

Perspectivas de la economía mundial para 2019

Pedro del Río y Esther Gordo

Resumen

La debilidad reciente de la economía mundial ha dado lugar a una revisión a la baja de las perspectivas para 2019. El escenario central de previsiones apunta a una moderación generalizada del crecimiento, aunque con diferencias de intensidad por áreas, en un entorno de elevada incertidumbre e importantes riesgos a la baja. Entre ellos, destacan la posible proliferación de medidas proteccionistas, una salida desordenada y sin acuerdo del Reino Unido de la UE, una desaceleración más intensa de lo esperado en China o en el área del euro, o un ajuste severo en los mercados financieros. Cualquiera de estos eventos —o una combinación de ellos— tendría un impacto sobre la economía mundial, que podría llegar a ser significativo, en un contexto en el que las políticas de estabilización macroeconómica tienen un margen de actuación limitado.

Palabras clave: perspectivas económicas globales, proteccionismo, *brexit*, tensiones financieras, políticas económicas.

Códigos JEL: F01, F40, E50, E60.

Este artículo ha sido elaborado por Pedro del Río y Esther Gordo, de la Dirección General de Economía y Estadística.

La economía mundial en 2018 y principios de 2019

La economía mundial se desaceleró a lo largo de 2018, en un contexto de elevada incertidumbre, deterioro de la confianza y tensiones comerciales crecientes. El PIB mundial creció un 3,6 %, dos décimas menos que en 2017 y por debajo de lo esperado al principio del ejercicio, mostrando un perfil de desaceleración que ha continuado hasta principios de 2019 (gráficos 1.1 y 1.2). Este debilitamiento de la economía mundial vino acompañado por un importante deterioro del comercio mundial, más marcado hacia el final del año (gráfico 1.3), reflejo de la creciente incertidumbre propiciada por el conflicto comercial entre Estados Unidos y China, las tensiones financieras —que afectaron tanto a las economías emergentes como, hacia finales del año, a los mercados desarrollados— y las dudas sobre el alcance de la desaceleración económica en China. En Europa, a estos factores se sumaron los temores sobre el rumbo de las políticas económicas en Italia y la incertidumbre generada por el proceso de salida del Reino Unido de la UE.

En 2018, el crecimiento en las economías avanzadas se vio lastrado por el deterioro de las manufacturas, de la inversión y de la demanda externa, mientras que los servicios y el consumo privado mantuvieron, en general, una mayor fortaleza, apoyados en el buen comportamiento de los mercados laborales. No obstante, se apreciaron diferencias entre ellas. El crecimiento en Estados Unidos se mantuvo comparativamente elevado, impulsado por el estímulo fiscal y por la solidez de la demanda privada. En otras economías avanzadas, en cambio, la actividad se desaceleró en mayor medida por la debilidad de la demanda externa y por el impacto de factores específicos, más o menos transitorios, como los desastres naturales en el caso de Japón.

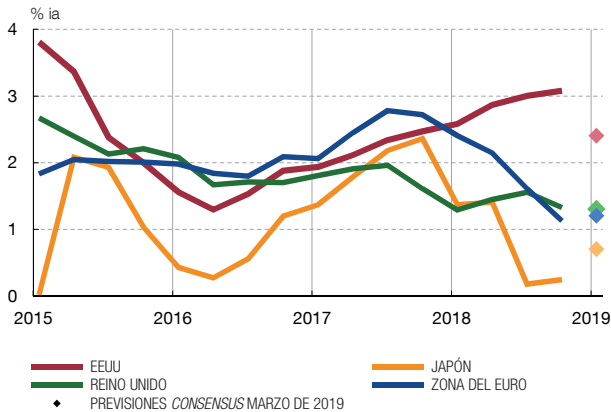
En la Unión Económica y Monetaria (UEM), la desaceleración de la actividad en la segunda mitad del año fue especialmente intensa e inesperada. El crecimiento medio del PIB se redujo siete décimas en relación con 2017 (gráfico 2.1), por la menor contribución del sector exterior. La economía de la UEM es particularmente abierta y sufrió con mayor intensidad que otras áreas el impacto de las tensiones comerciales y de la incertidumbre geopolítica. La apreciación pasada del euro y la estructura de especialización comercial por mercados de exportación y por productos contribuyeron a amplificar este efecto (gráfico 2.3)¹. En algunas economías de la zona del euro también operaron factores idiosincrásicos que lastraron su crecimiento, como la crisis de los chalecos amarillos en Francia.

En las economías avanzadas, las tasas de inflación apenas reflejaron los mayores crecimientos salariales. Aunque las tasas de paro se situaron en mínimos históricos en algunas de ellas (gráfico 1.4), propiciando una aceleración gradual de los salarios, y a pesar de la avanzada posición cíclica (gráfico 1.5), no se apreciaron presiones inflacionistas relevantes. El recuadro 1 analiza con mayor detenimiento este comportamiento de precios, costes y márgenes. Las tasas de inflación se mantuvieron contenidas, con algunas oscilaciones asociadas a la evolución de los precios del petróleo (gráfico 1.6). En Estados Unidos, la inflación finalizó el año en tasas del 1,9 %, mientras que en la UEM se moderó

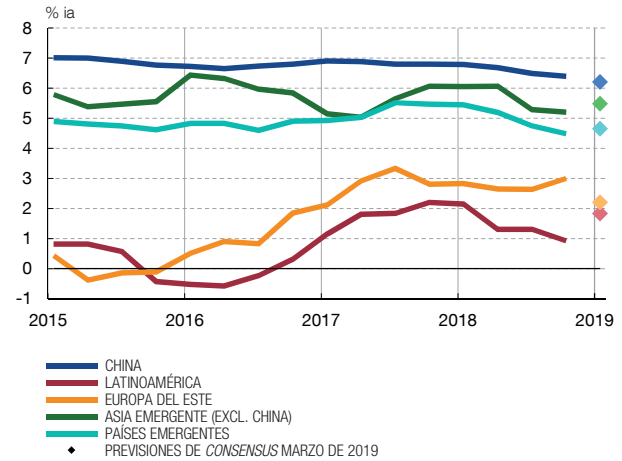
¹ Véase “El impacto de la desaceleración del comercio mundial sobre las exportaciones de la UEM”, recuadro 2 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2019, Banco de España, pp. 14-16.

La economía mundial continúa en una senda de desaceleración, con revisiones a la baja generalizadas de las previsiones, aunque con ciertas divergencias por áreas. Estados Unidos mantuvo un mayor dinamismo que otras economías avanzadas. Los mercados laborales mantuvieron su buen comportamiento. Pero el comercio mundial se contrajo en el cuarto trimestre de 2018, por la caída del comercio en Asia emergente, y los indicadores adelantados mantienen la tendencia de debilidad. Las tasas de inflación se han moderado recientemente, influidas por la evolución del componente energético, y las previsiones también se han revisado a la baja.

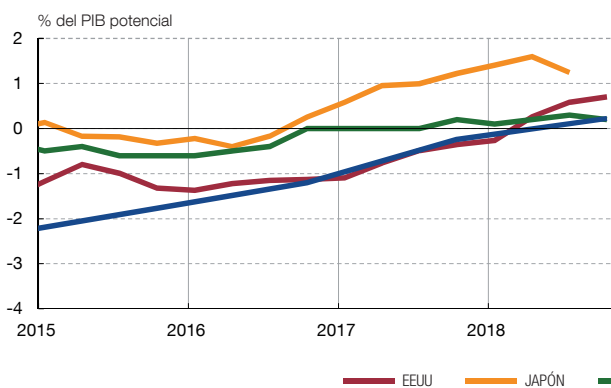
1 EVOLUCIÓN DEL PIB Y PREVISIONES DE CONSENSUS PARA 2019 (AVANZADAS)



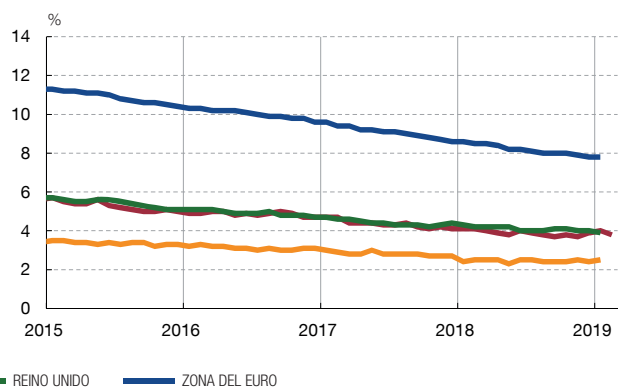
2 EVOLUCIÓN DEL PIB Y PREVISIONES DE CONSENSUS PARA 2019 (EMERGENTES)



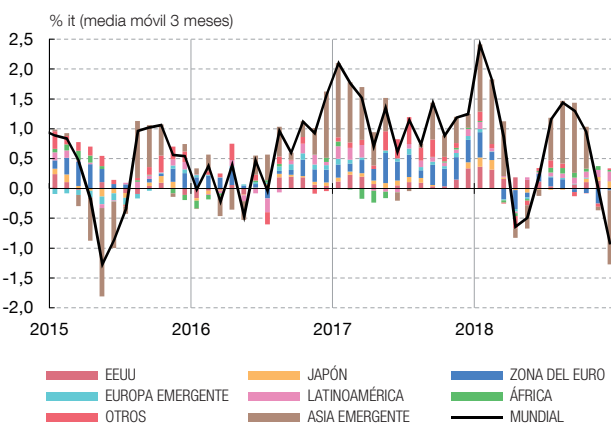
3 OUTPUT GAP AVANZADAS



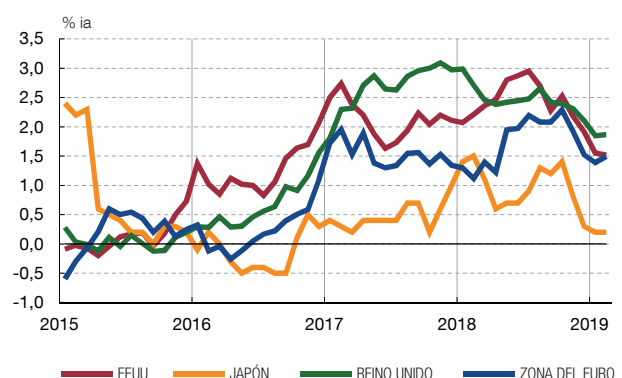
4 TASAS DE DESEMPLEO AVANZADAS



5 CRECIMIENTO DEL COMERCIO MUNDIAL. EVOLUCIÓN POR ÁREAS



6 INFLACIÓN GENERAL

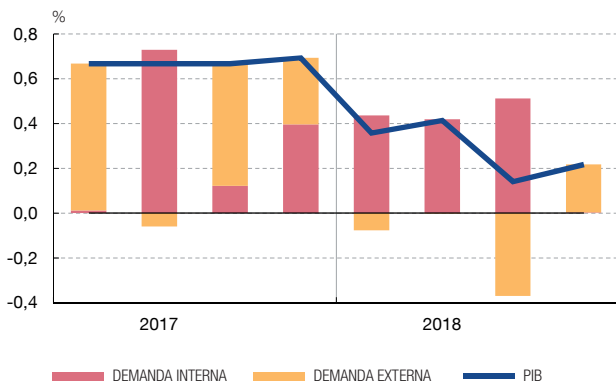


FUENTES: CPB, PIIE, US CENSUS, CBO, FMI WEO abril 2019, OBR, Banco de Japón y FMI DOTS.



La ralentización de la economía de la zona del euro en 2018 se traslada a las previsiones para los próximos años. Las exportaciones se desaceleran de manera notable. La inflación se mantiene moderada.

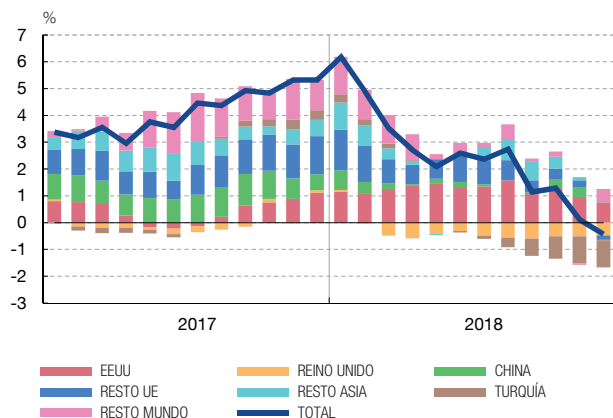
1 CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB Y CONTRIBUCIONES



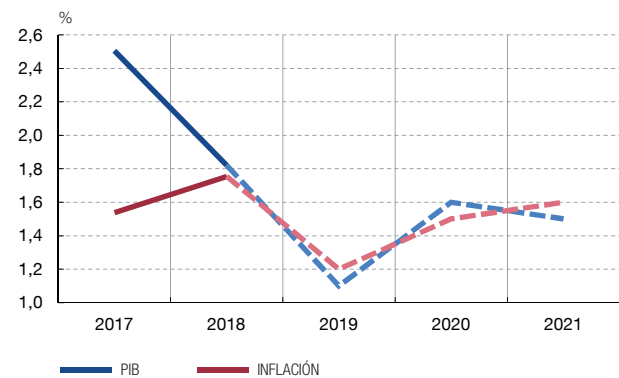
2 INFLACIÓN
Crecimiento interanual



3 EXPORTACIONES REALES EXTRA-UEM Y CONTRIBUCIÓN POR ÁREAS GEOGRÁFICAS
Crecimiento interanual



4 PREVISIONES DEL PIB E INFLACIÓN BCE MARZO



FUENTES: Eurostat y BCE.



hasta el entorno del 1,5 % (gráfico 2.2); en Japón, el crecimiento de los precios fue todavía más contenido, y se situó en el 0,3%. Las expectativas de inflación a medio plazo, calculadas a partir de indicadores de mercado, registraron un descenso generalizado.

La actividad económica en los países emergentes también perdió dinamismo en 2018, resultado del deterioro de la confianza y del comercio mundial. El endurecimiento de las condiciones financieras afectó adicionalmente a estos países, especialmente a aquellos con elevada dependencia de la financiación externa, como Argentina y Turquía, que tuvieron que llevar a cabo fuertes ajustes en sus economías. Por regiones, América Latina siguió presentando un crecimiento bajo. En Asia, sin embargo, se registró un mayor dinamismo, aunque también con señales de desaceleración, en particular en China. Las medidas previamente adoptadas por las autoridades chinas para reducir el endeudamiento privado y las tensiones comerciales con Estados Unidos propiciaron un enfriamiento de la economía que alimentó los temores a una desaceleración más intensa del PIB; las autoridades reaccionaron poniendo en marcha algunas medidas fiscales de apoyo, que han frenado la desaceleración.

Al hilo de los acontecimientos señalados, en 2018 se produjeron varios episodios de tensiones financieras, que acabaron afectando a los mercados financieros de las economías avanzadas. Esas tensiones financieras, junto con las señales de desaceleración económica y la ausencia de presiones inflacionistas, llevaron a los principales bancos centrales a revisar los planes de normalización de sus políticas monetarias al inicio de 2019. En concreto, tras su reunión de marzo, el comité de política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos indicó que no prevé realizar subidas adicionales de tipos de interés en 2019 y anunció la finalización del proceso de reducción de su balance en el mes de septiembre. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) ha prolongado el período previsto de mantenimiento de los tipos de interés en los niveles actuales y ha anunciado una nueva ronda de TLTRO. El tono más acomodaticio de las políticas monetarias, junto con el reciente optimismo sobre las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, y las medidas de estímulo en este país han contribuido a una mejora de los mercados financieros desde principios del año.

Perspectivas para la economía mundial en 2019

Las perspectivas de crecimiento para 2019 apuntan a una desaceleración en la mayor parte de las regiones de la economía mundial. La moderación de la actividad global ha continuado en el primer trimestre de 2019, de acuerdo con los indicadores de alta frecuencia —especialmente, los referidos al comercio y a las manufacturas—, y se espera que en el conjunto del año la economía mundial registre un crecimiento inferior al de 2018. El escenario central de los principales organismos internacionales² apunta a un crecimiento del PIB mundial en el entorno del 3,3 %, unas tres décimas menos que el pasado año.

La actividad global seguirá apoyada en el buen comportamiento de los mercados laborales y en unas políticas expansivas de demanda, pero la elevada incertidumbre y el entorno internacional más débil frenarán el avance de la inversión y de la demanda externa en casi todas las áreas. El comercio mundial se contrajo cerca de un 1 % en el cuarto trimestre de 2018 y se espera que crezca poco más del 3 % en 2019, menos que el año pasado y por debajo del PIB global, incluso en un escenario en el que las tensiones comerciales no se intensifiquen. Aunque aún no se dispone de suficiente evidencia para determinar los factores que subyacen a esta debilidad del comercio, tras el dinamismo que registró en 2017, no cabe duda de que el proteccionismo y la incertidumbre sobre las políticas comerciales³ desempeñan un papel relevante⁴.

En Estados Unidos, la actividad seguirá en una senda de moderación durante 2019. Se espera que el crecimiento del PIB se reduzca del 2,9 % en 2018 a tasas inferiores al 2,5 %, según las previsiones más recientes de *Consensus*. La reforma fiscal y el aumento del gasto público aprobados el pasado año todavía servirán de soporte al crecimiento, que también se beneficiará del freno en el proceso de normalización de las condiciones monetarias que ha anunciado la Reserva Federal y de la buena situación del mercado laboral. No obstante, la incertidumbre económica global y los efectos de las tensiones comerciales harán mella en la inversión y en las exportaciones, como ya sucedió durante 2018 (gráfico 3.1). En este contexto, la tasa de inflación se mantendrá algo por debajo del objetivo del 2 %, de acuerdo con las proyecciones de la Reserva Federal. Conforme se disipe el impulso fiscal, a partir del próximo año, el crecimiento se irá reduciendo, hasta situarse alrededor del potencial en los próximos años (gráfico 3.2).

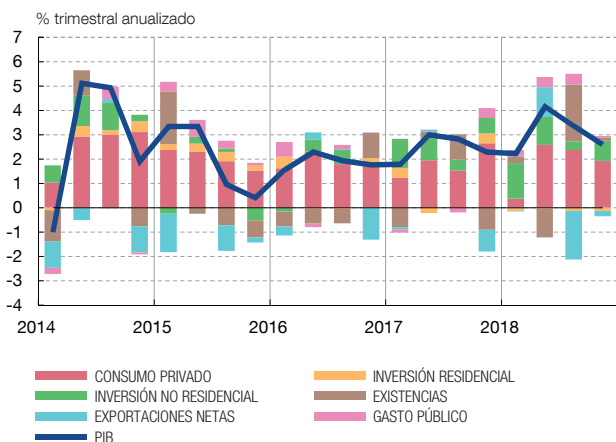
² Véase, por ejemplo, *World Economic Outlook: Growth Slowdown, Precarious Recovery*, FMI, abril de 2019.

³ Además de las tensiones de Estados Unidos con China y con la UE, otro foco de incertidumbre en el ámbito comercial es la aprobación final del acuerdo entre Estados Unidos, Canadá y México.

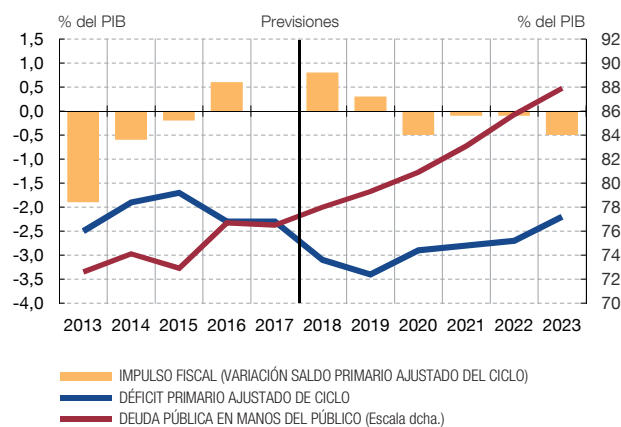
⁴ Véanse, por ejemplo, «Las recientes tendencias proteccionistas en el ámbito comercial y su impacto sobre la Unión Europea», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2019, Banco de España, y «Scenario Box 1. Global Trade Tensions», *World Economic Outlook: Challenges to Steady Growth*, FMI, octubre de 2018, pp. 33-35.

El mayor crecimiento en Estados Unidos se debió al dinamismo del consumo privado, apoyado por el crecimiento del empleo y los recortes impositivos. Pero la inversión y el sector exterior dan muestras de debilidad, y, conforme se revierta el impulso fiscal en los próximos años, el PIB se irá desacelerando.

1 CRECIMIENTO DEL PIB POR COMPONENTES



2 IMPULSO FISCAL, DÉFICIT PÚBLICO Y DEUDA PÚBLICA



FUENTES: Bureau of Economic Analysis, Congressional Budget Office y FMI.



Las perspectivas de crecimiento para la zona del euro se han reducido de manera notable. En particular, el carácter persistente de la desaceleración llevó a una rebaja de las previsiones del BCE para 2019 y 2020 en su ejercicio de previsión de marzo, que se situaron en el 1,1 % y el 1,6 %, respectivamente, seis y una décimas menos de lo previsto en diciembre (gráfico 2.4). La revisión a la baja en la senda central de crecimiento se sustenta tanto en la incertidumbre global y en el debilitamiento del comercio mundial como en factores específicos del área que están siendo más duraderos y más intensos de lo esperado —las dificultades en la industria del automóvil, la inestabilidad social en Francia y la recesión económica en Italia—, y que contribuyen al debilitamiento del momento cíclico. Las estimaciones del *output gap* se han ampliado sustancialmente, de forma que solo volvería a ser positivo en 2021. Esto dificulta el crecimiento de los precios y retrasa las perspectivas de convergencia de la inflación hacia su objetivo: las previsiones de inflación general y subyacente se han revisado del 1,8 % al 1,6 % en 2021, en ambos casos (gráfico 2.4). Esta revisión viene explicada por los menores precios del petróleo, la moderación de las expectativas de inflación y un menor grado de traslación de salarios a precios que el observado en ciclos anteriores (véase recuadro 1).

En el resto de las principales economías avanzadas, las previsiones para 2019 también se han revisado a la baja, como consecuencia de la incertidumbre económica y política, el deterioro de la confianza y un entorno exterior menos favorable. En Japón, se espera que el PIB crezca alrededor del 1 % en 2019, a pesar de las medidas de estímulo fiscal previstas para compensar los efectos adversos del aumento impositivo previsto en octubre de este año sobre el consumo privado; las perspectivas de inflación se han ido revisando a la baja y se mantienen por debajo del 1 %, lejos del objetivo del banco central. En el Reino Unido, se espera que el PIB crezca solo ligeramente por encima del 1 %; la elevada incertidumbre generada en torno al proceso del *bretxit* y la desaceleración en el área del euro incidirán sobre la inversión y las exportaciones, y la inflación se mantendrá alrededor del 2 %.

Un elemento central de este escenario para 2019 es el comportamiento favorable del empleo, para el que se prevé que siga sustentando el crecimiento económico. La

intensidad de la respuesta del empleo durante la fase de expansión económica fue notable y permitió compatibilizar una notable reducción de las tasas de desempleo con incrementos en la participación de la población activa. Aunque este comportamiento ha venido asociado a mayores tasas de parcialidad y temporalidad en algunos casos —especialmente, en la zona del euro—, la creación de empleo y los aumentos de las rentas salariales están contribuyendo de manera crucial a sostener el crecimiento de las economías avanzadas.

En el conjunto de las economías emergentes, el crecimiento se mantendrá relativamente estable —alrededor del 4,5 %—, aunque con diferencias importantes por áreas. La evolución de los mercados financieros emergentes en los últimos meses ha mejorado a medida que revertían algunos de los factores que determinaron el comportamiento negativo en 2018. El cambio de tono de las políticas monetarias de los países desarrollados y la estabilización de las economías más afectadas por las turbulencias han propiciado una relajación de las condiciones financieras que enfrentan estas economías. Adicionalmente, la economía china comenzó a mostrar signos de estabilización, apoyada en las políticas económicas de estímulo implementadas recientemente. En este contexto, se confía en que las economías asiáticas continúen liderando el crecimiento mundial. Se espera que la economía china prosiga su moderación gradual, en línea con la rebaja del objetivo de crecimiento desde el 6,5 % hacia tasas en torno al 6 %. Las restantes economías de la región se verán afectadas por el menor avance de las exportaciones, asociado al enfriamiento de la economía mundial y a la moderación en China, con la excepción de la India, cuyo crecimiento se espera que siga superando el 7 %. El crecimiento en América Latina podría repuntar ligeramente, estimulado por un mayor dinamismo del PIB en Brasil, hasta tasas cercanas al 2 %, y una menor contracción de la actividad en Argentina en la segunda mitad del año, que dejaría la caída del PIB en un -1,5 %, y a pesar de cierta desaceleración en México. En Turquía, el PIB podría caer cerca del -2 %, por los ajustes requeridos para hacer frente a las tensiones financieras del pasado año. En todo caso, estas previsiones asumen el mantenimiento de las políticas de ajuste en las economías más vulnerables y de unas políticas prudentes en el resto de las áreas, así como la persistencia del sentimiento favorable en los mercados financieros.

Principales riesgos para la economía mundial

El balance de riesgos sobre este escenario central de previsiones está claramente inclinado a la baja. La economía mundial podría beneficiarse de una relajación de la incertidumbre global si las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China o el proceso de salida del Reino Unido de la UE finalizaran en buenos términos, contribuyendo a su vez a mantener un sentimiento favorable en los mercados financieros. Pero los riesgos siguen estando acusadamente a la baja: una intensificación de la escalada proteccionista, un escenario de *brexit* sin acuerdo y desordenado, una desaceleración más intensa de lo esperado en China o la zona del euro, o un ajuste severo en los mercados financieros, tendrían un impacto muy negativo sobre la economía mundial.

La posible proliferación de medidas proteccionistas afectaría negativamente al comercio mundial y podría abocar a un mayor deterioro de la confianza y de los mercados financieros. A pesar de afectar a un porcentaje relativamente reducido del comercio mundial, las medidas adoptadas hasta la fecha en la guerra comercial entre Estados Unidos y China han contribuido a un deterioro notable del comercio, sin que el desequilibrio externo de la economía americana se haya reducido. Si las negociaciones que están manteniendo ambos países durante el período actual de tregua no llegasen a un buen fin o si se materializaran las amenazas proteccionistas dirigidas a otras regiones o productos (importaciones de vehículos y de componentes, por ejemplo), el impacto sobre la economía mundial sería mucho más severo,

especialmente si condujeran a un deterioro adicional de la confianza y de las condiciones financieras. De acuerdo con estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), en ese escenario el PIB mundial podría reducirse cerca de un 1 % (gráfico 4.1). Tampoco se puede descartar que un eventual acuerdo entre Estados Unidos y China implique una desviación de las importaciones de esta economía desde sus mercados actuales de abastecimiento hacia el mercado estadounidense, con efectos contractivos en los primeros.

Otro de los principales riesgos para la economía mundial es el de una desaceleración más intensa de lo esperado en China. Aunque las autoridades chinas han adoptado una serie de medidas de política económica para mitigar la ralentización del crecimiento —y la desaceleración parece contenida hasta el momento—, persisten las dudas sobre el alcance real del debilitamiento y sobre la efectividad de esas políticas. A ello habría que sumar los efectos de una posible crisis comercial con Estados Unidos, de no resolverse las tensiones actuales. Esta situación agrava el dilema de política económica entre apoyar el crecimiento a corto plazo a costa de recrudecer los desequilibrios macrofinancieros (caracterizados por un endeudamiento muy elevado del sector empresarial, que supera el 150 % del PIB) y mantener una actuación más prudente, que evite un ajuste posterior mayor. Hay que tener en cuenta, además, que el margen de actuación de las políticas en China, aunque amplio, se ha visto afectado por el elevado endeudamiento y el deseo de evitar movimientos bruscos del tipo de cambio. Dados el creciente peso de China en la economía mundial y sus intensas conexiones comerciales (a través de las cadenas de producción global y de los mercados de materias primas) y financieras, los efectos de una desaceleración más brusca serían sustanciales, principalmente para sus socios comerciales regionales o para los exportadores de materias primas (gráfico 4.2)⁵.

Un foco adicional de incertidumbre global, pero especialmente importante para Europa, es el proceso de salida del Reino Unido de la UE. Esta incertidumbre afecta tanto al corto plazo, sobre el propio proceso de salida, como a la naturaleza de la relación comercial posterior, más a medio plazo⁶. La posibilidad de que no se alcance un acuerdo antes de la fecha de salida sigue siendo un grave riesgo a la baja y una fuente de incertidumbre a corto plazo. El escenario más probable contempla un *brexit* suave, con un período de transición que se prolongará hasta finales de 2020, pero, si el Reino Unido saliese de la UE sin un acuerdo y de forma desordenada, los riesgos para el crecimiento del PIB británico serían mucho mayores, por la caída del comercio y por el endurecimiento de las condiciones financieras. Dado el papel de Londres como centro financiero europeo, el riesgo de una mayor fragmentación financiera no es desdeñable en ese escenario. De acuerdo con las estimaciones del Banco de Inglaterra⁷ de un escenario de *brexit* altamente desordenado, sin acuerdo ni período de transición, la caída a medio plazo del PIB en el Reino Unido podría ser cercana al 8 % (gráfico 4.3). Y ese escenario también generaría importantes efectos negativos sobre el crecimiento en otros países de la UE. Según estimaciones del FMI⁸, la pérdida de PIB de la UE en un escenario sin acuerdo sería del 1,5 %, siendo el impacto muy superior en las economías más expuestas (especialmente, Irlanda y, en menor medida, los Países Bajos, Dinamarca o Bélgica).

5 De acuerdo con los resultados de un ejercicio de simulación propio, un descenso permanente de 1 punto porcentual (pp) del crecimiento en China reduciría el crecimiento mundial en 0,4 pp el primer año (–0,3 pp en las economías avanzadas y –0,5 pp en las emergentes, y podría alcanzar los –0,8 pp en algunas economías de Asia emergente y de América Latina exportadoras de materias primas).

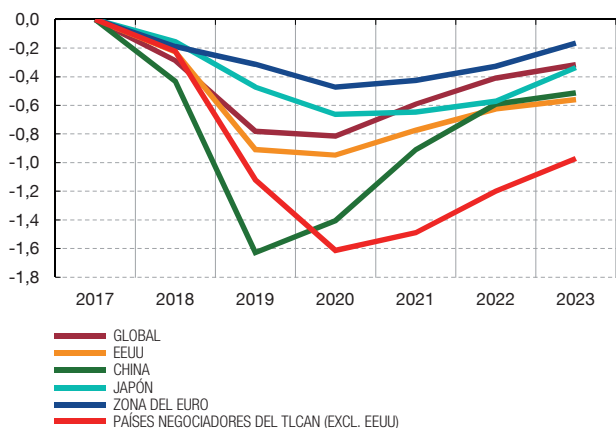
6 Véase J. L. Vega (coord.), *Bexit: balance de situación y perspectivas*, Documentos Ocasionales, n.º 1905, Banco de España.

7 Véase *EU withdrawal scenarios and monetary and financial stability. A response to the House of Commons Treasury Committee*, Banco de Inglaterra, noviembre de 2018.

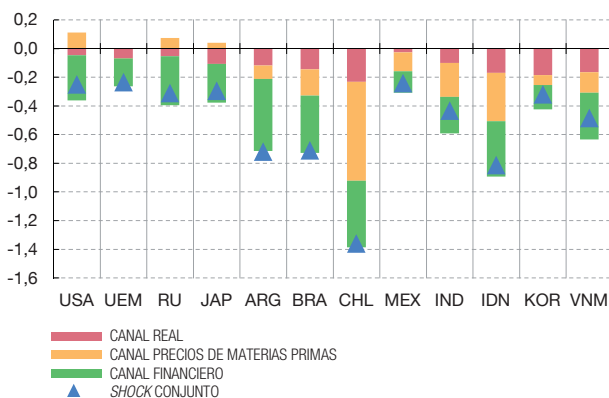
8 Véase *Euro Area Policies: Selected Issues*, Fondo Monetario Internacional, julio de 2018.

El balance de riesgos para la economía mundial está inclinado a la baja. La posibilidad de una desaceleración más intensa de lo esperado en China o en la zona del euro, un recrudecimiento de las tensiones comerciales, una resolución desordenada y sin acuerdo del *brexit* o un ajuste severo en los mercados financieros afectarían muy negativamente al crecimiento mundial.

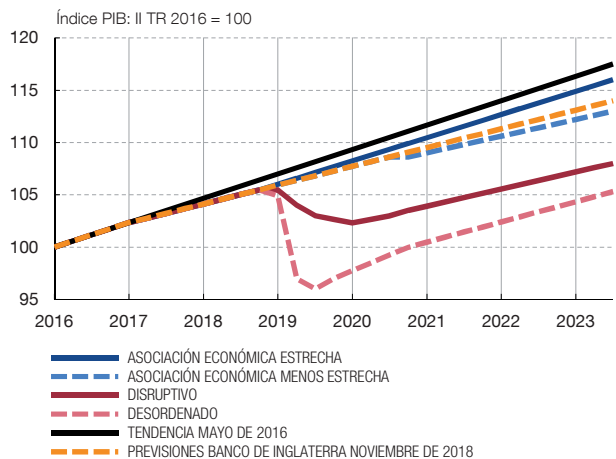
1 IMPACTO DE UN AUMENTO EN EL PROTECCIONISMO (a)



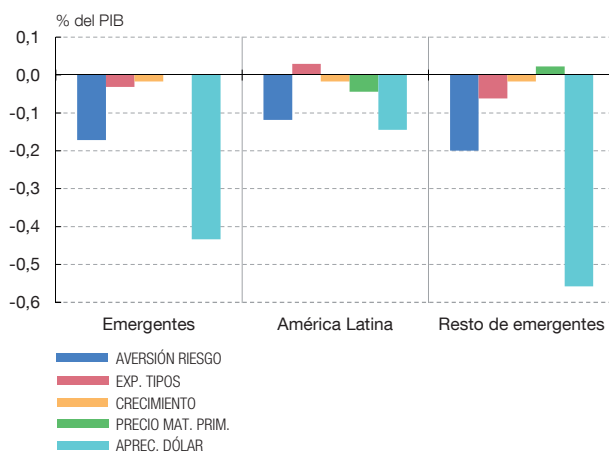
2 IMPACTO GLOBAL DE UNA DESACELERACIÓN EN CHINA - PRIMER AÑO (b)



3 BREXIT: ESCENARIO DESORDENADO Y SIN ACUERDO CON LA UE (c)



4 IMPACTO SOBRE LOS FLUJOS DE CARTERA A EMERGENTES (mm USD) (d)



FUENTES: WEO, octubre de 2018, y Banco de Inglaterra.

- a Incluye el efecto de la imposición de aranceles existentes y nuevos en Estados Unidos y las represalias de China y otros socios comerciales, además del efecto sobre la inversión ocasionado por la pérdida de confianza empresarial y el endurecimiento de las condiciones financieras.
- b Simulaciones con el modelo NiGEM. Impacto sobre el crecimiento del PIB en el primer año de una caída de 1 pp del crecimiento potencial y la demanda interna en China, que lleva asociada una reducción del 7 % de los precios del petróleo y del 8 % del precio de los metales y efectos adversos sobre los mercados financieros globales (corrección del 10 % de las bolsas de China, Europa, Japón y Estados Unidos; aumento de 50 pb de la prima de riesgo de las acciones; y un aumento de 60 pb de los tipos de interés a largo plazo en las economías emergentes).
- c En el escenario disruptivo, aranceles y barreras al comercio se suben rápidamente, no hay nuevos acuerdos en el período de transición, pero el Reino Unido replica los adquiridos en virtud de la membresía con la UE. En el escenario desordenado, el Reino Unido pierde los acuerdos comerciales que mantiene actualmente con países no-UE a través de su membresía de la UE y la infraestructura de las fronteras no es capaz de lidiar con los requerimientos aduaneros. En el escenario de asociación económica estrecha, el Reino Unido mantiene acuerdos de comercio libre en bienes y cierto nivel de comercio en servicios financieros. En el escenario de asociación económica menos estrecha, se levantan mayores registros de aduanas y barreras regulatorias al comercio.
- d Los impactos que se simulan se refieren a un cambio de una desviación típica de la serie histórica de cada una de las variables que se prolonga hasta finales del presente año, con el resto de las variables inalteradas, para la aversión global al riesgo (hasta máximos desde el primer trimestre de 2016) y para las expectativas de los tipos de interés de Fondos Federales a dos años (máximos desde noviembre de 2007); y para las sorpresas de crecimiento negativas (similares a las de finales de 2015). Para las materias primas se supone una caída similar a la registrada entre mediados de 2014 y finales de 2015 (-22 %); y para el dólar, una depreciación, y la apreciación del dólar sería similar a la observada entre mediados de 2014 y comienzos de 2016 (27 %).

[Descargar](#)

Además del *brexit*, el escenario central de crecimiento de la zona del euro es altamente sensible a otros riesgos externos, dado el elevado grado de apertura del área, y a los propios riesgos internos. Desde un punto de vista interno, una fuente importante de preocupación radica en que la debilidad económica en Italia acabe deteriorando su situación fiscal y los balances de sus bancos. A esto se añade el riesgo de que la desaceleración económica

ya observada en tres de las grandes economías —Italia, Alemania y Francia— arrastre al resto de las economías del área. Por otro lado, la incertidumbre de política económica (en especial, la política comercial) y la posibilidad de una desaceleración más intensa de lo esperado en algunas economías sistémicas, como China, podrían afectar al crecimiento de la UEM. Y todo ello en un contexto político complejo, propicio para el surgimiento de movimientos antieuropeos que pueden dificultar los avances hacia una mayor integración y hacia una estructura de gobernanza más sólida en la UEM.

Por último, pese a la mejora del sentimiento en los mercados financieros desde principios de 2019, persiste la posibilidad de un ajuste severo en distintos segmentos. El cambio en las perspectivas de política monetaria en las economías avanzadas, junto con cierto optimismo sobre las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, contribuyó a revertir el deterioro de los mercados financieros globales a finales de 2018. No obstante, una evolución adversa del entorno económico y político internacional o un endurecimiento inesperado de las políticas monetarias podrían provocar un ajuste brusco de los precios de los activos, en especial en algunos segmentos de mercado que muestran signos de sobrevaloración, tras un período prolongado de tipos de interés bajos y de búsqueda de rentabilidades. En un entorno de elevado endeudamiento público y privado, estas correcciones tendrían un impacto importante sobre la actividad mundial.

En los mercados emergentes, un cambio en el sentimiento en los mercados afectaría especialmente a aquellas economías más vulnerables, con elevado endeudamiento en moneda extranjera. En el caso de China, un endurecimiento de las condiciones financieras o una desaceleración más intensa de la economía podrían deteriorar la solvencia de su sector empresarial, altamente endeudado. Dependiendo del origen de las perturbaciones que propicien el ajuste en los mercados, los efectos sobre los flujos de capital a las economías emergentes pueden variar, en función de su mayor sensibilidad a los distintos canales de transmisión (comercial, financiero, precio de las materias primas, etc.). De acuerdo con la evidencia disponible, una apreciación sustancial del dólar sería el factor con el mayor impacto⁹ (gráfico 4.4). Además, en algunas economías persisten riesgos de índole política que, de materializarse, podrían propiciar turbulencias financieras. En el caso de las economías más afectadas por las tensiones en 2018 —Turquía y Argentina—, el riesgo proviene de una posible relajación de las políticas económicas si las tensiones generadas por los ajustes se intensificaran. En otras economías, los riesgos provienen de la falta de reformas necesarias para garantizar la sostenibilidad fiscal (como la reforma de las pensiones en Brasil) y para promover el crecimiento económico.

Conclusiones e implicaciones de política económica

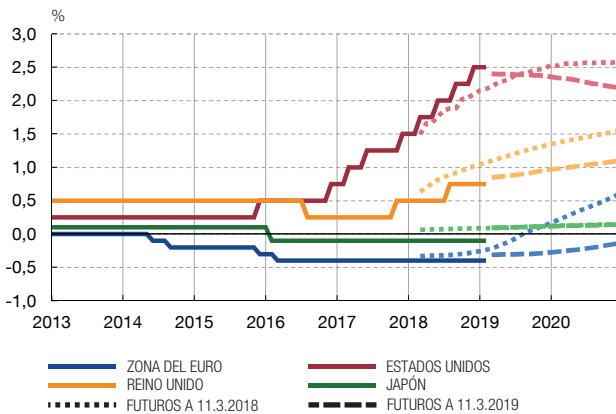
La economía mundial afronta el año 2019 en una clara fase de desaceleración y en un entorno de elevada incertidumbre e importantes riesgos a la baja. Las perspectivas para 2019 son, por tanto, de desaceleración, más intensa en unas áreas que en otras, a lo que se añaden los mencionados riesgos a la baja. La materialización de uno o de varios de esos riesgos y la posible interacción entre ellos constituyen una seria amenaza para la economía mundial, que podría enfrentarse a un escenario recesivo.

Frente a ello, el margen de maniobra de las políticas económicas se ha reducido sustancialmente. En las economías avanzadas, la capacidad de respuesta de las autoridades para actuar ante un hipotético escenario de materialización de esos riesgos es relativamente reducida, debido a las limitaciones de las políticas monetarias, en un contexto

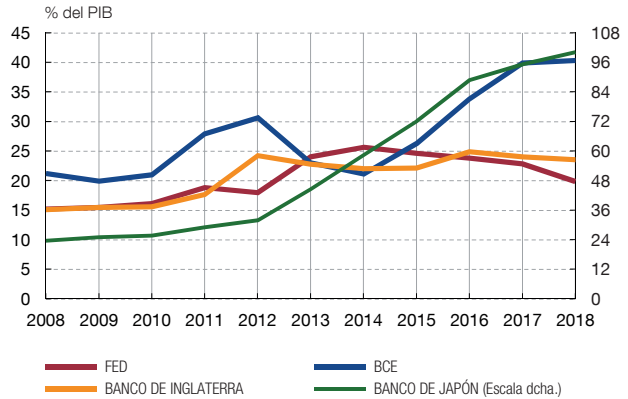
⁹ Véase «Flujos de capitales a emergentes: evolución reciente y determinantes», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2019, Banco de España.

Las políticas de demanda se enfrentan a notables restricciones para hacer frente a una desaceleración brusca de la economía mundial. Las políticas monetarias han adoptado un tono más acomodaticio y se espera un mantenimiento de los tipos de interés en sus niveles actuales durante más tiempo, pero la cercanía en algunos casos al límite inferior efectivo de tipos supone una importante limitación teniendo en cuenta el ya abultado volumen de los balances de los bancos centrales. En el ámbito fiscal, las dudas sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas en algunos países, por los elevados niveles de deuda y los persistentes déficits públicos, también reducen el margen de actuación.

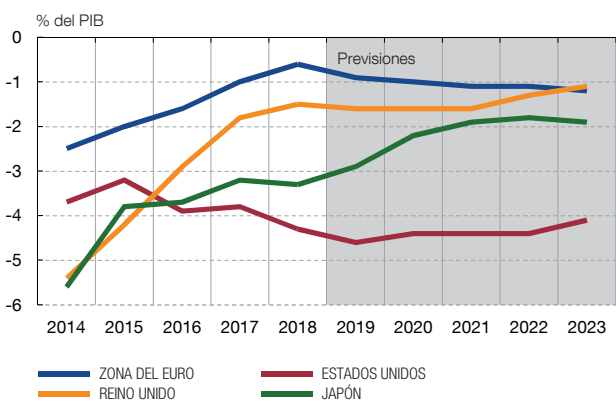
1 TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA Y EXPECTATIVAS



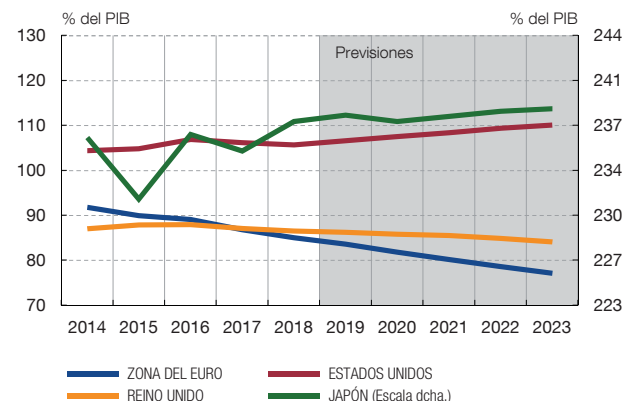
2 BALANCE DE LOS BANCOS CENTRALES: TOTAL DE ACTIVOS



3 SALDO FISCAL



4 DEUDA PÚBLICA



FUENTES: Reserva Federal, BCE, Banco de Inglaterra, Banco de Japón, Datastream-Thomson Reuters y FMI.

[Descargar](#)

de tipos de interés muy bajos y de balances elevados de los bancos centrales (gráficos 5.1 y 5.2). En el ámbito fiscal, algunas economías con unas cuentas públicas saneadas, como Alemania, disponen de algún espacio para llevar a cabo políticas expansivas, pero en otros casos, como Estados Unidos, Japón o Italia, los altos niveles de endeudamiento público y/o la persistencia de elevados déficits restringen esa capacidad de actuación (gráficos 5.3 y 5.4). En las economías emergentes, el margen de maniobra varía notablemente por países en función de las vulnerabilidades existentes. En general, solo aquellos países con un marco de política monetaria creíble y ausencia de riesgos para la estabilidad financiera derivados del endeudamiento en moneda extranjera tendrían margen para reducir los tipos de interés. Desde un punto de vista fiscal, el espacio para llevar a cabo políticas contracíclicas es también escaso en la mayor parte de las regiones. Para hacer frente a los riesgos para la estabilidad financiera serán necesarias unas políticas micro y macroprudenciales adecuadas. Finalmente, cabe recordar la necesidad de promover reformas estructurales que impulsen el crecimiento potencial a medio y a largo plazo.

9.5.2019.

A lo largo de los últimos años, la inflación en las economías avanzadas se ha mantenido en registros moderados. Como se aprecia en el gráfico 1, a principios de 2019 las tasas de inflación se situaban por debajo del valor de referencia del 2% en las principales economías de este grupo, aunque con diferencias importantes: 1,8% en el Reino Unido, 1,6% en Estados Unidos, 1,7% en la zona del euro y 0,2% en Japón. Las tasas de inflación subyacente presentan también valores moderados (2% en Estados Unidos, 1,8% en el Reino Unido, 1,2% en la zona del euro y 0,4% en Japón), por debajo, en algunos casos, de los objetivos de los bancos centrales¹ y de sus respectivos promedios históricos.

Explicar la evolución de los precios y de los costes en las economías avanzadas ha supuesto un desafío notable en los años transcurridos desde la crisis financiera. Inicialmente, la literatura se centró en explicar el moderado descenso de los precios en un contexto de caída profunda de la actividad (*missing disinflation*). Posteriormente, el reto ha sido identificar los factores que subyacen a la persistencia de una inflación moderada en un contexto de recuperación económica y de cierre de la brecha de producción (*missing inflation*). En este sentido, ha sorprendido la escasa reacción al alza que mostraron los salarios en las primeras etapas de la recuperación, a pesar de las notables reducciones de las tasas de desempleo en las economías avanzadas (incluidos Estados Unidos y la zona del euro)². Tras el repunte de los salarios,

el interés se ha centrado en analizar la escasa traslación de estos a los precios finales³.

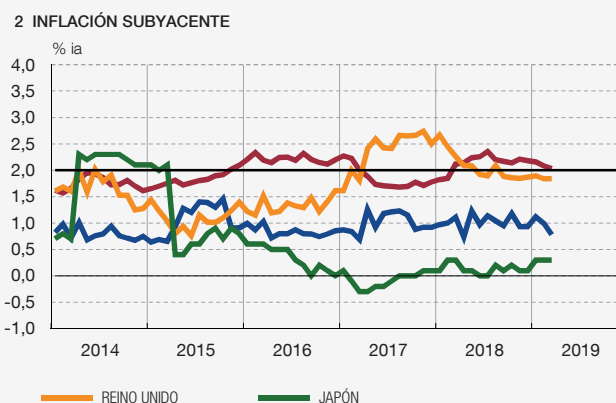
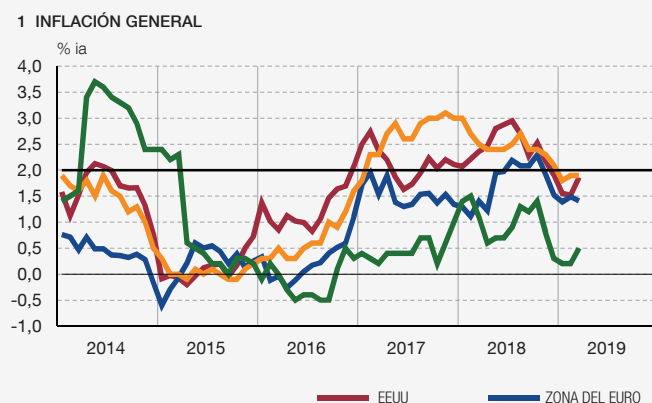
Una aproximación habitual para analizar la evolución de los precios y de los costes parte de la base de que los precios —medidos a partir de los deflatores del valor añadido, que excluyen los costes de los consumos intermedios— se determinan aplicando un margen sobre los costes laborales en que incurren las empresas. A su vez, los costes laborales se aproximan por los costes laborales unitarios, que se construyen a partir de la remuneración de los asalariados, corregida por las mejoras de productividad alcanzadas. Una limitación de esta aproximación es que no considera la evolución de otros costes, como los costes financieros, que han experimentado una moderación muy relevante a lo largo de la reciente recuperación de las economías avanzadas.

En el gráfico 2 se presentan las tasas de variación de los precios y de los costes laborales unitarios para Estados Unidos, la UEM, Japón y el Reino Unido, observadas en los años más recientes. Como se puede apreciar, es difícil identificar una relación estrecha

- 1 En el caso de Estados Unidos, la Fed fija su objetivo de inflación en términos de la tasa de variación interanual del deflactor del consumo privado, que se sitúa, en general, unas décimas por debajo de la inflación medida por el IPC. La Fed sigue con preferencia la tasa de variación del componente subyacente del deflactor como indicador básico de inflación. En este recuadro, hemos mantenido las referencias al IPC de Estados Unidos para mantener la homogeneidad con los otros países analizados.
- 2 Entre los factores analizados, destaca el papel que han podido desempeñar el subempleo o el trabajo a tiempo parcial de carácter involuntario —que ejercen escasas presiones sobre los salarios—, la inmigración, las reformas de los mercados de trabajo realizadas en algunos países y la existencia de no linealidades en la reacción de los salarios: rigideces a la baja que atenúan la respuesta en situaciones de crisis extrema, de manera que, cuando la

- situación mejora, el recorrido al alza también es más limitado. Véanse M. C. Daly y B. Hobijn (2014), *Downward Nominal Wage Rigidities Bend the Phillips Curve*, Working Paper Series 2013-08, Federal Reserve Bank of San Francisco; P. Cuadrado y F. Tagliati (2018), «La moderación salarial en España y en la UEM», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2018, Banco de España, y M. Izquierdo, P. Font y S. Puente (2015), «Real wage responsiveness to unemployment in Spain: Asymmetries along the business cycle», *IZA Journal of European Labor Studies*, 4, p. 13.
- 3 Véanse M. Ciccarelli, C. Osbat, E. Bobeica, C. Jardet, M. Jarocinski, C. Mendicino y A. Stevens (2017), *Low inflation in the euro area: Causes and consequences*, ECB Occasional Paper, 181; FMI (2018), *European Wage Dynamics and Labor Market Integration*; E. V. Peneva y J. B. Rudd (2017), «The Pass-through of Labor Costs to Price Inflation», *Journal of Money, Credit and Banking*, 49(8), pp. 1777-1802, y E. Bobeica, M. Ciccarelli e I. Vansteenkiste (2019), *The link between labor cost and price inflation in the euro area*, BCE Working Paper, 2235. Para una perspectiva amplia de los determinantes de la inflación en la UEM, véase también el capítulo 2 del *Informe Anual 2018*, del Banco de España, de próxima publicación.

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS



FUENTE: Thomson Reuters.

entre la evolución de los costes laborales unitarios y la de los indicadores de precios. En el caso de Estados Unidos, la aceleración de costes laborales observada a partir de 2015 no vino acompañada de un incremento de la inflación, sino de una contracción de márgenes; a medida que la expansión económica se consolidó, la inflación fue aumentando y los márgenes unitarios atenuaron su caída. En la zona del euro, Japón y el Reino Unido, en cambio, la aceleración de costes laborales unitarios no se apreció hasta 2017 y no se observan síntomas de una traslación a la inflación, aunque sí de una contracción de los márgenes unitarios.

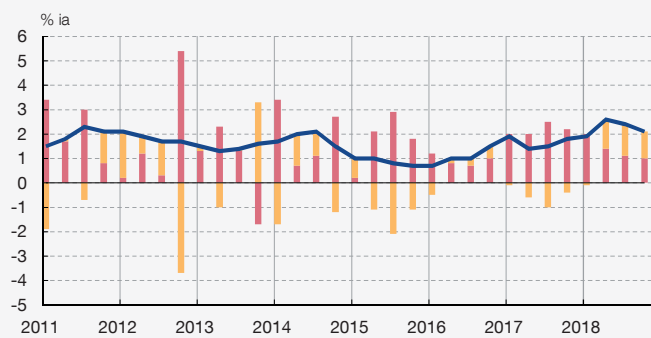
La evidencia para Estados Unidos está en línea con recientes trabajos académicos que no encuentran una estrecha relación entre los costes y los precios de esta economía, al menos a corto plazo [Peneva y Rudd (2017)]. En el caso de la zona del euro,

trabajos recientes sugieren que la relación entre costes y precios depende, entre otros factores, del régimen de inflación en el que se encuentre la economía, apreciándose una menor traslación de costes a precios en períodos de baja inflación como el actual [Bobeica *et al.* (2019)].

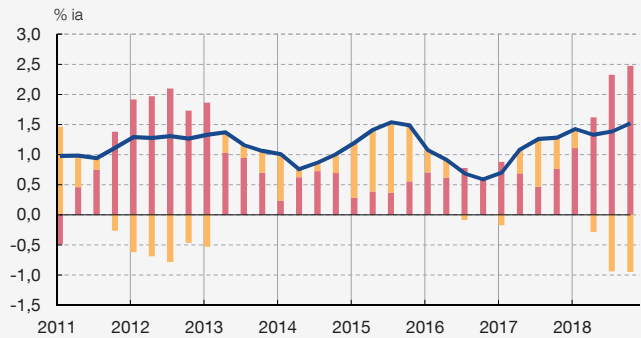
En los trimestres más recientes, el entorno de baja inflación que prevalece (especialmente, en Japón y en la zona del euro), en conjunción con el aumento de la incertidumbre sobre la fortaleza de la demanda en ambas economías, podría llevar a las empresas a prolongar la actitud de elevada cautela a la hora de trasladar los incrementos de costes a precios. En cambio, en Estados Unidos los avances recientes y sostenidos de la productividad están propiciando un menor crecimiento de los costes unitarios y un incremento de los márgenes.

Gráfico 2
DEFLACTOR DEL PIB, COSTES LABORALES UNITARIOS Y MÁRGENES

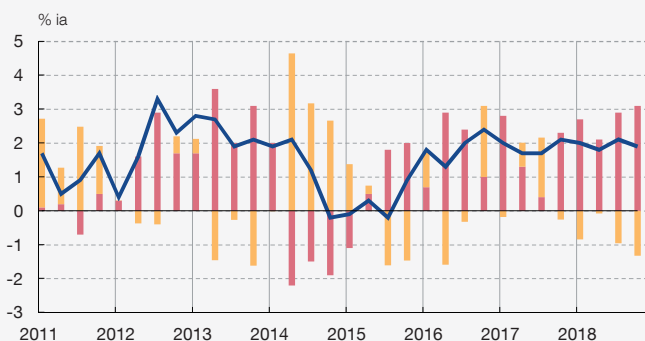
1 EEUU: PRECIOS Y COSTES



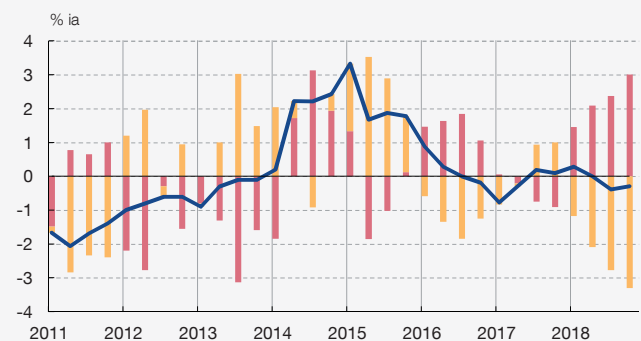
2 ZONA DEL EURO: PRECIOS Y COSTES



3 REINO UNIDO: PRECIOS Y COSTES



4 JAPÓN: PRECIOS Y COSTES



■ CLU ■ MARGEN — DEFLACTOR IMPLÍCITO

FUENTE: Thomson Reuters.