

FOCUS · El impacto de las condiciones y vulnerabilidades financieras sobre el crecimiento

¿Cuánto frenará el endurecimiento de las condiciones financieras al crecimiento mundial? Esta es una pregunta clave en vista del endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal de EE. UU. (Fed). A continuación, presentamos un indicador que nos ayudará a responder esta pregunta y analizamos los principales factores financieros que pueden poner el crecimiento en riesgo.

Crecimiento en riesgo

En Focus anteriores, hemos analizado el impacto económico del endurecimiento de la política monetaria a partir de índices de condiciones financieras.¹ En este artículo, nos basaremos en un nuevo indicador que se ha convertido en una referencia para el Fondo Monetario Internacional (FMI): el crecimiento en riesgo (CeR).

El CeR se basa en el hecho de que las condiciones financieras tienen poder predictivo sobre el crecimiento económico futuro. De hecho, Adrian, Boyarchenko y Giannone (2017)² demuestran que unas condiciones financieras restrictivas están asociadas a un crecimiento promedio menor y más volátil. Así, podemos estimar la probabilidad de distintos escenarios de crecimiento a partir del estado actual de las condiciones financieras. Por ejemplo, el primer gráfico muestra la probabilidad de distintas tasas de crecimiento del PIB mundial predichas a uno y tres años dado el estado de las condiciones financieras en el 1T 2018. En concreto, las distribuciones del gráfico reflejan que lo más probable es que el crecimiento global se sitúe ligeramente por debajo del 4% a un año vista y alrededor del 3,5% a tres años vista.

Otra forma de ver el gráfico es centrándonos en las colas. Así, por ejemplo, el CeR pronostica que, en un escenario muy adverso (el que tiene una probabilidad del 5%), el crecimiento global a un año vista sería igual o inferior al 3%. Este es un nivel ligeramente inferior al de los últimos dos trimestres (cuando era del 3,5%), lo que indica que el deterioro de las condiciones financieras en los últimos meses ha provocado un aumento de los riesgos negativos sobre el crecimiento.

De todos modos, un crecimiento del 3% en un escenario adverso es un nivel elevado y, además, sorprendentemente cercano al escenario central (aquel que tiene una probabilidad del 50%), lo que sugiere que, a un año vista, el CeR es razonablemente moderado. Sin embargo, a medio plazo los riesgos son mayores: las condiciones financieras

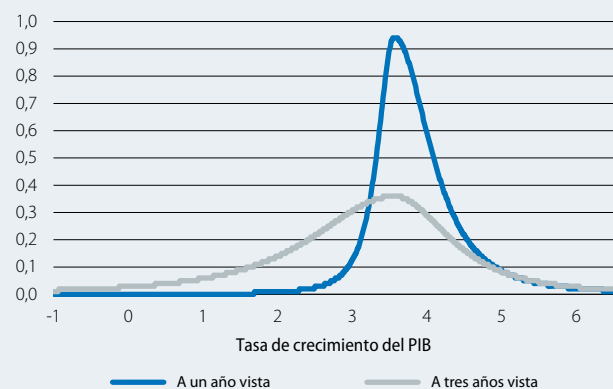
actuales predicen que, en un escenario adverso a tres años vista (es decir, con una probabilidad del 5%), el crecimiento global se situaría en terreno negativo (igual o inferior a -0,4%).

Por último, es importante subrayar una interesante relación empírica: unas condiciones financieras acomodaticias en el presente impulsan el crecimiento proyectado a corto plazo, pero incrementan las perspectivas de un mal desempeño económico a medio plazo. En efecto, como ilustran las diferencias entre las líneas azul, gris y naranja en el segundo gráfico, en los últimos años, la mayor laxitud de las condiciones financieras (que ha ido en aumento desde finales de 2016) ha venido asociada, según el CeR, con unas mejores perspectivas de crecimiento a corto plazo, pero con escenarios más negativos a medio plazo.

En definitiva, en los últimos meses, el CeR apunta a un aumento de los riesgos negativos a corto plazo (aunque

Escenarios de crecimiento según las condiciones financieras del 1T 2018

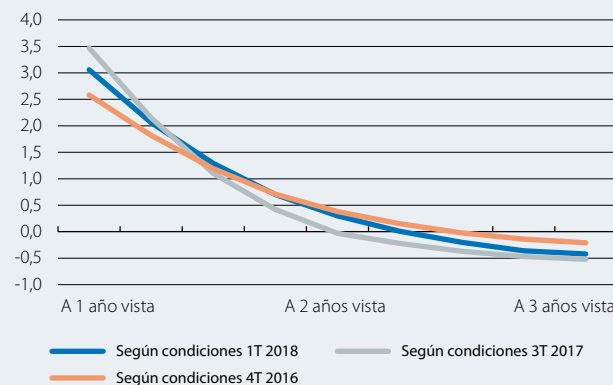
Probabilidad (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Fondo Monetario Internacional.

Crecimiento del PIB en escenarios adversos

Tasa de crecimiento máxima con una probabilidad del 5% (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Fondo Monetario Internacional.

1. Véase el Focus «Crecimiento en los emergentes y condiciones financieras globales: una relación comprometida» en el IM05/2018.

2. Adrian, T., Boyarchenko, N. y Giannone, D. (2017), «Vulnerable Growth», Federal Reserve Bank of New York Staff Reports.

en un nivel relativamente contenido) y, además, muestra que los riesgos a medio plazo permanecen elevados y pueden tener consecuencias significativamente negativas sobre el crecimiento. Pero, ¿cuáles son los factores de riesgo que han aumentado en los últimos meses? y ¿cuáles son las vulnerabilidades financieras detrás de los riesgos a medio plazo?

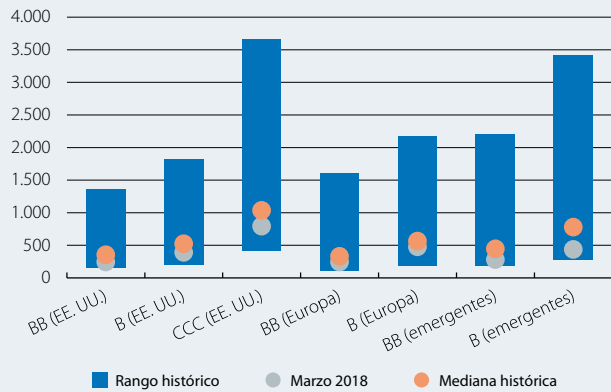
Riesgos y vulnerabilidades financieras

Los bajos tipos de interés de los últimos 10 años, que, por un lado, responden a la necesidad de tener unas condiciones financieras acomodaticias que apoyen la recuperación, han facilitado, por otro lado, la aparición de vulnerabilidades financieras. En particular, el último informe de estabilidad financiera del FMI destaca cuatro grandes fuentes de debilidad que, ante un endurecimiento abrupto de las condiciones financieras, podrían poner el crecimiento en riesgo:³ i) elevadas valoraciones de los activos financieros y primas de riesgo en niveles muy comprimidos, ii) elevado apalancamiento del sector no financiero y debilidades en los balances de algunas instituciones financieras, iii) importantes y opacas interconexiones del sistema financiero de China, y iv) incertidumbre alrededor de si los fundamentos más sólidos de las economías emergentes realmente las hacen menos sensibles a cambios en las condiciones financieras.

La presencia de estos factores no es nueva,⁴ pero algunos de ellos han recibido más atención a raíz de la volatilidad financiera de los últimos meses. Por una parte, en el mercado de renta variable, métricas estándares como la ratio CAPE muestran que, incluso después de las correcciones del primer trimestre del año, las valoraciones se mantienen elevadas (especialmente en la bolsa estadounidense) y su sostenibilidad depende, en parte, de que no se produzca un aumento brusco de los tipos de interés.⁵ En la misma línea, en el mercado de renta fija, las primas de riesgo se mantienen muy bajas, incluso en los segmentos de mayor riesgo (véase el tercer gráfico), y han incentivado la emisión de bonos corporativos de menor calidad. Por otra parte, aunque, en general, las economías emergentes han reducido sus déficits por cuenta corriente y han acumulado reservas internacionales, también se han visto expuestas de manera creciente a inversores más cortoplacistas y proclives a retirar rápidamente las inversiones.⁶

Primas sobre la deuda corporativa según su nota crediticia (1999-2018)

Diferencial con el tipo soberano de EE. UU. (p. b.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Fondo Monetario Internacional.

Con estas vulnerabilidades en el trasfondo, en los últimos meses ha aumentado el riesgo de un mayor repunte de la inflación. El análisis del FMI muestra que las cotizaciones de mercado todavía asignan una baja probabilidad a este escenario y que, de hecho, la compresión de las primas de riesgo se debe, en parte, a la percepción de un bajo riesgo de inflación.⁷ Por ello, sorpresas inflacionistas al alza podrían tensionar las condiciones financieras más de lo esperado al provocar una fuerte descompresión de las primas de riesgo y, adicionalmente, presionar a los bancos centrales para que endurezcan más rápidamente su política monetaria. Además, en este escenario, las economías emergentes podrían sufrir salidas de capital que podrían poner a prueba la solidez de sus fundamentos.

Ante este mapa de riesgos, los bancos centrales se enfrentan al reto de ir retirando el estímulo monetario sin comprometer el crecimiento a corto plazo y, a la vez, atajando las vulnerabilidades financieras de medio plazo. Hasta el momento, con una comunicación clara y una evolución gradual de la política monetaria, han conseguido que los mercados financieros se ajusten de manera relativamente suave. Pero las vulnerabilidades latentes no son menos apreciables y pueden hacer que, en adelante, el camino sea más pedregoso.

3. FMI (2018), «A Bumpy Road Ahead», Global Financial Stability Report de abril.
 4. Por ejemplo, véase el Focus «El sistema financiero chino: ¿un gigante con pies de barro?» en el IM11/2016 y el artículo «Deuda: ¿vicio o virtud?» en el Dossier del IM04/2016.
 5. Para más detalles sobre la CAPE y la sobrevaloración de la bolsa estadounidense, véase el artículo «Valoración de la bolsa estadounidense: ¿hay motivos de preocupación?» en el Dossier del IM11/2017.
 6. Así lo sugiere la evolución reciente del índice de base inversora desarrollado por Arslanalp, S. y Tsuda, T. (2014), «Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt», IMF Economic Review.

7. FMI (2018), «An Econometric Lens on What Drives Term Premiums», Global Financial Stability Report de abril.