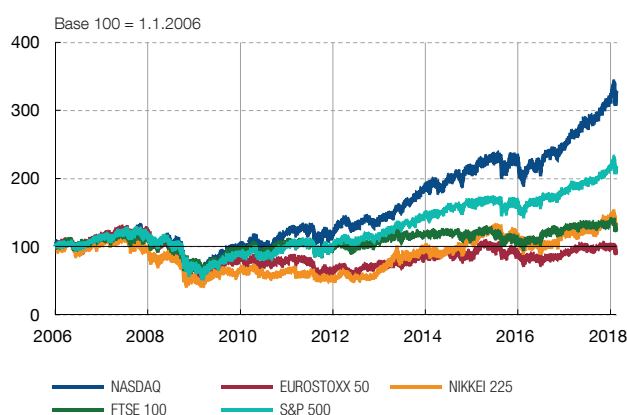
1 TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA Y EXPECTATIVAS



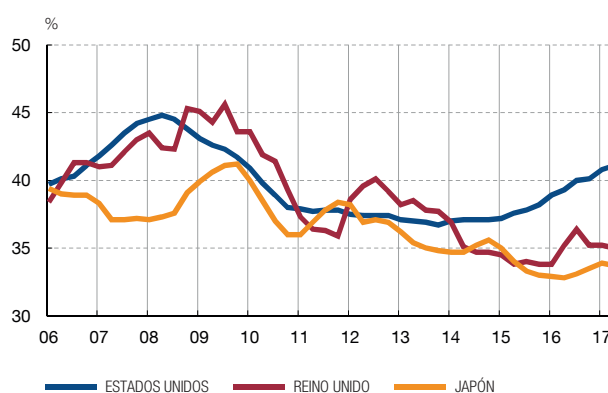
2 OUTPUT GAP EN ECONOMÍAS AVANZADAS



3 EVOLUCIÓN DEL MERCADO BURSÁTIL



4 RATIO DE SERVICIO DE LA DEUDA DE EMPRESAS NO FINANCIERAS



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

que el apoyo monetario aún podría tener un margen para dar soporte a la reactivación económica. En definitiva, graduar la intensidad de la normalización de las políticas monetarias será una tarea muy compleja¹³.

El impulso monetario sin precedentes implementado a lo largo de la pasada década se materializó en un elevado volumen de liquidez en los mercados financieros y en tipos de interés a largo plazo muy reducidos, lo que se ha traducido en una laxitud de las condiciones financieras y crediticias, y en una creciente búsqueda de riesgo por parte de los inversores. A escala global, estas condiciones se han traducido en elevados niveles de las cotizaciones bursátiles, una creciente emisión de deuda corporativa de alto riesgo, sustanciales flujos de capital hacia los mercados emergentes y solo una modesta reducción del endeudamiento privado y público.

En este contexto, un aumento significativo del servicio de la deuda, que actualmente se encuentra en niveles muy reducidos para hogares y empresas no financieras debido a los

¹³ La normalización de la política monetaria de la Fed consiste en: i) aumentar el tipo de interés de referencia; ii) reducir el balance del banco central, y iii) reequilibrar la cartera del banco central en términos de vencimiento y composición de activos según los estándares previos a la crisis [Principios de Normalización de Políticas y Planes, Fed (2014)].

bajos tipos de interés (véase gráfico 10), podría llevar a la materialización de algunos de los riesgos que acarrea el elevado nivel de endeudamiento del sector privado. El reequilibrio de la cartera de los inversores hacia activos menos arriesgados tendrá consecuencias adversas sobre todo para las empresas que se financian a través de pasivos de alto riesgo, una vez que el elevado apetito por el riesgo de los inversores se modere. Además, dado que, tradicionalmente, una parte de la deuda de los países emergentes está denominada en moneda extranjera, si la normalización monetaria resultase en una apreciación del dólar, esto aumentaría la carga del servicio de la deuda, además de elevar el propio endeudamiento, lo que podría afectar negativamente a la inversión, compensando el efecto de la posible mejora de la competitividad que la depreciación de la moneda nacional supondría para el país¹⁴.

En un escenario ideal de crecimiento económico sostenido, con bajas tasas de paro y presiones inflacionistas moderadas, una normalización monetaria gradual y bien comunicada permitiría evitar cambios bruscos en la confianza de los mercados, y eludir correcciones abruptas y prolongadas. Sin embargo, en una situación en la que un elevado sobrecalentamiento de la economía forzase una normalización más intensa por parte de los bancos centrales, podrían producirse importantes ajustes en los mercados financieros, como se analiza en la siguiente sección.

Sin duda, uno de los elementos que afectaría al ritmo de la normalización monetaria es una política fiscal más expansiva. En un entorno de bajos tipos de interés reales, insuficiente inversión privada, altas tasas de ahorro y elevado desempleo (similar al denominado «estancamiento secular»), una política fiscal expansiva podría estar justificada para estimular la demanda y, si se desarrollan las infraestructuras públicas, elevar el crecimiento potencial¹⁵. Sin embargo, en el contexto actual de escasa holgura del aparato productivo, bajas tasas de paro y recuperación de la inversión privada, la prociclicidad de las medidas fiscales fomentaría el sobrecalentamiento de la economía, generando un aumento de la inflación por encima del objetivo del banco central. En esta situación, el banco central tendría que intensificar el ritmo de normalización monetaria y subir los tipos de interés de corto plazo más rápidamente (o reducir el tamaño del balance en menor espacio de tiempo), lo cual repercutiría negativamente en el gasto privado. Además, en un contexto de altas tasas de crecimiento y niveles elevados de deuda pública, la normalización monetaria, a través del aumento de los tipos y la reducción del balance, generará un aumento de la carga de intereses para el sector público.

El recuadro 2 analiza el impacto del paquete fiscal recientemente aprobado en Estados Unidos e ilustra algunas de las consecuencias potenciales para la política monetaria. Además, en el caso de Estados Unidos, la expansión fiscal puede tener implicaciones para el resto del mundo, dado el peso que tiene la economía norteamericana en el PIB mundial y la posición central que ocupa en el sistema financiero internacional. En concreto, una parte del impulso de demanda que representa el *shock* fiscal se filtrará al exterior en forma de importaciones; este canal de transmisión será mayor en las actuales circunstancias de elevada utilización de la capacidad productiva en Estados Unidos. Por otra parte, si la inflación en Estados Unidos aumentara por encima del objetivo de la Fed, esta reaccionaría normalizando su política monetaria más rápidamente de lo que esperan los mercados, y el aumento de los tipos de interés se trasladaría a otros

¹⁴ Véase BIS (2017), *87th Annual Report*.

¹⁵ Véase Summers (2016), «*The Age of Secular Stagnation*».

mercados financieros con potenciales efectos de contagio y un aumento de la aversión al riesgo. En principio, esto llevaría a entradas de capitales en Estados Unidos y a una apreciación del tipo de cambio del dólar, en una huida hacia la calidad, que pondría en dificultades a las empresas no financieras de las economías emergentes endeudadas en dólares. Sin embargo, la ampliación del déficit exterior podría hacer que el dólar finalmente se depreciase, como ha ocurrido en el último año, afectando a otras economías, cuya reacción de política monetaria sería de crucial interés, como se analiza en el recuadro 3 para el caso de China.

LAS CONDICIONES FINANCIERAS GLOBALES

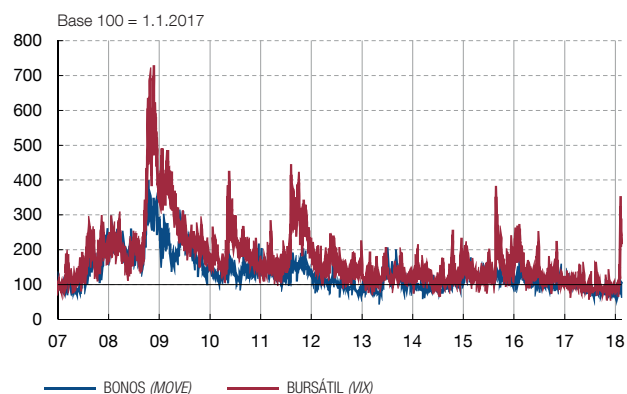
Como se ha apuntado en el apartado previo, la evolución de los mercados financieros internacionales a lo largo del año estuvo marcada por un elevado apetito por el riesgo que favoreció la búsqueda de rentabilidades por parte de los inversores y que se materializó en valoraciones bursátiles elevadas y bajos niveles de volatilidad. Los índices basados en volatilidades implícitas, como el *VIX* (calculado sobre el S&P) y el *MOVE* (calculado sobre la deuda pública a diez años de Estados Unidos), alcanzaron mínimos históricos a finales de 2017. No obstante, en febrero de 2018 la volatilidad repuntó bruscamente tras la publicación de unos datos de crecimiento salarial en Estados Unidos por encima de lo esperado (véase gráfico 11), y en marzo con el anuncio de la elevación de aranceles a determinados productos en Estados Unidos.

Aunque el determinante más evidente de la búsqueda de rentabilidades es el nivel tan bajo de tipos de interés, resultado de las políticas monetarias ultraexpansivas de los últimos años, otros factores también están contribuyendo a la baja volatilidad. Entre los más coyunturales, destacan los datos favorables de beneficios empresariales publicados a lo largo de 2017, la baja sensibilidad de los mercados, en general, a la incertidumbre geopolítica y los elevados volúmenes de recompra de acciones (*equity buybacks*), utilizados por las propias empresas para mantener elevadas las valoraciones bursátiles. Además, en los últimos años se han producido algunos cambios en las estructuras de los mercados que han favorecido este fenómeno. Así, el mayor peso de las estrategias de inversión pasiva, en detrimento de la inversión activa, ha aumentado el número de posiciones en torno al inversor mediano. Por otra parte, el mayor protagonismo de plataformas electrónicas, con técnicas de negociación basadas en el *trading* automático que toman posiciones de mercado con modelos matemáticos, así como el desarrollo de productos financieros que pivotan sobre la propia volatilidad, puede haber aumentado la persistencia de esta variable. Estos cambios estructurales podrían generar ajustes más intensos en la volatilidad ante situaciones de comportamiento de seguidismo entre los inversores (*herd-ing behaviour*).

En cualquier caso, la volatilidad implícita es un indicador muy parcial de las condiciones financieras existentes en los mercados y, lo que es más importante, de si favorecen o no la actividad real. Para analizar estas cuestiones se construyen los denominados «índices de condiciones financieras» (ICF), que sintetizan un conjunto más amplio de información. Los ICF más sencillos incluyen, además de la propia volatilidad implícita, los tipos de interés a corto plazo, los tipos de interés a largo plazo, el tipo de cambio y las cotizaciones bursátiles. Sin embargo, hay índices que pueden llegar a sintetizar más de un centenar de variables, como el índice de Chicago, de uso muy extendido para el análisis de los mercados financieros en Estados Unidos.

Los ICF no son indicadores del tono de la política monetaria por parte de los bancos centrales, ya que incluyen variables a las que el banco central puede afectar solo de forma muy indirecta, pero, como se observa en el gráfico 11, que representa la evolución del ICF

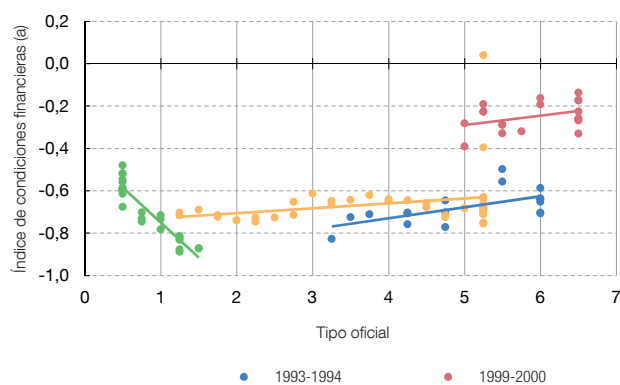
1 VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS DE BONOS Y BURSÁTIL



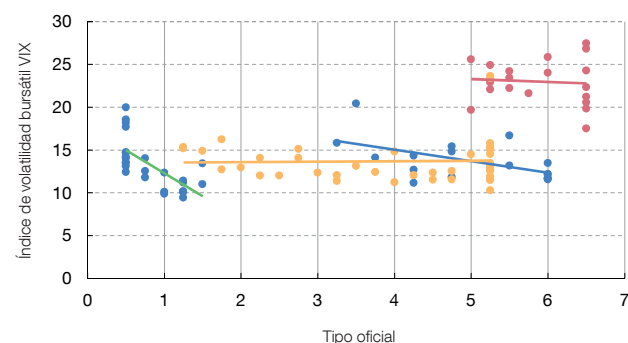
2 ESTADOS UNIDOS: INDICADOR CONDICIONES FINANCIERAS Y TIPO OBJETIVO RESERVA FEDERAL



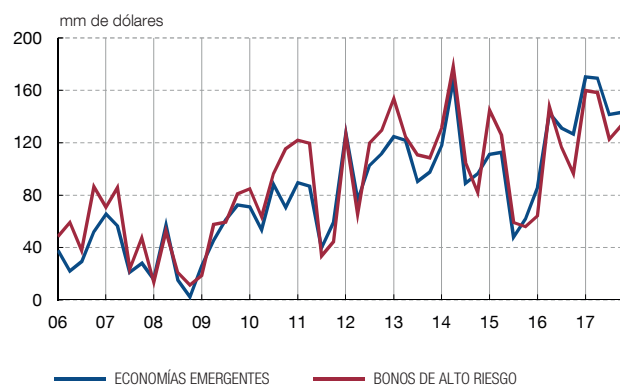
3 ÍNDICE DE CONDICIONES FINANCIERAS (ICF) Y TIPO DE INTERÉS OFICIAL EN DIVERSOS CICLOS (b)



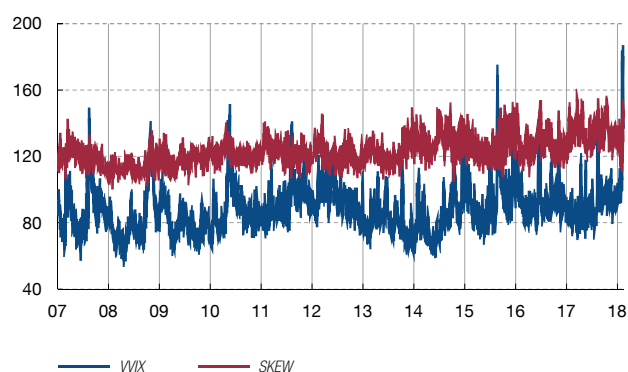
4 ÍNDICE DE VOLATILIDAD BURSÁTIL (VIX) Y TIPO DE INTERÉS OFICIAL EN DIVERSOS CICLOS (b)



5 EMISIONES DE RENTA FIJA EN MERCADOS INTERNACIONALES. TOTAL ECONOMÍAS EMERGENTES Y BONOS DE ALTO RIESGO



6 ÍNDICES DE VOLATILIDAD VWIX Y SKEW



FUENTES: Datastream y Dealogic.

- a Una disminución (aumento) indica una relajación (endurecimiento) de las condiciones financieras.
b Se incluye la línea de tendencia de cada ciclo.

de Chicago y de los tipos oficiales en Estados Unidos, en anteriores episodios de endurecimiento de la política monetaria ambos tendieron a moverse al unísono. No obstante, el actual proceso de normalización de la política monetaria constituye una excepción: los tipos oficiales han aumentado de forma gradual desde diciembre de 2015, y desde octubre de 2017 se está reduciendo paulatinamente el tamaño del balance de la Fed, pero el ICF

ha mostrado una relajación significativa en 2017. Estas condiciones financieras más relajadas han sido consecuencia del aumento de los índices bursátiles (efecto riqueza positivo), del debilitamiento del dólar frente a las principales monedas (ganancia de competitividad) y de la reducción de la volatilidad implícita (menores primas de riesgo), que compensaron sobradamente el aumento de los tipos de interés de corto y de largo plazo (este último, de menor magnitud).

El presente ciclo de endurecimiento monetario es el primero tras la crisis financiera y coincide con una abundante liquidez global, tras casi una década de políticas ultraexpansivas y tipos de interés bajos. De hecho, esta fase de normalización monetaria parte de niveles de los tipos de los fondos federales mínimos en relación con fases anteriores. Además, no se han producido sorpresas de política monetaria relevantes, al menos desde el episodio del *taper tantrum*¹⁶, y la política de comunicación de la Reserva Federal ha permitido que los movimientos de tipos estuvieran descontados por los mercados. No obstante, el descenso de la volatilidad implícita no representa una anomalía en relación con ciclos anteriores (véase gráfico 11), de forma que la laxitud de las actuales condiciones financieras respecto a fases previas de normalización radica en otras variables, como el tipo de cambio del dólar y los tipos a largo plazo, que solían reaccionar en mayor medida a los cambios en los tipos a corto plazo. De hecho, la tendencia a la depreciación del dólar frente a casi todas las monedas contrasta con los buenos datos económicos en Estados Unidos y con la divergencia en el tono de la política monetaria con el resto de áreas desarrolladas; otros factores, como el creciente endeudamiento externo y la insuficiente corrección del saldo por cuenta corriente, podrían estar detrás de este fenómeno. Por su parte, el lento incremento de los tipos de interés a largo plazo, con primas de plazo cercanas a mínimos históricos, como ya ocurrió en el ciclo previo a la crisis entre 2004 y 2006, podría estar relacionado en este caso con los programas de expansión cuantitativa, que hacen que los bancos centrales demanden un elevado volumen de deuda pública de largo plazo, las tenencias de títulos de deuda pública de Estados Unidos por parte de no residentes, sobre todo por economías emergentes para constituir sus reservas, y su elevada demanda general como activo seguro.

La baja volatilidad y el entorno de condiciones financieras laxas actual favorecen las inversiones en activos con un mayor riesgo, como las bolsas, la deuda corporativa de peor calificación crediticia o la emitida por economías emergentes (véase gráfico 11), y también en activos menos líquidos, como la propiedad inmobiliaria, por lo que pueden acumularse vulnerabilidades en determinados inversores a los que conviene monitorizar. Además, la baja volatilidad puede desincentivar el uso de mecanismos de cobertura de riesgos, lo que afectaría a los modelos de gestión de riesgo de los propios inversores, e incentivar la toma de posiciones arriesgadas. El riesgo de crédito de estas exposiciones permanecería oculto mientras se mantuviera el dinamismo del crecimiento global y las necesidades de refinanciación fueran bajas, pero podría aflorar ante cualquier perturbación.

Los mercados proporcionan instrumentos para interpretar la probabilidad que asignan a la ocurrencia de un evento extremo de cualquier índole. En particular, el *SKEW*, que mide la asimetría de la distribución de las opciones sobre el S&P 500, y el *VVIX*, que aproxima la volatilidad del *VIX*, indicaban que los inversores ya venían demandando una mayor protección frente a una corrección fuerte. Estos indicadores aumentaron aún más tras las turbulencias de febrero/marzo de 2018, muy centradas en los mercados de volatilidad y bolsas (véase gráfico 11).

¹⁶ El *taper tantrum* se refiere al episodio de turbulencias financieras que siguió a las declaraciones de miembros del FOMC en 2013, sobre la posibilidad cercana de que la Fed redujera el volumen de compras de deuda pública que estaba implementando en sus programas de expansión cuantitativa.

Una corrección brusca podría tener lugar ante un incremento de la prima de plazo de las rentabilidades de la deuda pública en Estados Unidos, actualmente muy comprimida, o si la política monetaria sorprendiera con una normalización más intensa de lo esperado, asociado, entre otras, a una mayor inflación consecuencia de un potencial recalentamiento de la economía americana. De momento, la política de comunicación de la Fed hace poco probable ese escenario (*forward guidance*), aunque no es descartable, como ocurrió en 2013 (*taper tantrum*). Otros factores que podrían desencadenar una reacción similar de las primas de plazo serían una reducción de las tenencias de deuda de Estados Unidos por parte de no residentes, el final de la divergencia de política monetaria con el inicio de la normalización de la política monetaria en la zona del euro y Japón, o un repunte de volatilidad no ligado a la política monetaria por un incremento de tensiones geopolíticas de naturaleza diversa.

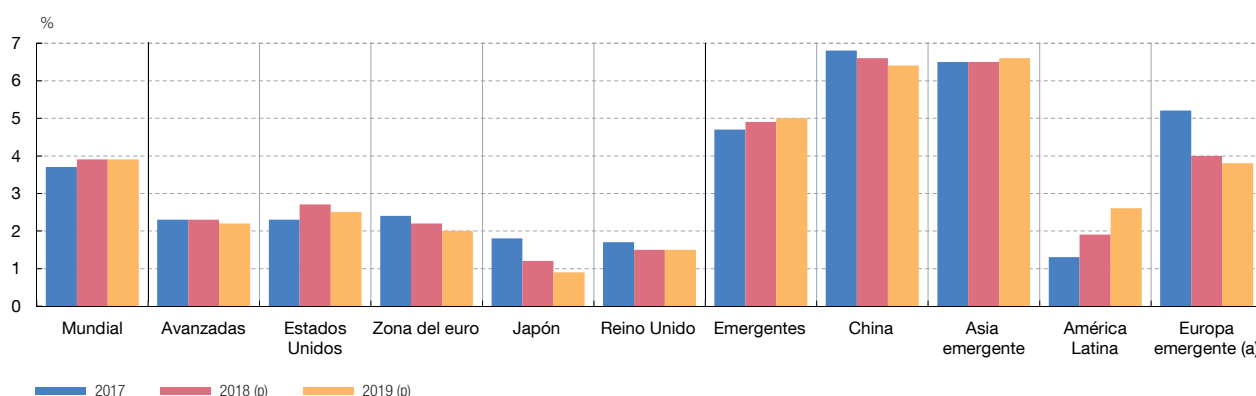
Las perspectivas para 2018

Los favorables indicadores coyunturales que se están recibiendo en la primera parte del año y la combinación de políticas económicas configuran un escenario central de la economía mundial en el que la actividad se refuerza en un horizonte de corto plazo. Sin embargo, este escenario está rodeado de una notable incertidumbre sobre la continuidad de algunos de los factores que han estado detrás del dinamismo reciente de la economía global. En efecto, el proceso de normalización de la política monetaria que se vislumbra con distinta intensidad en las principales economías avanzadas, la orientación expansiva de la política fiscal en algunas economías desarrolladas cuando la brecha de producción ya es positiva, los episodios de tensión que han agitado los mercados financieros internacionales a comienzos de este año y el replanteamiento de las relaciones comerciales por parte algunos países justo cuando el comercio internacional inicia un repunte configuran un panorama global de cierta complejidad.

En el escenario central para 2018 el FMI contempla un crecimiento de la economía mundial ligeramente superior al registrado en 2017 (3,9 %). Esta evolución sería el resultado del fortalecimiento de las economías emergentes, cuyo crecimiento promedio se aproximaría al 5 %, mientras que el ritmo de expansión de las avanzadas se estabilizaría en torno al 2,3 % registrado el pasado ejercicio (véase gráfico 12). No obstante, la heterogeneidad en ambos agregados es notable. Entre las economías avanzadas, se anticipa un sustancial aumento del ritmo de crecimiento en Estados Unidos, como consecuencia principalmente del impulso fiscal, que podría suponer un impacto positivo sobre el crecimiento de entre 0,5 pp y 1 pp. En la zona del euro, el dinamismo de la actividad tenderá a reducirse ligeramente tras las sorpresas positivas registradas en 2017, lo mismo que en el Reino Unido, manteniéndose además la incertidumbre asociada al proceso de su salida de la UE. La moderación del crecimiento sería algo más intensa en el caso de Japón.

En en lo que se refiere a las economías emergentes, se espera que Brasil, Argentina, Rusia o Nigeria, que salieron de la recesión el pasado año, sigan fortaleciéndose, y que otras economías exportadoras de materias primas –en especial, Arabia Saudí– se beneficien del actual nivel de los precios del petróleo. En general, las economías emergentes se verán condicionadas, en distinto grado, por el endurecimiento de las condiciones financieras globales, en un contexto de progresiva retirada del estímulo monetario en Estados Unidos, de la continuidad de la recuperación del comercio mundial y de la intensidad de desaceleración en China, que se espera que siga siendo gradual, aun con el creciente compromiso de las autoridades chinas con la reducción de las vulnerabilidades financieras. Por otra parte, las perspectivas para las economías de América Latina apuntan a un moderado fortalecimiento de la recuperación, pero siendo particularmente sensibles a la eventual normalización de las condiciones financieras globales.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB



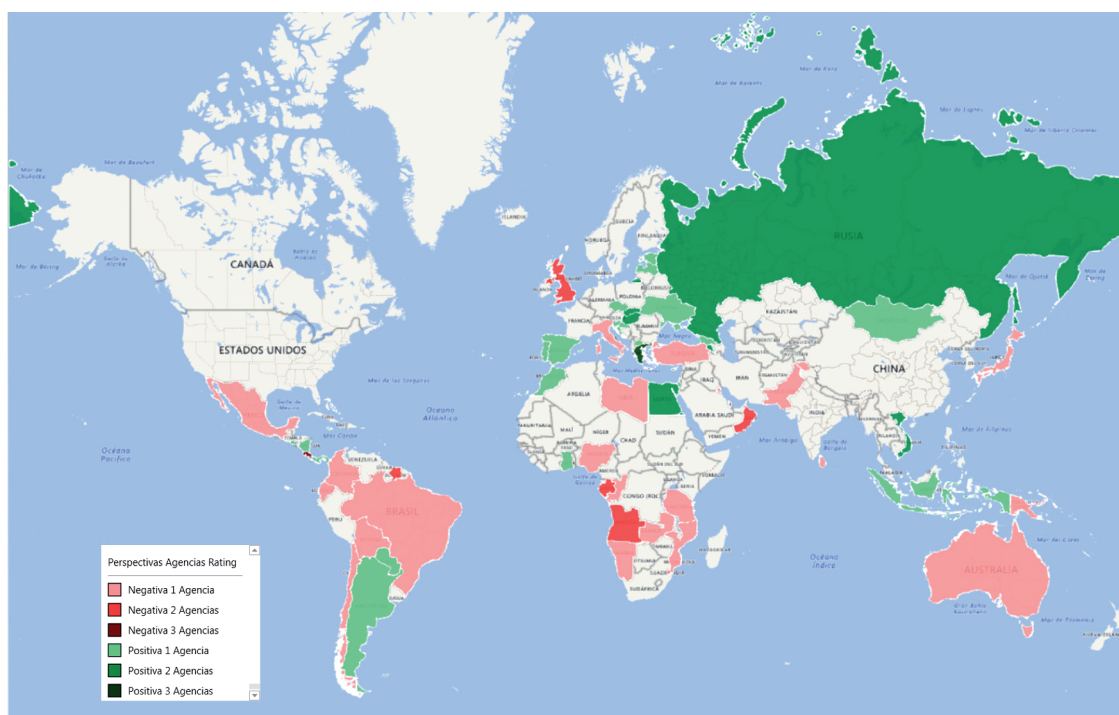
FUENTE: Fondo Monetario Internacional (avance WEO enero de 2018).

a Agregado de Albania, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Hungría, Kosovo, Antigua República Yugoslava de Macedonia, Montenegro, Polonia, Rumanía, Serbia y Turquía.

Por lo que respecta a la inflación, en ausencia de movimientos acusados en los precios de las materias primas, la progresiva reducción del grado de holgura en las economías avanzadas y en algunas emergentes apuntaría a una aproximación de las tasas de inflación hacia los objetivos de los bancos centrales.

En este contexto, las perspectivas de calificación crediticia para 2018 suponen un relativo equilibrio entre perspectivas positivas y negativas de los soberanos calificados por agencias de *rating* (véase mapa 1). Sin embargo, las tendencias son más marcadas por regiones. En términos agregados, en Europa y en los países asiáticos emergentes se anticipan mejoras crediticias para 2018, mientras que en África, en Oriente Medio y en América Latina predominan las perspectivas negativas. Cabe destacar la incidencia de las políticas en las perspectivas con las que afrontan el año 2018 algunas de las principales economías emergentes. El aumento reciente del precio del petróleo y el ajuste fiscal acometido por Rusia, cuya economía se había resentido tras la bajada del precio del petróleo en 2014 y la imposición de sanciones económicas internacionales, han fortalecido sus bases económicas, en contraposición a los riesgos que siguen arrastrando las economías brasileña y turca.

En este escenario central existen algunos elementos de riesgos al alza sobre el crecimiento, derivados del contexto de elevados niveles de confianza de consumidores y empresas en la mayoría de las economías avanzadas, y del impacto potencial de las medidas de política fiscal recientemente aprobadas en Estados Unidos. Sin embargo, el principal escenario de riesgo a la baja está vinculado a la corrección brusca de la actual situación en los mercados financieros internacionales, caracterizada por altas valoraciones de los activos, reducidos niveles de volatilidad y de las primas de riesgo, y elevado apetito por el riesgo de los inversores. Esta corrección podría desencadenarse por la materialización de ciertos riesgos latentes, tales como conflictos de carácter geopolítico, medidas de política económica no anticipadas por los agentes, o por elevaciones de la inflación por encima de lo anticipado, que desencadenen expectativas de una normalización más abrupta de la política monetaria, principalmente en las economías avanzadas. Estos desarrollos conducirían a un endurecimiento de las condiciones financieras globales mayor que el previsto, que podría ser especialmente nocivo en segmentos con elevado endeudamiento, como es el



FUENTES: Standard & Poor's, Moody's, Fitch y Banco de España.

caso de algunas compañías con baja calificación crediticia en Estados Unidos, o del sector corporativo en algunas economías emergentes. En este contexto, la evolución del tipo de cambio del dólar resulta de crucial importancia. Una apreciación del dólar, en consonancia con el proceso de normalización monetaria y el fuerte impulso fiscal aprobado, sería especialmente perjudicial para aquellos países endeudados en esta divisa; por el contrario, si el dólar se sigue depreciando, por la acentuación de los déficits gemelos (público y externo) en Estados Unidos entre otros factores, países como China pueden tener más dificultades para reducir sus vulnerabilidades. Finalmente, el giro proteccionista que se ha iniciado como consecuencia de las recientes decisiones de la administración Trump en materia comercial aumenta los riesgos a la baja sobre el crecimiento y al alza sobre la inflación.

Con un horizonte de medio plazo, los principales riesgos coinciden con los vigentes el año anterior. Las economías avanzadas continúan enfrentándose a la posible materialización de un escenario de bajo crecimiento prolongado. Aunque los riesgos de deflación han desaparecido, la recuperación reciente de la economía global parece haber revestido un carácter fundamentalmente cíclico, sin que de momento se haya percibido un incremento del potencial de crecimiento de estas economías. Por otro lado, la insuficiente corrección de algunos desequilibrios (endeudamiento exterior) podría desembocar en un escenario de crecimiento bajo persistente, que se acentuaría si la deriva proteccionista se materializa. Entre las economías emergentes siguen destacando los riesgos asociados a la transición de modelo económico en China, si bien las medidas que han comenzado a aplicarse atenúan las posibilidades de ajuste brusco.

En definitiva, la economía mundial ha comenzado 2018 con un pulso firme, en un contexto de inflación contenida y condiciones financieras favorables. No obstante, el panorama no

está exento de retos. El principal es conseguir que la retirada de la acomodación monetaria vigente durante un período prolongado pueda realizarse de manera gradual sin que desemboque en una corrección brusca de los mercados financieros. En segundo lugar, evitar que se produzca un aumento generalizado de las barreras al comercio internacional. En estas circunstancias, la gobernanza económica global debería reforzarse, según se analiza en el recuadro 4. Además, resulta esencial el papel de las políticas económicas internas. En concreto, las políticas macroeconómicas deben evitar la prociclicidad para no acentuar las oscilaciones económicas y facilitar la adopción de reformas encaminadas a aumentar el potencial de crecimiento y la capacidad de resistencia de las economías frente a *shocks* adversos, haciendo lo posible para que los beneficios de la globalización y de los avances tecnológicos alcancen a todos los sectores de la población.

5.4.2018.

La moderación salarial que se viene observando en las principales economías avanzadas tras la crisis financiera global, a pesar de los avances en la recuperación de los mercados laborales, es un tema de gran relevancia en la actualidad. Desde una perspectiva macroeconómica, esta es una de las razones que se aduce para justificar la persistencia de las bajas tasas de inflación, con las implicaciones que esto tiene para la normalización de las políticas monetarias de los bancos centrales. Desde una perspectiva microeconómica, podría ser relevante para la oferta laboral y la distribución de la renta.

La literatura académica ha propuesto varias explicaciones para este fenómeno, centradas en el marco que proporciona la *curva de Phillips*, según el cual la evolución de los salarios nominales dependerá inversamente del grado de holgura en el mercado de trabajo, y directamente del crecimiento de la productividad y de la inflación pasada y esperada para el futuro. La evidencia empírica muestra que en las últimas décadas la *curva de Phillips* de salarios se ha «aplanado», es decir, la respuesta de los salarios al grado de holgura en el mercado laboral se ha reducido en valor

Gráfico 1
SALARIOS Y DESEMPLEO CÍCLICO (a)

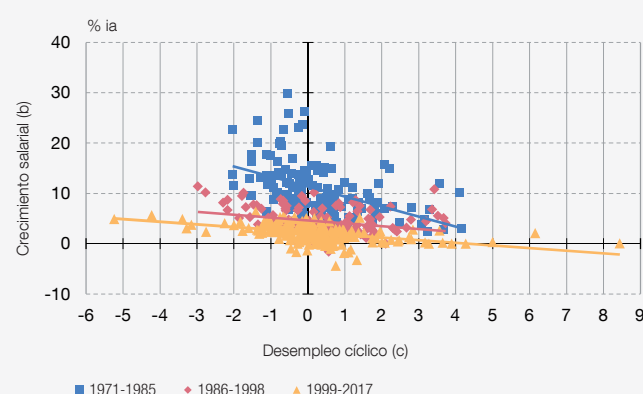


Gráfico 2
TASAS DE PARO Y TASAS DE PARO U-6 EN AVANZADOS

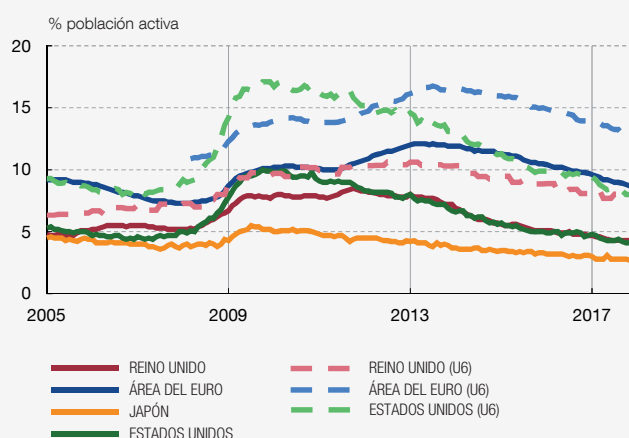


Gráfico 3
CRECIMIENTO SALARIOS, PRODUCTIVIDAD E INFLACIÓN EN AVANZADAS

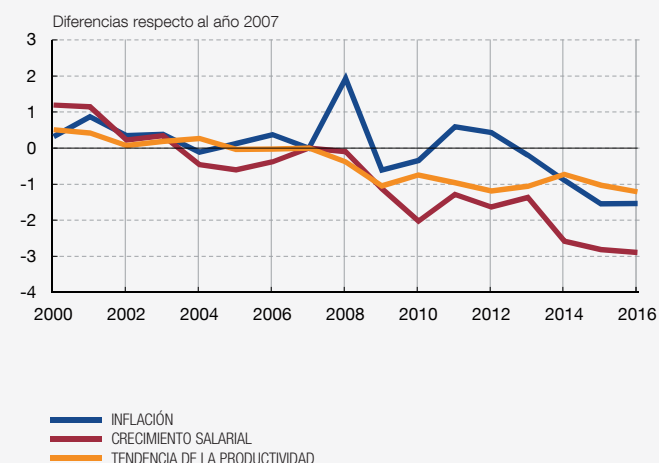
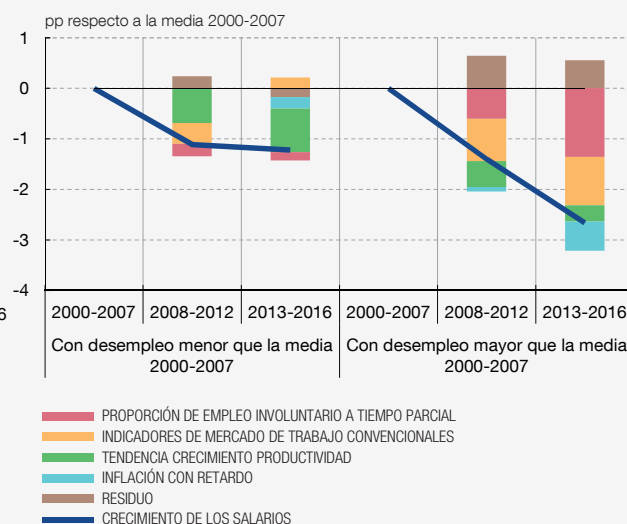


Gráfico 4
DESCOMPOSICIÓN DE LA DINÁMICA SALARIAL EN AVANZADAS



FUENTES: BIS Annual Report (2014), BCE Statistical Data Warehouse, World Economic Outlook octubre 2017 (FMI), Datastream.

- a Datos anuales, líneas de regresión estimadas con datos de panel no balanceados con efectos fijos individuales, controlando por cambios interanuales en los precios de las materias primas. Los países son Alemania, Australia, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido, Suecia y Suiza.
b Cambio interanual en los salarios.
c Tasa de desempleo menos la NAIRU.

absoluto (véase gráfico 1). A pesar de ello, estudios recientes¹ muestran que el lento crecimiento de los salarios en los últimos años vendría explicado, principalmente, por la evolución del grado de holgura, si bien persistiría un componente no explicado en el crecimiento salarial de signo negativo. En concreto, en algunas economías más avanzadas en el ciclo, como Estados Unidos, Reino Unido, Alemania o Japón, las medidas de holgura en el mercado laboral, aproximadas habitualmente por la tasa de paro, habrían pasado de restar en el crecimiento de los salarios a tener una contribución positiva, mientras que en otras economías, como algunos países del área del euro con tasas de desempleo aún muy elevadas, esta mayor holgura aún lastraría el crecimiento de los salarios. En este contexto, un factor que podría explicar los residuos negativos comentados previamente es que el grado de holgura en los mercados laborales podría ser mayor que el indicado por las tasas de paro², cuando se tienen en cuenta medidas más amplias de infrautilización del factor trabajo (como la tasa U-6, que incluye, por ejemplo, los empleos a tiempo parcial involuntarios o los inactivos que desearían trabajar), que habrían aumentado tras la crisis y cuya reducción posterior ha sido inferior a la de la tasa de paro (véase gráfico 2). De acuerdo con las estimaciones del FMI, esta medida alternativa del grado de holgura sería relevante en las economías donde la tasa de paro se ha reducido menos (véase gráfico 4).

El lento crecimiento de la productividad en la salida de la crisis y la baja inflación pasada también podrían ayudar a explicar el bajo crecimiento salarial en casi todas las economías (véase gráfico 3). De acuerdo con esas estimaciones del FMI, el menor crecimiento de la productividad explicaría alrededor de dos terceras partes del menor crecimiento de los salarios en aquellas economías donde las tasas de paro se habrían reducido más. Respecto a la mayor relevancia de la inflación pasada para el crecimiento de los salarios, los resultados son coherentes con el incremento en la persistencia de la inflación que se encuentra en análisis empíricos recientes³ y que apunta a que las tasas de inflación pasadas parecen tener una mayor peso en el proceso de fijación de precios y salarios en algunas economías.

Más allá de esas explicaciones, existen otros potenciales factores sobre los que la evidencia empírica no es concluyente. Así, parte

de la literatura ha tratado de captar no linealidades en la *curva de Phillips*, de modo que la relación entre crecimiento de salarios o precios y grado de holgura podría ser mayor o menor dependiendo de si el *gap* de desempleo es positivo o negativo. En Estados Unidos también se señala como un posible factor la *pent up wage deflation*, que supone que, como consecuencia de la existencia de rigideces a la baja en los salarios nominales durante la crisis, se habría mantenido un salario real por encima del de equilibrio para una parte del mercado de trabajo y, posteriormente, la reducción del desempleo durante la expansión habría elevado ese salario real de equilibrio hasta el nivel observado; desde esta perspectiva, los salarios observados podrían empezar a aumentar a partir de ahora y de forma brusca. También se argumenta que la composición del empleo generado tras la crisis podría desempeñar un papel relevante, ya que las nuevas cohortes tienen salarios inferiores a los de quienes se jubilan, y ha aumentado la tasa de participación de trabajadores de edad avanzada, el empleo de inmigrantes de baja cualificación o la actividad en sectores menos productivos. Otra posibilidad es que los trabajadores podrían estar aceptando bajos crecimientos salariales a cambio de estabilidad en el empleo; de hecho, los cambios voluntarios de empleo (que es cuando los trabajadores suelen elevar significativamente sus salarios) no han aumentado en la actualidad con la misma intensidad que en otras salidas de recesiones. En algunos países se señalan los efectos de las reformas estructurales en los mercados laborales, que habrían aumentado la sensibilidad de los salarios al grado de holgura (como parece observarse en Italia, España o Finlandia)⁴.

Una hipótesis que se suele plantear en relación con esta cuestión es que detrás de estos desarrollos en los mercados laborales se encuentran cambios estructurales que han modificado las relaciones entre empleados y empresas, como serían los procesos de automatización de tareas por los avances tecnológicos o la mayor competencia internacional en un mundo más globalizado gracias a la expansión de la fuerza laboral global y al desarrollo de las cadenas de producción globales⁵. De ser así, estos factores podrían ejercer presiones más duraderas sobre los mercados laborales y hacer más permanente la infrautilización del factor trabajo y el bajo crecimiento salarial.

1 Véase, por ejemplo, FMI (2017), «Recent wage dynamics in advanced economies: drivers and implications», capítulo 2 del *World Economic Outlook*, octubre.

2 Un análisis de este tipo para el caso europeo puede encontrarse en Banco de España (2017), «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico* 3/2017.

3 Véanse, para el área del euro, M. Ciccarelli y C. Osbat (eds.) (2017), *Low inflation in the euro area: causes and consequences*, Occasional Paper Series, n.º 181, ECB, enero; y para la economía mundial, J. C. Berganza, F. Borralló y P. del Río (2017), «Determinants of low global inflation rates», de próxima publicación en L. Ferrara, I. Hernando y D. Marconi (2018), *International Macroeconomics in the Wake of the Global Financial Crisis*, Springer.

4 Para España, véase L. J. Álvarez y A. Urtasun (2013), «La variación en la sensibilidad cíclica de la inflación española: una primera aproximación», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España, pp. 69-75, y para Italia, M. Riggi y F. Venditti (2014), «Surprise! Euro area inflation has fallen», Bank of Italy, *Questioni di Economia e Finanza*, n.º 237.

5 Véase, por ejemplo, R. Auer, C. Borio y A. Filardo (2017), *The globalization of inflation: the growing importance of global value chains*, BIS Working Papers, n.º 602. No obstante, hay otros estudios que no encuentran evidencia concluyente sobre la validez de esta hipótesis: por ejemplo, para la zona del euro, BCE (2017) «Domestic and global drivers of inflation in the euro area», *Economic Bulletin*, n.º 4.

La política fiscal en Estados Unidos ha adoptado un tono claramente expansivo con la aprobación de una reforma fiscal a finales de diciembre y la firma de un acuerdo bipartidista para elevar el techo de gasto en los ejercicios fiscales de 2018 y 2019. En un contexto de evolución económica favorable, el efecto final de estas medidas procíclicas dependerá en buena medida de la reacción de la política monetaria. Este recuadro trata de proporcionar una estimación aproximada del impacto del impulso fiscal utilizando el modelo NiGEM¹. Para ello, a continuación se describen las medidas aprobadas y, posteriormente, se presentan los resultados para las principales magnitudes macroeconómicas bajo tres escenarios de reacción de la política monetaria.

- 1 El NiGEM es un modelo semiestructural de la economía global desarrollado por el National Institute of Economic and Social Research (NIESR). Incluye 60 países y usa datos trimestrales de esos países para simular los efectos de cambios en las políticas económicas y otro tipo de perturbaciones.

El pasado 22 de diciembre, el presidente de Estados Unidos ratificó la reforma fiscal conocida como *Tax Cuts and Jobs Act*. Entre los cambios más importantes que la reforma introduce en el impuesto sobre sociedades, se encuentran la reducción del tipo impositivo del 35 % al 21 % —pasando de ser el país de la OCDE con el tipo estatutario más elevado a situarse ligeramente por encima de la media— y la deducción inmediata del 100 % de los gastos por inversión durante los diez próximos años, con una reducción gradual del porcentaje deducible a partir de 2022. A la par, la reforma establece cambios en la imposición sobre los beneficios de multinacionales generados en el extranjero, incluyendo una amnistía fiscal para la repatriación de beneficios acumulados en el exterior (*deemed repatriation*), con una imposición del 15,5 % sobre activos líquidos (8 % sobre los ilíquidos), y también establece medidas para la prevención de la erosión de la base imponible. En cuanto al impuesto sobre la renta personal, la reforma reduce los tipos de todos los niveles de renta con carácter temporal, pues la

Gráfico 1
PREVISIÓN DEL PIB

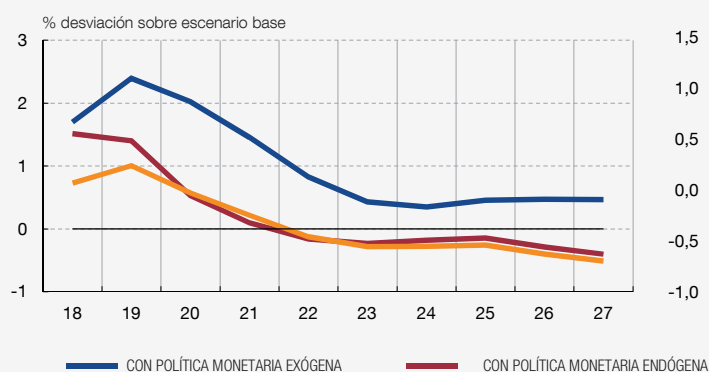


Gráfico 2
PREVISIÓN DE INFLACIÓN

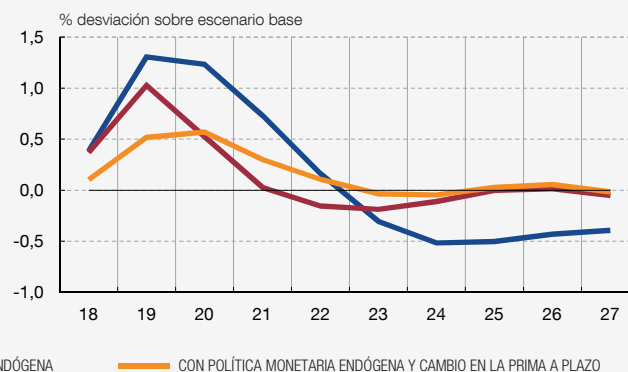


Gráfico 3
PREVISIÓN DE LOS DÉFICITS GEMELOS CON POLÍTICA MONETARIA EXÓGENA

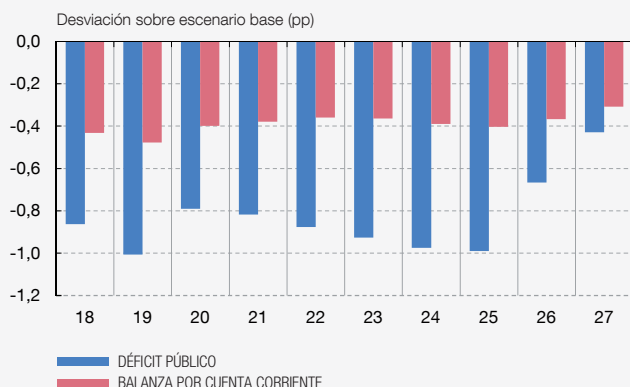
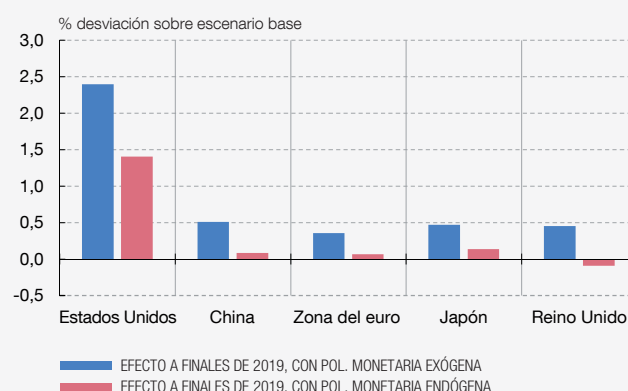


Gráfico 4
SPILLOVERS INTERNACIONALES SOBRE EL PIB



FUENTE: Cálculos propios con modelo NiGEM.

rebaja expirará en 2025. La segunda medida de impulso fiscal ha sido consecuencia del acuerdo bipartidista adoptado en el Senado y ratificado por el presidente el 9 de febrero, para elevar el techo de gasto en 296 mm de dólares durante los ejercicios fiscales de 2018 y 2019, de los que 165 mm de dólares se dedicarán a gasto en defensa y otros 131 mm de dólares a otras categorías de gasto².

Según las estimaciones realizadas con el modelo NiGEM, el estímulo fiscal derivado de estas dos medidas resultaría en un aumento transitorio del PIB, que duraría entre tres y cinco años, dependiendo de la reacción de la política monetaria, una elevación de la inflación por encima de las previsiones actuales, un aumento de los tipos de interés a corto plazo y un deterioro de los desequilibrios fiscales y exterior. En un primer escenario, en el que la Fed no reacciona a los efectos expansivos del impulso fiscal, en 2019 el PIB sería un 2,4 % mayor que en el escenario sin expansión fiscal, con un impacto sobre el crecimiento en 2018 de más de 1,5 pp (véase panel superior del gráfico). Sin embargo, si la política monetaria responde al alza del PIB y de la inflación derivada de las medidas fiscales, el efecto expansivo en el nivel del PIB se moderaría hasta un 1,4 % en 2019. Además, en caso de que se produjese un repunte de la prima a plazo de los tipos a diez años (simulado en un aumento de 75 pb para que recupere su media histórica), el impacto máximo de la expansión fiscal sobre el PIB se reduciría a 1 pp a fines de 2019, con un crecimiento del PIB en 2018 que sería 0,7 pp superior, y cuyos efectos irían disipándose a partir de 2020. Estos resultados están en línea con otros estudios, si bien en nuestro caso la política monetaria reacciona significativamente, algo que no contemplan los analistas por el momento.

2 Además, el presidente Trump presentó en febrero un plan para la mejora de las infraestructuras por 200 mm de dólares en diez años, que se espera que genere una inversión total de, al menos, 1,5 billones de dólares, fomentando la inversión de los Gobiernos estatales y locales, así como de empresas privadas. No obstante, este plan está en una fase inicial de discusión y su aprobación se anticipa difícil sin recortes significativos. Por este motivo, dicha medida no se incluye en las simulaciones.

La inflación también sobrepasaría las proyecciones actuales, especialmente en el escenario de política monetaria exógena (1,3 pp en 2019), siendo, lógicamente, la desviación menor si la política monetaria reacciona endógenamente (1 pp) y aún menor si los mercados elevan la prima a plazo (0,5 pp). Finalmente, cabe destacar que se produciría un deterioro del saldo fiscal y exterior, con una desviación de 0,8 pp y 0,4 pp sobre el escenario base en los próximos años, hasta situarse cerca del 6 % y el 4 % del PIB, respectivamente (véase el panel inferior del gráfico).

Un aspecto relevante que considerar es la posible transmisión al resto del mundo de este estímulo fiscal. En caso de que la política monetaria no reacciona al estímulo fiscal, el PIB de China, Japón y Reino Unido se elevaría alrededor de cinco décimas a finales de 2019; en la zona del euro el impacto sería algo menor, de 0,4 pp. En el escenario de política monetaria endógena con un aumento de la prima a plazo de 75 pb, los efectos son sustancialmente menores, sobre 0,1-0,2 pp. Además, podría ocurrir que el aumento de la prima por plazo en Estados Unidos desencadenara un incremento de los tipos a largo plazo en el resto de países, dada la posición central que ocupa esta economía en los mercados financieros globales, con efectos contractivos en su PIB. En algunos países, este canal financiero podría superar al canal comercial analizado previamente.

En resumen, la expansión fiscal contribuirá a un mayor crecimiento en Estados Unidos en el corto plazo, aunque es probable que intensifique las presiones inflacionistas y el endurecimiento del tono de la política monetaria de la Fed. Además, en un contexto de brecha de producción positiva, se genera un aumento de los desequilibrios de la economía americana, con un deterioro de las finanzas públicas y del déficit por cuenta corriente. El impacto internacional de esta expansión fiscal será previsiblemente modesto, e incluso puede ser negativo si se produce un efecto contagio a los mercados financieros de otros países, más aún si las autoridades de Estados Unidos introducen medidas proteccionistas para contrarrestar el deterioro de su saldo exterior.

Durante las últimas décadas, en paralelo a un proceso más amplio de transformación económica estructural del país, el marco de política monetaria de China también se ha modificado para añadir los tipos de interés de nuevas facilidades de crédito a las instituciones financieras. El objetivo del banco central (PBoC) es «mantener la estabilidad del valor de la moneda y así promover el crecimiento económico», a partir del cual es posible deducir la estabilidad de los precios. Sin embargo, como señaló públicamente su gobernador¹, el banco central chino también tiene en cuenta otros objetivos, que van desde la creación de empleo hasta las reformas financieras.

Al mismo tiempo, la creciente integración de China en la economía mundial está suponiendo una mayor interrelación de las políticas económicas nacionales e internacionales². Esto implica, entre otras cosas, que el impacto de la política monetaria de las economías avanzadas se transmite con mayor facilidad a China. En este sentido, Girardin *et al.* (2017)³ encuentran evidencia de que la política monetaria de Estados Unidos condiciona en alguna medida las decisiones de la política monetaria de China, al menos en los últimos quince años. En este recuadro, se ilustra cómo China ha respondido a los *shocks* de política monetaria de Estados Unidos a partir del análisis de dos episodios concretos.

El primer episodio ocurrió después de la crisis financiera global, en particular en 2014 y 2016. China (y el PBoC en particular) implementaron una política de relajación monetaria⁴, que contribuyó a la expansión del crédito. La banca en la sombra, los desequilibrios estructurales, las burbujas de activos y las preocupaciones sobre la estabilidad financiera también aumentaron. Paralelamente, desde mediados de 2013, Estados Unidos comenzó a normalizar su política monetaria ultraexpansiva, primero dejando de expandir el balance de la Fed y, más tarde, con el aumento de los tipos de interés. De hecho, en un primer momento, la posibilidad de que el programa de adquisición de deuda pública de la Fed se redujera sorprendió a los mercados, impulsando al alza no solo los tipos de la deuda a largo plazo de Estados Unidos, sino también los de otras economías desarrolladas y emergentes, y provocando fuertes correcciones en los mercados (véase gráfico 1)⁵. Más tarde, en diciembre de 2014, la Fed comenzó a reducir gradualmente sus compras mensuales de activos y en diciembre de 2015 elevó su tasa de interés por primera vez en seis años, sin que los mercados reaccionaran bruscamente al haber comunicado de forma precisa sus intenciones con anterioridad. En este contexto, el renminbi se enfrentó a importantes presiones depreciatorias⁶, lo que llevó al PBoC a reducir sus reservas de divisas. Las reservas oficiales cayeron de 4 billones de dólares a mediados de 2014 a algo más

- 1 Zhou Xiaochuan (2016), «Managing Multi-Objective Monetary Policy: From the Perspective of Transitioning Chinese Economy», Michel Camdessus Central Banking Lecture – FMI, junio.
- 2 Véase E. Prasad (ed.) (2004), *China's Growth and Integration into the World Economy*, Occasional Paper n.º 232, Washington, IMF Press.
- 3 E. Girardin, S. Lunven y G. Ma (2017), *China's evolving monetary policy rule: from inflation-accommodating to anti-inflation policy*, BIS Working Papers n.º 641, mayo.

- 4 Durante 2014-2016, el PBoC redujo los tipos de interés de referencia seis veces, y el coeficiente de caja, cinco.
- 5 En concreto, se depreciaron rápidamente las monedas frente al dólar, cayeron las cotizaciones bursátiles y los flujos de capitales a emergentes cayeron.
- 6 El renminbi perdió un 7 % frente al dólar el año posterior a la primera subida de tipos de la Fed, la mayor caída anual desde que comenzó el proceso de liberalización del renminbi en 2005.

Gráfico 1
DIFERENCIAL DE RENDIMIENTO DE BONOS DE GOBIERNO A DIEZ AÑOS
PAÍSES EMERGENTES SELECCIONADOS ENERO DE 2013 - FEBRERO DE 2018

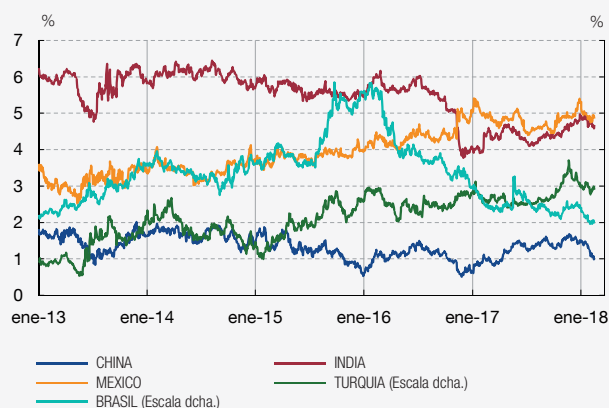
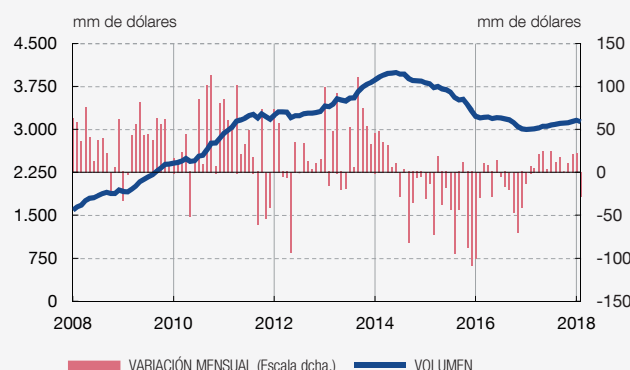


Gráfico 2
RESERVAS INTERNACIONALES



FUENTES: Datastream, The People's Bank Of China y CEIC.

de 3 billones en diciembre de 2016 (véase gráfico 2). China se enfrentó a la denominada «trinidad imposible»⁷: para poder mantener la autonomía de su política monetaria y evitar una mayor depreciación del renminbi, tuvo que revertir la incipiente apertura de su cuenta financiera exterior, para frenar las salidas de capital.

Desde diciembre de 2015, la Fed ha seguido normalizando su política monetaria, elevando su tipo de interés en cinco ocasiones más y reduciendo paulatinamente el tamaño de su balance. China, por su parte, ha pasado gradualmente a un ciclo de ajuste monetario para favorecer el desapalancamiento financiero,

alineando, por tanto, su política monetaria con la de Estados Unidos. Esta sincronización de las políticas monetarias ha sido posible porque tanto las condiciones macroeconómicas externas como las internas de China han mejorado (renminbi más fuerte⁸, flujos de capitales netos positivos y reversión en la tendencia a la reducción de las reservas, inflación moderada y crecimiento superior al esperado). China también se está beneficiando de las múltiples herramientas de política monetaria que PBoC ha estado desarrollando desde 2013. A diferencia de ciclos de endurecimiento monetario previos en que se elevaron los tipos de interés de referencia y de depósito, en 2017 no se

7 Véase, L. Cuadro-Sáez y S. Gallego (2016), «La liberalización financiera de China: perspectivas para la política económica e implicaciones globales», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.

8 Durante 2017, el renminbi se apreció un 6,8 % frente al dólar. La introducción del denominado «factor contracíclico» en la fórmula de fijación diaria en renminbi en mayo de 2017 parece haber sido crucial para ello.

Cuadro 1
INSTRUMENTOS DEL BANCO POPULAR DE CHINA

	Descripción
Coefficientes de reservas	Regula la cuantía mínima de reservas exigida a un banco respecto a sus préstamos
Tipos de referencia sobre depósitos y préstamos	Tipos mínimos de depósitos y máximos de créditos. Únicos tipos de referencia antes de la liberalización (octubre de 2015); han permanecido también después
Tipo de interés sobre las reservas excedentarias	Tipo de interés al cual los bancos comerciales pueden depositar sus reservas en el PBoC
Operaciones de mercado abierto (OMO)	— <i>Repos</i> 7, 14, 21, 28 y 91 días — <i>Reverse repos</i> (r.r.): 7, 14, 21, 28, 63 y 91 días — Bonos del banco central: tres meses, uno y tres años
Herramienta de ajuste de liquidez de corto plazo (SLO)	— Se utilizaba puntualmente, para reducir la volatilidad de los mercados monetarios, cuando no había OMO cada día laboral (antes de enero de 2016) — De uno a siete días (<i>repos</i> y <i>reverse repos</i>)
Facilidad de crédito permanente (SLF)	— Se utiliza para favorecer el respaldo de liquidez para las instituciones financieras pequeñas y medianas y para contrastar fluctuaciones estacionales — De uno a siete días (<i>reverse repos</i>) — Préstamos de uno a tres meses
Facilidad de crédito a medio plazo (MLF)	— Se utiliza para favorecer la asignación del crédito al sector agrícola, <i>latu sensu</i> , y empresas micro y pequeñas — Préstamos a tres y seis meses, y a un año
Préstamos adicionales garantizados (PSL)	— Se utiliza para favorecer el programa gubernamental de urbanización — Préstamos a tres y cinco años
Window guidance	— Se trata de un mecanismo de «persuasión moral», que consiste en reuniones entre altos representantes del PBoC y de las instituciones financieras más importantes. Suelen utilizarse en combinación con otros instrumentos de política monetaria para moldear las expectativas del mercado — El objetivo es guiar a los bancos y a las otras instituciones financieras a seguir las directrices oficiales
Controles de capital	Se trata de regulaciones que tienen el objetivo de limitar los flujos de capitales entre China y el resto del mundo
Herramientas macroprudenciales	Evaluaciones macroprudenciales llevadas a cabo por el PBoC, y que requieren la coordinación con otras instituciones (CBRC, CSRC, CIRC)

FUENTES: Banco de España sobre el PBoC, Komlóssy *et al.* (2017), Geiger (2008) y Banco de España (2017).

han modificado, recayendo el ajuste en una elevación de los tipos de interés de varias facilidades crediticias y de los *repos* inversos, dentro del nuevo marco de política monetaria, que consiste en un corredor de tipos de interés y una guía para los tipos de los préstamos a medio plazo (véase cuadro 1). Dos de las tres ocasiones en que esto ocurrió fueron inmediatamente posteriores a los aumentos de tipos de la Reserva Federal, en marzo y diciembre de 2017. Esto sugiere que el PBoC tiene la intención de estabilizar el diferencial de tipos de interés entre China y Estados Unidos para aliviar la presión sobre el tipo de cambio y los flujos de capital, evitando, a la vez, impactos excesivos en la actividad e interferencias con el proceso de des-apalancamiento.

Por lo tanto, de cara a 2018, el PBoC se enfrenta al reto de mantener la liquidez que necesita la economía y, paralelamente, evitar ajustes bruscos en el tipo de cambio. Incluso aunque el PBoC pueda utilizar múltiples instrumentos de política monetaria, y también macroprudenciales, para contener los riesgos financieros en un contexto internacional cambiante, se va a poner a prueba la adecuación y flexibilidad de su nuevo marco de política monetaria. En concreto, un exceso de tensión monetaria podría provocar turbulencias en los mercados internos que podrían afectar a la estabilidad financiera. Y estos riesgos internos podrían ser amplificados por perturbaciones externas, tales como correcciones en los mercados bursátiles, una mayor debilidad del dólar estadounidense o un aumento del proteccionismo comercial.