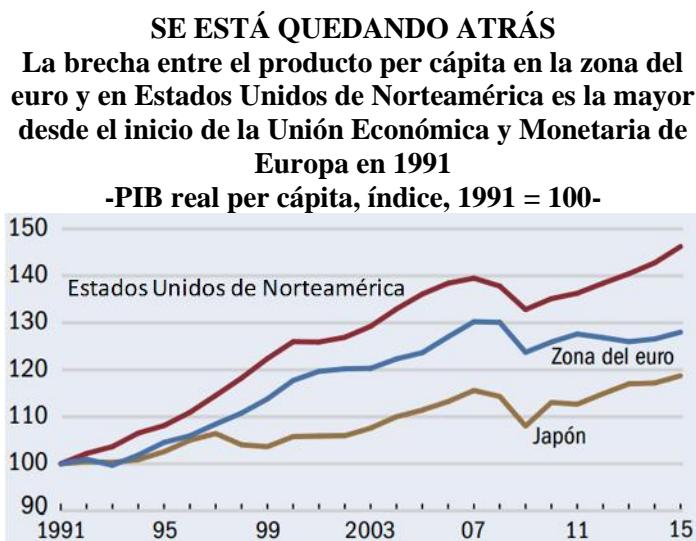

IV. POSTCRISIS FINANCIERA MUNDIAL

Riesgo de estancamiento (FMI)

En junio de 2016, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó en su revista trimestral Finanzas y Desarrollo el artículo “Riesgo de estancamiento” que se presenta a continuación.

Desde el inicio de la crisis financiera mundial, el producto real en la zona del euro no logra mantenerse a la par de la población. En consecuencia, el producto per cápita está rezagado, y hoy es de solo 40 mil dólares per cápita (alrededor de 16 mil dólares por debajo del nivel de Estados Unidos de Norteamérica, tras ajustar por diferencias de precios). Ésta es la mayor brecha desde 1991, cuando se creó la Unión Económica y Monetaria (gráfica siguiente).



Nota: El PIB real es el PIB nominal ajustado por la inflación.

FUENTE: Perspectivas de la economía mundial (FMI) y cálculos de la autora.

La zona del euro no es el único sitio donde la crisis ha dejado marcas. En las economías avanzadas en general se prevé que la tasa de crecimiento del producto potencial —monto máximo de bienes y servicios que una economía puede producir a plena capacidad— aumente solo levemente y permanezca debajo de los niveles previos a la crisis durante los próximos cinco años (FMI, 2015).

Estas moderadas perspectivas a mediano plazo son especialmente preocupantes para la zona del euro dado el alto nivel de desempleo y de deuda pública y privada en ciertos países miembros. Además, tras varios años de crecimiento económico débil, hay poco margen de maniobra mediante políticas. El elevado desempleo y deuda y las limitaciones relativas al uso de políticas dejan a la zona del euro vulnerable a *shocks* que podrían llevar a un período prolongado de bajo crecimiento económico (a menudo denominado “estancamiento”)

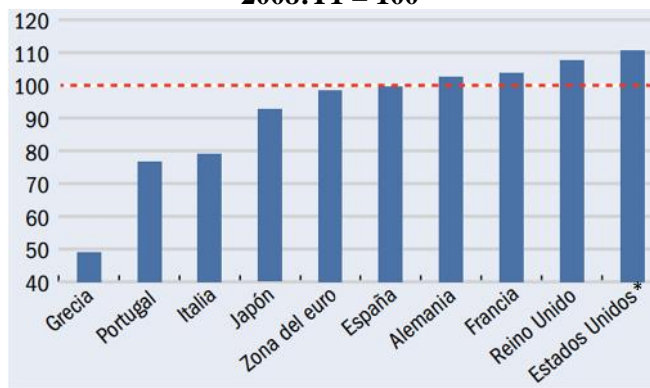
Menor crecimiento durante un período mayor

Si bien el producto potencial no es observable, es posible estimarlo con una función de la producción: un modelo económico que calcula el producto de una economía con base en insumos clave (trabajo y capital) y la eficiencia con que se los emplea. Al aplicarlo a la zona del euro, los resultados sugieren que las perspectivas de mayores insumos de trabajo y capital, así como su empleo más eficiente, continúan siendo débiles. Como resultado, se prevé que la tasa de crecimiento de la zona del euro a plena capacidad aumente solo modestamente del 0.7% en 2008–2014 a alrededor del 1.1% durante 2015–2020, nivel muy inferior al promedio de 1.9% observado en 1999–2007.

Además, la proporción de personas mayores en la población está en aumento, mientras que la proporción de personas en edad laboral (15–64) disminuye. Dado que la propensión a unirse a la fuerza laboral generalmente empieza a erosionarse después de los 50 años, la tasa media de actividad está disminuyendo. A la vez, se proyecta un crecimiento lento del capital. El capital aumenta cuando las nuevas inversiones superan

la tasa a la que el saldo de capital se gasta (depreciación). Esto no ocurrió en la zona del euro, donde la inversión comercial se expandió moderadamente desde 2013 y alcanzó su nivel de 2008 recién en 2015 (gráfica siguiente). Es decir, la zona del euro sigue careciendo de trabajadores e inversión.

LENTA RECUPERACIÓN
La inversión no residencial en la zona del euro no regresó a los niveles previos a la crisis hasta fines de 2015
-Inversión no residencial neta, 2015:T4; índice, 2008:T1 = 100-



*Estados Unidos de Norteamérica
 FUENTE: Eurostat y cálculos de la autora.

La zona también exhibe un débil crecimiento de la productividad (es decir, producto por hora-empleado). Según estudios empíricos el lento mejoramiento del uso eficiente del trabajo y el capital en la zona del euro, particularmente en el sector de servicios, es el principal responsable del ensanchamiento de la brecha en productividad con Estados Unidos de Norteamérica. A su vez, las lentas mejoras en la eficiencia y el menor crecimiento de la productividad en los servicios evidencian el retraso en la adopción y difusión de las tecnologías de la información y la comunicación. A diferencia de Estados Unidos de Norteamérica, donde el producto por empleado del sector de servicios ha superado su pico previo a la crisis, el crecimiento en la zona del euro ha sido gradual y la productividad permanece por debajo de su máximo previo a la crisis en países como Alemania e Italia.

Además, es probable que los beneficios del uso eficiente del trabajo y el capital en Estados Unidos de Norteamérica disminuyan en el futuro, lo que probablemente afecte a otras economías avanzadas (FMI, 2015). Asimismo, adoptar y promover innovaciones requiere flexibilidad y adaptabilidad. Si no se actúa con rapidez para abordar los problemas estructurales en la zona del euro —como las dificultades para despedir empleados o reducir salarios y un clima de negocios no favorable a las empresas jóvenes e innovadoras— la difusión de nuevas tecnologías puede demorarse.

Los legados de la crisis persisten

Algunos problemas, como el elevado nivel de desempleo y de deuda pública y privada son previos a la crisis. Si bien el retorno a un crecimiento moderado debería ayudar a abordar estos problemas en cierta medida, sin políticas decididas para mejorar las perspectivas de crecimiento y revitalizar la inversión, el desempleo y la deuda seguirán siendo un lastre para el crecimiento económico. Los altos niveles de deuda y de desempleo podrían, respectivamente, limitar las nuevas inversiones y frenar el desarrollo del capital humano (retrasando la inversión en educación y salud, por ejemplo).

La tasa de desempleo de la zona del euro sigue siendo elevada, especialmente entre los jóvenes y desempleados a largo plazo, lo que incrementa el riesgo de erosión de las capacidades y el afianzamiento del alto desempleo. Pese a mejoras recientes, la tasa de desempleo continúa por encima del 10% en la zona del euro y es mucho más elevada en ciertos países (cerca del 25% en Grecia). De los desempleados en la zona del euro, más de la mitad ha estado desocupada más de 12 meses (proporción que va desde un nivel bajo de alrededor de un cuarto en Finlandia a casi tres cuartos en Grecia). El elevado desempleo juvenil también podría dar lugar a una “generación perdida” de trabajadores.

A mediano plazo, se proyecta que la tasa natural de desempleo —la tasa en la que la demanda y la oferta de trabajadores se encuentran en equilibrio y con la que la evolución del empleo y el salario no crean presión inflacionaria— continúe siendo más elevada en Italia que durante la crisis y que disminuya muy lentamente en Francia. Si bien se prevé que la tasa natural caiga en España, incluso entonces se proyecta que permanezca por encima del 15% durante los próximos cinco años. En un escenario para la zona del euro como un todo, con base en las relaciones históricas entre producto y desempleo, podría llevar alrededor de cuatro años reducir la tasa de desempleo al nivel medio de 2001–2007 sin un repunte persistente en el crecimiento. Requeriría incluso más tiempo en países con mayor desempleo y/o menor crecimiento (como España, Grecia, Italia y Portugal). La ejecución eficaz de las reformas estructurales en curso podría reducir ese período elevando el crecimiento potencial y/o haciendo que las contrataciones respondan más al crecimiento.

Además de la alta deuda pública, que dificulta a los países el uso de la política de gasto y tributaria para estimular la economía, la deuda del sector privado debe reducirse aún más para permitir nuevas inversiones. La relación deuda corporativa no financiera/capital ha caído en la mayoría de los países de la zona del euro a medida que las empresas han disminuido su endeudamiento. Sin embargo, la reducción de la deuda en muchos casos estuvo acompañada por un recorte en la inversión, un pronunciado aumento del ahorro y mayor desempleo. En episodios anteriores de gran reducción de la deuda corporativa, investigaciones del FMI observaron que, en promedio, dos tercios del aumento de la deuda durante los auges de crédito posteriormente se reducen (FMI, 2013). Si la reducción de deuda en la zona del euro sigue una trayectoria similar, las empresas tienen un largo camino por delante de amortización de sus deudas, lo que podría retrasar significativamente la recuperación de la inversión. En ciertos países de la zona del euro los hogares también presentan elevados niveles de deuda. Si bien la relación entre la deuda de los hogares y el Producto Interno Bruto (PIB) ha caído de 10 a 20 puntos porcentuales en países con un elevado nivel de deuda, continúa muy por

encima de sus niveles previos al auge, lo que plantea la perspectiva de que la deuda inhibirá el gasto de los hogares por algún tiempo.

Protegerse de los *shocks*

La proyección de referencia para la zona del euro aún prevé un crecimiento e inflación débiles a mediano plazo. Esto guarda relación con el impacto del elevado desempleo, la gran carga de la deuda y balances flojos que sofocan la demanda, y con debilidades estructurales de larga data —como mercados laborales rígidos y mercados de productos sobreprotegidos— que deprimen el crecimiento potencial. Además, estos factores están interconectados: un crecimiento potencial más bajo dificulta la reducción de la deuda, en tanto que un alto desempleo y la baja inversión perjudican la acumulación de capital y reducen el crecimiento potencial.

Las flojas perspectivas a mediano plazo dejan la zona del euro vulnerable a *shocks* negativos —como otra desaceleración mundial— que podrían llevar a las economías al estancamiento dado que están paralizadas por su incapacidad para responder mediante políticas macroeconómicas (recorte de impuestos y/o aumento del gasto). Asimismo, los problemas no abordados de la crisis podrían intensificar estos *shocks*. Por ejemplo, los mercados podrían reevaluar la sostenibilidad de países con un elevado nivel de deuda; a su vez, los más elevados costos del endeudamiento incrementarían el riesgo de una espiral deuda-deflación.

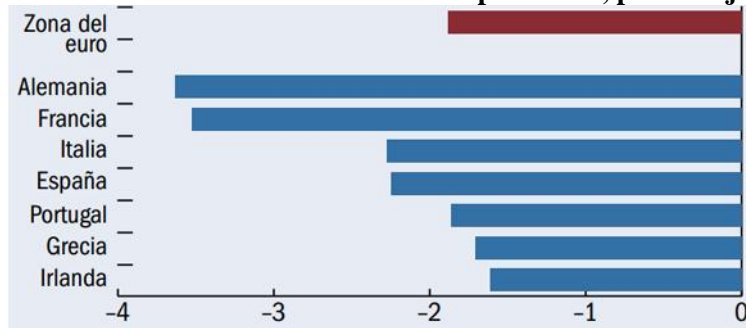
Un modelo económico empleado para simular el efecto de *shocks* sobre la zona del euro aplica ciertos supuestos: con tasas de interés de cero, la política monetaria no puede hacer mucho más para estimular la economía, y la alta deuda limita el uso de la política fiscal más allá del funcionamiento de estabilizadores automáticos como las prestaciones por desempleo.

Con este marco hipotético, varios acontecimientos —como un aumento de la tensión geopolítica, una crisis política dentro de la Unión Europea o una reducción de las expectativas de crecimiento— podrían desencadenar una caída repentina en la confianza de los inversionistas. Luego habría una reducción en el precio de las acciones, junto con una disminución del 25% en el crecimiento de la inversión (de alrededor del 2 al 1.5% anual) con relación a la proyección de referencia. Esto aumentaría la relación deuda pública/PIB de distinto modo a lo largo de la zona del euro, dependiendo del nivel de deuda de las distintas economías. Las inquietudes del mercado sobre la sostenibilidad de la deuda también aumentarían más en el caso de los países endeudados. Las tasas de interés soberanas y corporativas aumentarían en un punto porcentual completo en Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España (similar al aumento en el rendimiento de los bonos soberanos españoles a 10 años durante fines de junio y julio de 2012). Estos resultados ponen de relieve la vulnerabilidad de la zona del euro a un menor crecimiento. Para 2020, el nivel del producto de la zona del euro sería casi un 2% menor a la proyección de referencia. En consecuencia, llevaría tres a cuatro años adicionales (con relación a la proyección de referencia) para que el producto económico alcance su pleno potencial. Los costos del endeudamiento aumentarían, especialmente en Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España. La tasa de desempleo y la relación deuda pública/PIB también aumentarían. Los índices de inflación serían más bajos, acercando la zona del euro a la deflación en el corto plazo (gráfica siguiente).

A LA ZAGA

Un *shock* de inversión en la zona del euro hace que las economías crezcan mucho más lentamente que en las proyecciones de referencia

-Pérdida acumulativa de crecimiento para 2020, porcentaje-



Nota: Los resultados se basan en un modelo económico empleado para simular los efectos de *shocks* —como un aumento en la tensión geopolítica, una crisis política o menores expectativas de crecimiento— en la zona del euro. El modelo supone menos efectos adicionales de la política monetaria y limitaciones a la política fiscal más allá de estabilizadores automáticos como las prestaciones por desempleo. La referencia es la trayectoria proyectada de crecimiento económico en las condiciones actuales.

FUENTE: Estimaciones de la autora.

Reducir la vulnerabilidad

Las débiles perspectivas a mediano plazo y las limitadas posibilidades de emplear la política económica para estimular sus economías dejan a la zona del euro vulnerable a *shocks* que podrían llevar a un período prolongado de bajo crecimiento y baja inflación. Protegerse de tales riesgos requeriría un conjunto amplio y equilibrado de políticas. Tales políticas deben ir más allá de la aplicación de una política monetaria más expansiva, que ha sido la principal herramienta para estimular las economías de la zona. Los bancos, baluartes del sistema financiero europeo, deben someterse a una supervisión más estricta y eliminar más rápidamente las deudas incobrables de sus libros para poder prestar más. Los formuladores de políticas deben facilitar la reestructuración de empresas en dificultades, pero viables para reducir la deuda y permitirles volver a invertir. Las autoridades también deben emprender reformas estructurales para mejorar la productividad y elevar el crecimiento potencial y, cuando

sea factible, aumentar el gasto para impulsar la demanda, lo que promoverá el crecimiento económico.

Fuente de información:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2016/06/pdf/lin.pdf>

Evolución, no revolución: Replanteamiento de la política en el Fondo Monetario Internacional (FMI)

El 2 de junio de 2016, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó la nota “Evolución, no revolución: Replanteamiento de la política en el Fondo Monetario Internacional”. A continuación se presenta la información.

La crisis financiera mundial dio lugar a un replanteamiento general de las políticas macroeconómicas y financieras en los círculos académicos y los encargados de la formulación de políticas a escala mundial. Ocho meses después de haber asumido su cargo, el Economista Jefe del FMI, Maury Obstfeld, reflexiona sobre el papel que ha cumplido el FMI con respecto a este replanteamiento y la promoción de la estabilidad económica y financiera.

Boletín del FMI: En los últimos años el FMI ha dejado en claro que está dispuesto a examinar su filosofía macroeconómica y su enfoque en materia de políticas. Hay quienes han dicho que esto es revolucionario, ¿es así?

Obstfeld: Yo diría que el proceso es una evolución, no una revolución. El FMI desde hace mucho tiempo procura aprovechar las experiencias concretas en el terreno y las nuevas investigaciones para hacer más eficaz su supervisión económica, su asistencia técnica y la forma en que responde a las crisis.

Cabe decir que el *shock* de la crisis financiera mundial dio lugar a un amplio replanteamiento de la política macroeconómica y financiera en los círculos académicos y en la comunidad encargada de formular políticas a escala mundial. El FMI ha sido parte de ese proceso, pero, dada la incidencia que tienen nuestras decisiones en los países miembros y en el sistema económico mundial, nos parece que es especialmente importante que reevaluemos nuestras ideas a la luz de nuevos datos.

Ese proceso no ha alterado fundamentalmente la esencia de nuestro enfoque, que se basa en mercados abiertos y competitivos, marcos robustos de política macroeconómica, estabilidad financiera e instituciones sólidas. Pero sí ha aportado importante información sobre cuál es la mejor forma de alcanzar esos resultados de una manera sostenible.

Boletín del FMI: ¿Está de acuerdo con quienes han dicho que un reciente artículo de F&D “El neoliberalismo: Un espejismo?” representa un cambio importante en la filosofía del FMI? Por ejemplo, ¿sostiene ahora el FMI que la austeridad no da resultados y que de hecho exacerba la desigualdad?

Obstfeld: Ese artículo ha sido muy malinterpretado; no representa un cambio significativo en la estrategia del FMI.

Me parece que plantear la pregunta en términos de si el FMI está a favor o en contra de la austeridad es engañoso. Nadie quiere una austeridad inútil. Somos partidarios de políticas fiscales que fomenten el crecimiento y la equidad a largo plazo. El tenor de las políticas puede variar de un país a otro y de una situación a otra.

Los gobiernos sencillamente tienen que operar en función de sus recursos y a largo plazo, o, caso contrario, asumir algún tipo de incumplimiento de la deuda, que suele ser muy costoso para los ciudadanos, en especial para los más pobres. Esto es un hecho, no una postura ideológica.

Nuestro trabajo consiste en asesorar a los gobiernos sobre la mejor manera de gestionar sus políticas fiscales para evitar resultados negativos. A veces esto nos obliga a reconocer situaciones en que los recortes presupuestarios excesivos pueden ser contraproducentes para el crecimiento, la equidad e incluso las metas de sostenibilidad fiscal.

Boletín del FMI: ¿Cómo se traduce este replanteamiento a nivel de las operaciones?

Obstfeld: Los países necesitan marcos fiscales a mediano plazo creíbles que permitan a los mercados confiar en que la deuda pública podrá ser amortizada sin una inflación muy alta. Los países que cuentan con esos marcos por lo general tendrán margen para suavizar las desaceleraciones económicas con herramientas fiscales, como los estabilizadores automáticos.

Lamentablemente, algunos países permiten que su deuda pública alcance niveles tan altos que corren el riesgo de perder acceso a los mercados, y no les queda más alternativa que ajustarse los cinturones incluso cuando sus economías están deprimidas. Nuestros estudios indican que, en esos casos, los pobres sufren de manera desproporcionada, así que es importante siempre pensar en los más vulnerables a la hora de planificar los ajustes fiscales.

Desde luego, el dolor que las economías pueden o deben soportar tiene límites, así que en los casos particularmente difíciles nuestra recomendación es modificar los perfiles de la deuda o reducir la deuda, para lo cual es necesario que los acreedores asuman parte del costo del ajuste. Esto es lo que en la actualidad estamos recomendando para Grecia.

Boletín del FMI: El FMI ha examinado detenidamente los flujos de capital como parte de este replanteamiento. ¿Hacia dónde le parece que se orientarán estos estudios el próximo año?

Obstfeld: La crisis financiera mundial, al igual que otras crisis anteriores, demostraron que los aumentos de las entradas de capital pueden tener efectos desestabilizadores, en particular al propiciar auges de crédito interno e inestabilidad financiera. Esto dejó a las economías muy expuestas cuando los flujos de capital cambiaron de sentido y abandonaron los países.

En 2012, el FMI adoptó una “Perspectiva Institucional” sobre las condiciones en que las medidas que limitan los flujos de capital podrían ser útiles, basándose en parte en importantes investigaciones realizadas por el Departamento de Estudios. El FMI ahora está haciendo un balance de las experiencias acumuladas con medidas sobre flujos de capitales en años recientes, y está realizando consultas sobre si la Perspectiva Institucional debería modificarse, y, de ser así, cómo debería modificarse. Un desafío es la incorporación de la función complementaria que a veces cumplen las políticas macroprudenciales. Esto es un muy buen ejemplo de cómo procuramos aprender de la experiencia y dejar que nuestras ideas evolucionen en consecuencia.

Boletín del FMI: ¿Y la evolución reciente del comercio mundial? ¿Cómo influye en su opinión la desaceleración de la actividad?

Obstfeld: En el período de la posguerra el comercio ha sido un notable motor de crecimiento mundial, y puede seguir siéndolo.

Los motivos de la reciente desaceleración del crecimiento del comercio no están del todo claros —van desde una escasa inversión mundial hasta el descenso de los precios de las materias primas y la posible contracción de las cadenas mundiales de valor—, pero no nos parece que la desaceleración esté concentrada en los mercados emergentes.

Contaremos con un análisis mucho más completo de las causas en la edición de octubre de 2016 de Perspectivas de la economía mundial (informe WEO, por sus siglas en inglés). Pero algo que sí hemos aprendido acerca del comercio es que tiene

consecuencias complejas, como por ejemplo las variaciones en la distribución del ingreso y el empleo que muchos países no han abordado de forma adecuada, dando lugar a actitudes proteccionistas.

No obstante, una conclusión que puedo sacar es que la reciente desaceleración del comercio puede ser más o menos preocupante, pero es poco probable que alguien la considere una buena noticia.

Fuente de información:

<http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/survey/so/2016/POL060216AS.htm>

Apertura del Foro Económico Internacional de América Latina y el Caribe 2016 (OCDE)

El 3 de junio de 2016, en el marco de la Apertura del Foro Económico Internacional de América Latina y el Caribe 2016, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) publicó las palabras de su Secretario General. A continuación se presenta su intervención.

El Secretario General de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos:

Señor Presidente Cartes, Señor Presidente Moreno, Monsieur le Ministre, Señoras y Señores,

Es un honor participar en la octava edición del Foro Económico Internacional de América Latina y el Caribe¹. Quiero agradecer al Banco Interamericano de Desarrollo

¹ <https://www.oecd.org/site/lacforum/foro-economico-2016.htm>

y al Ministerio de Economía y Finanzas de Francia por su apoyo para llevar a cabo este evento.

Un panorama muy cambiado, pero no tanto

¡Cómo han cambiado las cosas! Después de una década de sólido crecimiento que permitió avances importantes en la reducción de la pobreza y la desigualdad, la región está registrando, por segundo año consecutivo, tasas de crecimiento negativo. En 2015, el Producto Interno Bruto (PIB) latinoamericano se contrajo aproximadamente medio punto, y este año se espera una contracción ligeramente superior (-0.6%). La última vez que América Latina registró dos años consecutivos de recesión fue a inicios de los años ochenta, durante la llamada ‘década perdida’.

Éste sin duda es un cambio importante. Sin embargo, hay que matizarlo. Primer matiz, ni América Latina iba tan bien durante los primeros diez años de los 2000, ni tampoco va tan mal desde hace 3-4 años. Los países de la región, en su gran mayoría, están impulsando reformas importantes. Algunas ya están dando frutos, pero muchas tomarán tiempo, tanto por la complejidad de los cambios estructurales, como por la dificultad e incapacidad de implementación.

Segundo matiz, debemos recordar que existen diferentes ‘Américas Latinas’. En 2016, como ocurrió en 2015, las economías manufactureras tendrán ritmos de crecimiento superiores a las exportadoras de materias primas. Entre las primeras, México y Centroamérica crecerán entre 2.4 y 6%, por encima del 2 a 4.5% proyectado para las economías andinas y del 3% promedio mundial, mientras que Argentina, Brasil, Ecuador y Venezuela sufrirán contracciones del PIB de diferente intensidad.

Y tercer matiz, a pesar de las altas tasas de crecimiento de la primera década del siglo XXI y algunos avances importantes, la mayoría de estos países sigue enfrentando muchos de los problemas estructurales que enfrentaban hace dos o incluso tres décadas:

altos niveles de pobreza, desigualdad e informalidad, altos niveles de corrupción, sistemas judiciales deficientes, bajos niveles de educación, marcos regulatorios complejos, sistemas fiscales ineficientes en la reducción de la desigualdad, sistemas de logística poco competitivos, bajos niveles de internacionalización empresarial, un ambiente para los negocios muy irregular y altas brechas de género. Y en cada uno de estos desafíos se está avanzando gradualmente.

Hay que seguir impulsando las reformas

Por ello es tan importante el esfuerzo de reformas que están impulsando nuestros gobiernos. Por ello es tan importante que fortalezcamos nuestros apoyos a esos gobiernos.

Y aprovecho la ocasión para destacar la importancia del Programa Regional de la OCDE para América Latina y el Caribe² —cuyos tres pilares son productividad, inclusión y gobernabilidad— que acabamos de lanzar en la OCDE³ hace apenas dos días, en compañía de la Presidenta Bachelet y del Presidente Humala, junto con los ministros y otros representantes de más de 10 países de la región y el BID, la CEPAL, el CAF, la SEGIB, la SIECA (Secretaría de Integración Económica Centroamericana) y el CICP (Consejo Iberoamericano para la Productividad y la Competitividad).

Este programa institucionaliza y da coherencia a una colaboración que ha venido creciendo de manera impresionante en las últimas dos décadas y nos permitirá apoyar mejor a los países latinoamericanos.

En los últimos años, la OCDE, junto con la CEPAL y la CAF, a través de nuestros estudios de Perspectivas Económicas de América Latina ha puesto el acento en desafíos

² <https://www.oecd.org/latin-america/>

³ <https://www.oecd.org/mcm/documents/ministerial-meeting-2016-launch-oecd-latin-america-and-the-caribbean-regional-programme.htm>

de políticas concretas como la transformación del estado, el apoyo a las PyMEs, el mejoramiento de la capacidad logística, la educación y las habilidades para el desarrollo y la construcción de una nueva asociación con China, un socio crucial para algunos países de la región.

Ya estamos trabajando en nuestro próximo LEO2017 para ayudar a impulsar reformas enfocadas en la Juventud, la Educación y el Emprendimiento para el Desarrollo.

Superar la trampa del ingreso medio: productividad + inclusión

Los países Latinoamericanos tienen que superar la llamada trampa del ingreso medio. Para ello proponemos trabajar conjuntamente para impulsar una agenda para la productividad y la inclusión, o como decimos en la OCDE para una productividad incluyente. América Latina acumula 6 décadas siendo una región de ingreso medio, lo cual se explica en buena medida por el hecho de que la productividad laboral se ha alejado de los niveles OCDE.

Si bien entre 2003 y 2013 la región alcanzó tasas anuales de crecimiento promedio de entre 4 y 5%, la productividad desempeñó un papel marginal en esta evolución. Si tomamos como referencia el nivel de productividad de Estados Unidos de Norteamérica, el de América Latina cayó de 40% de la productividad estadounidense en 1985 a 30% en 2013. Hoy un trabajador de América Latina es tres veces menos productivo que uno de Estados Unidos de Norteamérica.

Es indispensable mejorar la productividad. Este objetivo puede lograrse con una mayor inclusión. Esta es la lógica subyacente a nuestro concepto del NEXO Productividad-Inclusión, tema central de nuestra Reunión Ministerial. Nuestro análisis demuestra que las desigualdades de ingreso, educación, formación salud, acceso al empleo o a las nuevas tecnologías puede reducir la productividad y el crecimiento, pues impiden que las personas inviertan en el desarrollo de sus competencias. Es por ello que América

Latina necesita invertir en educación, competencias y formación continua para mejorar la productividad del trabajo y ampliar las oportunidades económicas.

Señoras y Señores,

El desarrollo de América Latina y el Caribe no es un suceso es un proceso. La mayor parte de los países de la región está avanzando en este proceso, impulsando reformas estructurales muy importantes, pero la clave está en la implementación. Ahí nos concentraremos de aquí en adelante. La OCDE está lista para remar más fuerte para apoyar a América Latina y el Caribe de la mano de éstas y otras importantes organizaciones internacionales.

Cuenten con nosotros. En América Latina no hay décadas ganadas y perdidas, hay trabajo, esfuerzo, ingenio, y talento. Con eso nos basta y sobra para salir adelante. ¡Juntos lo lograremos!

¡Muchas gracias!”

Fuente de información:

<https://www.oecd.org/about/secretary-general/apertura-del-foro-economico-internacional-de-america-latina-y-el-caribe-2016.htm>

Para tener acceso a información relacionada visite:

[http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C\(2016\)1/FINAL&doclanguage=en](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C(2016)1/FINAL&doclanguage=en)

**Mejora del escenario económico global:
débil y frágil (BBVA Research)**

El 23 de mayo de 2016, la sección de estudios económicos de BBVA Research dio a conocer el artículo “Mejora del escenario económico global: débil y frágil” que se presenta a continuación.

El diagnóstico del escenario económico global ha mejorado en los últimos tres meses con la interrupción del ajuste a la baja del crecimiento mundial y de las caídas en los mercados financieros. El crecimiento registrado por la economía china en el primer trimestre de 2016, —6.7% anual— ha calmado la ansiedad sobre la intensidad del ajuste en aquel país, que se suaviza con el mayor soporte monetario y fiscal que están implementando las autoridades. También se ha mitigado el riesgo de un ajuste brusco del tipo de cambio, al tiempo que se han frenado las salidas de capital. Los precios de las materias primas, sobre todo del petróleo, se han sumado a este comportamiento favorable, con aumentos desde niveles tan bajos que ponen en tensión las cuentas fiscales o el servicio de la deuda de grandes empresas de economías productoras, endeudadas además en dólares. Esto, además de ajustes fiscales y frenos de la actividad en los productores de materias primas, retroalimentaba a su vez el deterioro de los mercados globales y del valor de los activos financieros del sector privado, contribuyendo a contrarrestar el efecto positivo en el crecimiento de los menores costos de la energía, por ejemplo.

Sin embargo, la mejora del escenario global es menor y frágil, sin cambios fundamentales en los factores que definen un entorno de crecimiento bajo y expuesto a muy diversas incertidumbres. La mejora de los últimos meses es menor porque el ritmo de crecimiento mundial en la 1ª parte de 2016 estará previsiblemente sólo entre el 2.6 y el 3% anual. Algo mejor que el 2.5% anual del cuarto trimestre de 2015, pero no alcanza el 3.2% promedio del período 2011-2015 ni el 4% de la década anterior a 2008. Otro elemento de cautela es el freno del comercio global que, tanto en bienes como en servicios, se desacelera desde finales de 2014 y evoluciona ya a los ritmos más bajos desde su hundimiento al final de 2008.

En cuanto a la fragilidad de las perspectivas económicas, el hecho de que el Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Japón o el Banco de China hayan tomado o vayan a tomar más medidas expansivas, además del debate dentro de la Reserva Federal sobre

la conveniencia de subir ya los tipos de interés, muestran de por sí la vulnerabilidad del crecimiento y la dificultad para alcanzar la estabilidad de precios.

Pero, la fragilidad de las perspectivas económicas emana fundamentalmente de que los eventos de incertidumbre, suficientemente significativos como para elevar la volatilidad en los mercados financieros y frenar el crecimiento, son más frecuentes ahora, en el período de “nueva normalidad” tras la crisis mundial de 2008-2009 y la de la deuda soberana europea de 2010-2011. Y ello, por dos novedades que favorecen la mayor prevalencia de la incertidumbre en el panorama económico. La primera, la mayor diversidad de fuentes de potenciales riesgos: unas economías emergentes cada vez más integradas financieramente y que, en muchos casos, aprovecharon la bonanza del ciclo de materias primas para endeudarse, sobre todo su sector empresarial, a unos ritmos que se antojan insostenibles; la propia transformación en marcha en China hacia una economía plenamente de mercado, una transición de la que no existe evidencia previa que pueda servir de guía; y, finalmente, el cambio estructural en el mercado energético con las técnicas de explotación de petróleo no convencional y la reacción del cártel productor. La segunda, el uso extensivo de políticas monetarias de expansión cuantitativa y anclaje de tipos de interés, totalmente novedosas, lo que puede haber alterado la valoración del riesgo por parte de los agentes económicos, alejándola de los fundamentales económicos y contribuyendo a aumentar con ello la volatilidad financiera, dada la absoluta novedad también en torno a cómo será la salida de este período excepcional. Con todo, esta abundancia de liquidez global puede estar también detrás de que siendo más frecuentes los eventos de incertidumbre en los mercados, su persistencia y, con ello, su efecto acumulado sobre el Producto Interno Bruto (PIB), sea algo menor que en el período previo a la crisis que comenzó en 2007.

En resumen, el diagnóstico del panorama económico global seguirá dependiendo de unos mercados financieros atentos a multitud de potenciales riesgos porque los motores de la actividad se mueven al ralentí o están bajando sus revoluciones.

Fuente de información:

https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/pdf/67403_126886.pdf

La lucha contra la siguiente crisis financiera global (PS)

El 18 de mayo de 2016, la organización *Project Syndicate* (PS) publicó los comentarios de Robert J. Shiller⁴ sobre la lucha contra la siguiente crisis financiera global. A continuación se presenta su opinión.

¿Qué es lo que las personas quieren decir cuando critican a los generales por “pelear la guerra anterior y no la actual”? No se dice esto porque, alguna vez, los generales piensen que ellos van a enfrentar los mismos sistemas de armas y los mismos campos de batalla que la vez anterior. Ciertamente, sus conocimientos no permitirían un razonamiento de este tipo. El error, en la medida en la que los generales lo cometen, debe darse en un nivel más sutil. Los generales a veces son “lentos” en cuanto a empezar a elaborar planes y artillería para esos nuevos sistemas de armas y campos de batalla. Y lo que es también de igual importancia, en algunas ocasiones los generales suponen que la situación “psicológica” pública, así como las “narrativas” que influyen el estado de ánimo que es tan importante en el logro de la victoria, son iguales a las que se tenían durante la guerra inmediatamente previa.

⁴ Robert J. Shiller, premio Nobel de Economía 2013, es profesor de economía en la Universidad de Yale y co-creador del índice Case-Shiller de precios de la vivienda en Estados Unidos de Norteamérica. Es el autor de *Exuberancia irracional*, cuya tercera edición fue publicada en enero de 2015 y, más recientemente *de Suplantación de identidad para Phools: La economía de la manipulación y el engaño*, en coautoría con George Akerlof.

Esto también es cierto para los reguladores cuyo trabajo es prevenir las crisis financieras. Por las mismas razones, puede que sean lentos cuando se trata de cambiar en respuesta a las nuevas situaciones. Ellos tienden a ser lentos para adaptarse a la evolución de la situación psicológica pública. La necesidad de una regulación depende de la percepción pública de la última crisis, y, tal como George Akerlof y mi persona sostenemos en nuestro libro *Animal Spirits*, estas percepciones dependen en gran medida de narrativas populares cambiantes.

Los últimos informes de avance del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, siglas en inglés) en Basilea describen mejoras definitivas en los reglamentos financieros que refuerzan la estabilidad en 24 de las economías más grandes del mundo. Su “Tablero de instrumentos” tabula el progreso en 14 áreas regulatorias distintas. Por ejemplo, el FSB otorga altas puntuaciones a todos los 24 países en la implementación de los requerimientos de capital basados en el riesgo de Basilea III.

Pero la situación no es del todo tranquilizadora. Puede que estos requerimientos de capital basados en el riesgo no sean lo suficientemente altos, tal como *Anat Admati* y *Martin Hellwig* razonan en su influyente libro *The Bankers New Clothes*. Y, se ha tenido un avance mucho menor en una docena de otras áreas regulatorias tabuladas por el FSB.

Considere, por ejemplo, las normas relativas a los fondos de mercado de dinero, fondos que, de acuerdo con el FSB, sólo unos pocos países han desarrollado desde el año 2008. Los fondos con dinero de mercado son una alternativa a los bancos para guardar el dinero propio, y ofrecen tasas de interés algo más altas, pero sin el seguro que protege los depósitos bancarios en muchos países. Al igual que con los depósitos bancarios, los inversionistas pueden sacar su dinero en cualquier momento. Y, al igual que en el caso de los depósitos bancarios, los fondos podrían estar sujetos a una corrida si un gran número de personas tratan de retirar su dinero al mismo tiempo.

El 16 de septiembre de 2008, unos días después de que comenzara la corrida del banco estadounidense *Washington Mutual* y el día después de que se anuncie la quiebra de *Lehman Brothers*, un importante fondo de mercado de dinero de Estados Unidos de Norteamérica, *Reserve Primary Fund*, que había invertido en la deuda de *Lehman*, se encontró en serios problemas. Con activos por un total menor a aquel que debía a los inversionistas, el fondo parecía estar al borde de una corrida. A medida que aumentó el pánico entre el público, el gobierno federal, por temor a una gran corrida en otros fondos de mercado de dinero, garantizó todos estos fondos por el período de un año, a partir del 19 septiembre de 2008.

La razón por la que esta corrida era tan alarmante como para necesitar de apoyo gubernamental sin precedentes se deriva de las narrativas subyacentes. De hecho, el *Reserve Primary Fund* no perdió todo. Se limitó a “fraccionar el dólar”, lo que significa que no pudo pagar un dólar por un dólar en libros; pero aún pudo pagar 0.97 dólares por cada dólar. Entonces, ¿por qué una crisis? Después de todo, los depositantes bancarios regularmente pierden más cuando la inflación inesperada erosiona el poder adquisitivo real de sus ahorros (sólo el valor nominal de los depósitos está asegurado). Pero, las narrativas no se centran en eso. La pérdida de valor real debido a la inflación no ha sido un tema importante de la narrativa pública en Estados Unidos de Norteamérica durante décadas, debido a que la sostenida estabilidad de precios hizo que las personas se olvidaran de dicha pérdida de valor real.

Pero, las personas no se han olvidado de la Gran Depresión de la década de 1930, a pesar de que la mayoría de las personas que están vivas hoy no habían nacido aún en aquel entonces. En el año 2008, se recicló la narrativa de la Gran Depresión en todas partes, con todas sus coloridas historias de pánico financiero y multitudes enardecidas que se reunían en los alrededores de bancos cerrados. Además, autoridades que son dignas confianza parecían decir, una y otra vez, que tales hechos eran históricamente

remotos y no podía volver a ocurrir. En el enojado espíritu del período 2008, la reacción del público ante un evento relativamente menor tomó proporciones impresionantes.

La Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos de Norteamérica tardó casi seis años tras la crisis para reducir la vulnerabilidad de los fondos de mercado, mediante la exigencia en el año 2014 de un “NAV flotante” (valor neto de los activos) (NAV, siglas en inglés), lo que significa que los principales fondos de mercado de dinero ya no prometen pagar un dólar por el valor nominal de un dólar. Ellos le pagan cualquiera fuese la participación del depositante en las cuentas. Esto no ofrece garantías a los inversionistas de fondos frente a pérdidas. Sin embargo, esta forma plausible ayudará a evitar una corrida, porque esto significa que la retirada repentina de algunos depósitos no dañará las cuentas de otras personas quienes no retiraron sus dineros.

El marco normativo internacional desde el año 2008 ha cambiado y ha mejorado, pero ninguno de esos cambios puede anticipar todos los tipos de cambios en las narrativas que subyacen a los espíritus animales públicos. Los reguladores pudieron haber impuesto un NAV flotante décadas atrás; no lo hicieron porque no previeron una narrativa que iría a desestabilizar a los fondos de mercado de dinero. No se podía haber esperado que las autoridades regulatorias pronostiquen la atención pública repentina al riesgo recién descubierto de corridas en empresas financieras no bancarias.

Mientras que tengamos un sistema económico que produce crecimiento mediante la retribución a participantes e inversionistas inspirados, vamos a enfrentar el riesgo de que las opiniones e historias adversas puedan abrumar repentina y temporalmente la inspiración. Los reguladores deben contrarrestar los riesgos implícitos dentro de estructuras intrínsecamente desestabilizadoras, tal como ocurrió en los fondos de mercado de dinero. Sin embargo, las regulaciones más urgentes siempre serán aquellas específicas al tiempo y contexto, debido a que cambian las narrativas. Y, la forma cómo

estas narrativas resuenan con el público puede revelar, una vez más, grietas en la armadura financiera.

Fuente de información:

<https://www.project-syndicate.org/commentary/financial-regulation-public-narratives-by-robert-j--shiller-2016-05/spanish>

El gran dilema (FMI)

En junio de 2016, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó en su revista trimestral de Finanzas y Desarrollo (F&D) el artículo “El gran dilema”. A continuación se presenta el contenido.

El vertiginoso crecimiento de China está desacelerándose, y los motores de ese crecimiento están pasando de la inversión y las exportaciones al consumo interno. Este desplazamiento afecta a la economía mundial, especialmente a los países exportadores de materias primas, muchos de los cuales se encuentran en África. La Oficina de Aduanas de China anunció recientemente que las importaciones chinas de productos africanos cayeron casi un 40% en 2015. El desplome de la demanda china ha causado súbitas caídas de precios, ejerciendo presión sobre las cuentas fiscales y externas de muchos países africanos. El crecimiento económico en África subsahariana (que promedió entre 5 y 6% en las dos últimas décadas), cayó por debajo del 4% en 2015 y se prevé que disminuya más en 2016.

Sin embargo, pese al incierto contexto económico, en diciembre de 2015, el Presidente chino prometió 60 mil millones de dólares en financiamiento para África durante los próximos tres años (más del doble de lo prometido por China hace tres años).

¿Acaso el nuevo modelo de crecimiento chino significa que el renacer económico de África ha terminado? ¿O puede África adaptarse a las nuevas realidades y aprovechar las nuevas oportunidades, incluida su relación con China? Para tratar de responder estas

preguntas, en primer lugar consideramos el extraordinario crecimiento de los lazos económicos entre China y África.

El veloz crecimiento de China en los últimos 40 años la convirtió en un importante centro comercial (directa o indirectamente, a través de otros socios comerciales) para la mayoría de los países del mundo.

Una enorme reorientación

En África subsahariana hubo una notable reorientación comercial durante las dos últimas décadas. En 1995, las economías avanzadas representaban prácticamente el 90% de las exportaciones de África subsahariana; hoy, nuevos socios —incluidos Brasil, China e India— representan más del 50%, y alrededor de la mitad de ese porcentaje es atribuible a China. Asimismo, en 2014, China se convirtió en la principal fuente de importaciones de África subsahariana.

Los productos metálicos y minerales y el combustible representan el 70% de las exportaciones de África subsahariana a China. Por otro lado, la mayoría de las importaciones de África subsahariana provenientes de China son bienes manufacturados y maquinaria.

El acceso a nuevos mercados para sus materias primas ha estimulado las exportaciones de África, que se quintuplicaron en valor real en las dos últimas décadas. Y al diversificar sus socios comerciales, África subsahariana ha reducido la volatilidad de sus exportaciones, lo que ayudó a amortiguar el impacto de la crisis financiera mundial en 2008–2009. Cuando las economías avanzadas devastadas por la recesión redujeron sus importaciones, China aumentó su proporción de importaciones de África subsahariana, permitiendo a la mayor parte de la región mantener un robusto crecimiento económico. El comercio también mejoró las condiciones de vida en África

mediante el acceso a bienes de consumo chinos baratos y contribuyó a una inflación baja y estable.

Inversionista y prestamista

África subsahariana también ha diversificado sus fuentes de capital. La inversión extranjera directa (IED) china en África subsahariana ha aumentado de modo significativo desde 2006. Si bien las últimas estadísticas oficiales (2012) indican que es menos del 5% de la IED total de la región, que usualmente entraña algún tipo de control sobre las empresas, los datos anecdóticos sugieren que la cifra puede ser mucho mayor. Muchos pequeños empresarios chinos se han establecido en África.

Además, los préstamos chinos a África subsahariana —muchos de los cuales financian proyectos de infraestructura pública— han aumentado rápidamente (véase “Obstáculo al crecimiento” en esta edición de F&D), y la proporción de China de la deuda externa total de África subsahariana creció de menos del 2% antes de 2005 a alrededor del 15% en 2012. Esto ha ofrecido a muchos países africanos una bienvenida nueva fuente de financiamiento de proyectos. Y cada vez más, China se apoya en África, que es una gran fuente de contratos de ingeniería para la construcción vial y proyectos hidroeléctricos.

El modelo de crecimiento chino de gran inversión y orientado a las exportaciones convirtió al país en un creciente importador de materias primas durante la mayor parte de este siglo. La demanda china incrementó notablemente los precios de metales, energía y materias primas agrícolas beneficiando a los muchos exportadores de productos básicos de África subsahariana.

Pero eso cambió. La menor inversión en China ha reducido su apetito por las materias primas, dando origen a un viraje pronunciado en su balanza comercial con África subsahariana. Los precios del mineral de hierro y el petróleo, por ejemplo, han caído en

más de la mitad de los picos recientes, y muchas otras materias primas también han sufrido disminuciones marcadas. Los mercados de futuros sugieren mayores reducciones en 2016 y poca recuperación antes de 2020.

La IED es menos cíclica y está más determinada por consideraciones a mediano plazo que muchos otros tipos de inversiones. Pero el reciente cierre de minas chinas en África subsahariana (minas de cobre en Zambia, de mineral de hierro en Sudáfrica y la cancelación de un proyecto de mineral de hierro en Camerún, por ejemplo) indican que el retorno de la inversión en sectores tradicionales de las materias primas está disminuyendo. En mayo de 2015, el Ministerio de Comercio de China estimó una caída en el valor de los flujos de IED de China a África del 45.9% en el primer trimestre de 2015 comparado con el mismo período en 2014. La cantidad de proyectos aprobados también ha disminuido desde 2013 (véase la gráfica siguiente).



El impacto inmediato sobre los exportadores de materias primas ha sido serio. Los exportadores de petróleo, en particular, están experimentando marcadas disminuciones en sus exportaciones, lo que ejerce presión sobre las reservas de divisas y tipos de cambio. Muchos exportadores de materias primas también obtienen ingresos públicos significativos de los recursos naturales y hoy enfrentan crecientes déficit

presupuestarios y presión para recortar el gasto. En Angola, por ejemplo, la caída en los precios del petróleo barrió con alrededor de la mitad de su base de ingreso, con una pérdida de más del 20% del Producto Interno Bruto (PIB). Menores niveles de gasto, tanto en el sector público como en el privado, han conducido a un crecimiento marcadamente menor para los países exportadores de petróleo, que hoy se prevé promedie en apenas el 2% en 2015–2016, comparado con un promedio de más del 7% en la década previa.

Los efectos de contagio de China no se limitan a los canales directos como una menor demanda de exportaciones y caídas en los precios mundiales de las materias primas. También hay efectos de una economía africana a otra. La desaceleración en economías grandes de África subsahariana, como Sudáfrica y Nigeria, afecta a los vecinos más pequeños con los que comercian. Uganda, que no exporta materias primas, se ve afectado por la contracción económica en Sudán del Sur, que se había convertido en un destino importante para las exportaciones regionales ugandesas. Países como Sudáfrica, Zambia y la República Democrática del Congo son importantes exportadores a China y también son grandes importadores de otros países africanos.

La buena noticia

Pero estas dificultades presentan al menos dos aspectos positivos. El reciente compromiso de China de brindar más del doble del financiamiento a África con 60 mil millones de dólares durante los próximos tres años pone de manifiesto tanto un sólido compromiso con el continente como la continua disponibilidad de abundante financiamiento de los inversionistas chinos. Naturalmente, será necesario identificar nuevas oportunidades comerciales, probablemente fuera de los sectores tradicionales de los recursos naturales. Pero el reciente aumento de los flujos de capital chinos al exterior, especialmente de empresas chinas, indica que continúa el interés de los inversionistas chinos en invertir y buscar retornos elevados fuera de su economía. Las

economías de frontera africanas que no dependen de materias primas, por ejemplo, en África oriental, podrían resultar nuevos mercados atractivos.

Además, las tendencias demográficas mundiales brindan una oportunidad para que África subsahariana se beneficie del nuevo modelo de crecimiento de China (véase “Subirse a la ola demográfica”, en la edición de marzo de 2016 de F&D). Bangladesh y Vietnam ya han ingresado a las cadenas de valor mundiales de indumentaria y textiles antes dominadas por China, que está pasando a otras cadenas de suministro de mayor valor agregado. En una cadena de suministro, las distintas etapas de fabricación de un producto, de la extracción de las materias primas al ensamblaje final, son realizadas por empresas ubicadas en varios países. Para 2035, la población de África subsahariana que llegará a la edad laboral (15–64 años) superará la del resto del mundo. Si los países de África subsahariana pueden reducir los cuellos de botella de infraestructura, mejorar el clima de negocios, diversificar sus economías y aumentar su integración en las cadenas de valor mundiales en las próximas décadas, tendrán una oportunidad histórica de promover con firmeza el crecimiento y reducir la pobreza en el continente. Dependerá de los responsables de la política económica del continente aprovechar esta oportunidad

Fuente de información:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2016/06/pdf/chen.pdf>

Declaración del Presidente del Banco Central Europeo sobre la reunión del Consejo de Gobierno (BCE)

El 2 de junio de 2016, el Banco Central Europeo (BCE) en Fráncfort, Alemania, dio a conocer la Declaración introductoria del Presidente del BCE sobre la Reunión del Consejo de Gobierno. A continuación se presenta la información.

Damas y caballeros, el Vicepresidente y yo estamos muy contentos de darles la bienvenida a esta conferencia de prensa. Quisiera agradecer al gobernador del Banco

Nacional de Austria, M. Nowotny, por recibirnos y darle las gracias a su personal por la excelente organización de la Reunión del Consejo de Gobierno. Les haremos saber el resultado de la reunión.

Al final de nuestro análisis periódico de la situación económica y monetaria, decidimos dejar las tasas de interés oficiales del BCE sin cambios. Consideramos que las tasas de interés oficiales deberían mantenerse en los niveles actuales o en los niveles más bajos durante un período prolongado, y más allá del panorama fijado para nuestras compras netas de activos. En cuanto a las medidas de política monetaria no convencionales, confirmamos que las compras mensuales de activos que se elevaron a 80 mil millones de euros deberían realizarse antes de finales de marzo de 2017 o más allá si es necesario y en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenible de la evolución de la inflación conforme a su objetivo. La siguiente etapa considera que comencemos el 8 de junio, a efectuar las compras de activos en el marco del programa de compras de bonos corporativos (*corporate sector purchase programme de compra CSPP*). Además, a partir del 22 junio, realizaremos la primera operación de nuestra nueva serie de operaciones de financiamiento fijada a un plazo mayor.

Información adicional sobre las modalidades de ejecución del CSPP se publicará al final de esta conferencia de prensa en la página de internet del BCE.

La amplia gama de decisiones de política monetaria tomada a principios de marzo fortalece la dinámica de la recuperación económica en la zona euro y favorecen el retorno de la inflación a niveles inferiores, pero cerca del 2%. En particular, nuestras medidas siguen disminuyendo el costo del crédito y contribuyen a un reforzamiento de la creación del crédito. La recuperación económica avanza progresivamente. Más allá de la iniciativa que ya ha sido considerada, las medidas de política monetaria que deberían implementarse deberían generar un nuevo impulso que contribuirá a un mayor equilibrio ante los riesgos que afectan las perspectivas de crecimiento de la inflación.

En el contexto actual, es crucial asegurar que el entorno de inflación muy baja no se traduzca en efectos secundarios en el proceso de fijación de precios y salarios. El Consejo de Gobierno seguirá de cerca la evolución de las perspectivas en materia de estabilidad de precios y actuará, en caso de recaer, utilizando todos los instrumentos a su disposición en el marco de su mandato para lograr su objetivo.

Permítanme explicar con más detalle la evaluación, comenzando por el análisis económico. El crecimiento del PIB en la zona euro fue de 0.5%, en el primer trimestre de 2016, frente al 0.3% del cuarto trimestre de 2015. El crecimiento es impulsado por la demanda interna, pero frenado por una lenta evolución de las exportaciones. Los últimos datos van en el sentido de continuar con el crecimiento en el segundo trimestre de 2016, pero sin duda a un ritmo menos elevado que en el primer trimestre. En los próximos meses, esperamos que continúe la recuperación económica a un ritmo moderado, pero regular. La demanda interna, en particular, sigue beneficiándose de nuestras medidas de política monetaria en la economía real. Su impacto favorable en las condiciones de financiamiento, combinado con una mayor rentabilidad de las empresas, beneficia a la inversión. Por otra parte, la búsqueda de la creación de empleo a favor de las reformas estructurales anteriores y los precios todavía relativamente bajos del petróleo deberían seguir apoyando el ingreso personal disponible de los hogares y del consumo privado. Además, la orientación presupuestaria en la zona euro fue ligeramente expansionista. Al mismo tiempo, la recuperación económica en la zona euro sigue estando limitada por las perspectivas de crecimiento lento en las economías de mercados emergentes, el ajuste necesario de los balances en varios sectores y por la falta de aplicación de las reformas estructurales.

Estas perspectivas globales de las proyecciones macroeconómicas de junio de 2016 establecidas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que prevén un crecimiento anual del PIB del 1.6% en 2016 y 1.7% en 2017 y 2018. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2016 establecidas por los expertos

del BCE, las perspectivas de crecimiento del PIB se revisaron al alza para 2016 y se mantienen prácticamente sin cambios durante 2017 y 2018.

Los riesgos que influyen en las perspectivas de crecimiento de la zona euro permanecen orientados a la baja, pero el balance de riesgos ha mejorado como resultado de las medidas de política monetaria que se han tomado y de la recuperación que aún no tiene efectos. Los riesgos a la baja están relacionados con la evolución de la economía mundial, con el próximo referéndum del Reino Unido y con otros riesgos geopolíticos.

Según Eurostat, la variación anual del Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) de la zona euro se situó 0.1% en mayo de 2016, después del -0.2% registrado en abril, mostrando principalmente la intensificación del incremento de los precios en la energía y los servicios. Durante los próximos meses, basándose en los precios actuales de los contratos a futuro de la energía, las tasas inflación podrían permanecer bajas o antes de recuperarse en el segundo semestre de 2016. Debido en gran medida a los efectos de base relacionados con el ritmo anual de variación de los precios de la energía. El repunte de la tasa de inflación debería confirmarse en 2017 y 2018, fortalecido por nuestras medidas de política monetaria y la recuperación económica esperada.

Este escenario resulta también de las proyecciones macroeconómicas de junio de 2016 establecidas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que muestran un aumento anual del IAPC del 0.2% en 2016, 1.3% en 2017 y 1.6% en 2018. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE, en marzo de 2016, las perspectivas para la inflación medida por el IAPC han sido revisadas ligeramente al alza para 2016, lo que refleja los recientes incrementos del precio del petróleo, y permanecen sin cambio para 2017 y 2018.

Por lo que respecta al análisis monetario, el dinero en sentido amplio (M3) continuó creciendo a un ritmo saludable en abril de 2016, su tasa de crecimiento anual se

estableció en 4.6% frente al 5% de marzo. Al igual que en los meses anteriores, el crecimiento anual de M3 sigue siendo impulsado principalmente por sus componentes de mayor liquidez, ya que el agregado monetario limitado M1 aumentó a una tasa anual de 9.7% en abril, frente al 10.1% registrado en marzo.

La dinámica de los préstamos continuó su recuperación gradual observada desde principios de 2014. La tasa de variación anual de los préstamos a las sociedades no financieras (ajustados a la suspensión de préstamos y de la titulización) se situó en 1.2% en abril de 2016, frente al 1.1% de marzo. La evolución de los préstamos corporativos sigue reflejando el cambio en el ciclo económico, el riesgo de crédito y el ajuste de los balances en curso en los sectores financieros y no financieros. La tasa de crecimiento de los préstamos a los hogares (ajustados a la suspensión de préstamos y de la titulización) permaneció en general estable en 1.5% en abril, frente al 1.6% de marzo.

Las medidas de política monetaria puestas en marcha desde junio de 2014 han atenuado las condiciones de préstamo para las empresas y los hogares, y han favorecido los flujos de crédito en la zona euro. El conjunto de nuevas medidas de política monetaria adoptadas en marzo de 2016 confirma la recuperación actual del crecimiento de los créditos, apoyando así la recuperación de la economía real.

En resumen, el cotejo de los resultados del análisis económico con las señales provenientes del análisis monetario confirma la necesidad de mantener una orientación acomodaticia apropiada de la política monetaria para asegurar el retorno sin demora de la tasa de inflación hacia niveles inferiores, aunque cercanos al 2 por ciento.

La política monetaria se centra en el mantenimiento de la estabilidad de los precios a mediano plazo y tiene una orientación acomodaticia que apoya la actividad económica. Como el Consejo de Gobierno ha señalado en repetidas ocasiones, y como se retoma en los debates y los foros europeos e internacionales, otros ámbitos de política económica deben aportar una contribución mucho más significativa, tanto a nivel

nacional como europeo, para que nuestras medidas de política monetaria puedan hacer sentir completamente sus efectos benéficos. Teniendo en cuenta la persistencia del elevado desempleo estructural y el bajo crecimiento potencial de la zona euro, las políticas estructurales son esenciales. Las reformas estructurales son indispensables en todos los países de la zona del euro, aunque las necesidades específicas varíen de una economía a otra. En particular, las medidas tienen como objetivo reforzar la productividad y fortalecer el entorno empresarial, principalmente a través de la creación de infraestructuras públicas adecuadas, que son vitales para aumentar la inversión y estimular la creación de empleos. El fortalecimiento de las iniciativas de inversión actuales, incluyendo la extensión de Plan de *Juncker*, y el progreso hacia la unión de mercados de capitales contribuirán también favorablemente a este objetivo. La aplicación rápida y eficaz de las reformas estructurales en un entorno de política monetaria acomodaticia conforme a las recomendaciones formuladas recientemente para cada país por la Comisión Europea, se traducirá no solamente en el crecimiento económico sostenible más fuerte en la zona euro, sino que también aumentará su capacidad de resistencia frente a las crisis mundiales. Las políticas fiscales también deben apoyar la recuperación económica respetando las normas de la Unión Europea en este sentido. La aplicación plena y sistemática del Pacto de estabilidad y crecimiento, en su momento y en varios países, es crucial para mantener la confianza en el marco fiscal.

Al mismo tiempo, todos los países deben esforzarse por aplicar políticas fiscales cada vez más propicias para crecimiento.

Fuente de información:

https://www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/communique-presse-bce-declaration-introductive-20160602.pdf

Rasgos Básicos sobre la Evolución Económica y Monetaria de la Zona del Euro (BCE)

El 16 de junio de 2016, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Económico. A continuación se presenta el apartado de “Rasgos Básicos sobre la Evolución Económica y Monetaria de la Zona del Euro”.

En su Reunión de Política Monetaria celebrada el 2 de junio de 2016, el Consejo de Gobierno determinó que el amplio paquete de medidas adoptadas a principios de marzo respalda el dinamismo de la recuperación económica de la zona del euro favorece el retorno de la inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2%. Las medidas del BCE siguen disminuyendo el costo del crédito y contribuyen a reforzar la creación de crédito. La recuperación económica de la zona del euro avanza gradualmente. Además del impulso ya considerado, se espera que las medidas de política monetaria pendientes de aplicación, a saber, el programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés) y la nueva serie de operaciones de financiamiento a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II, en sus siglas en inglés), proporcionen un estímulo monetario adicional, que contribuirá a seguir reequilibrando los riesgos para las perspectivas de crecimiento y de inflación. En el contexto actual, es fundamental asegurar que el entorno de muy baja inflación no se traduzca en efectos de segunda vuelta sobre el proceso de fijación de precios y salarios. El Consejo de Gobierno realizará un atento seguimiento de la evolución de las perspectivas de estabilidad de precios y, si fuera necesario para el cumplimiento de su objetivo, actuará utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 2 de junio de 2016

El crecimiento mundial se mantuvo débil en el primer trimestre de 2016. De cara al futuro, se espera que la actividad global siga expandiéndose a un ritmo moderado. Las bajas tasas de interés, la mejora de los mercados de trabajo y el aumento de la confianza

sostienen las perspectivas para las economías avanzadas. En cambio, las perspectivas para las economías emergentes continúan siendo más inciertas, habida cuenta de la desaceleración del crecimiento en China y del ajuste de los países exportadores de materias primas a la disminución de los precios de estas materias.

Entre principios de marzo y comienzos de junio, los mercados financieros internacionales y de la zona del euro recuperaron unas condiciones más estables. La evolución económica mundial, mejor de lo esperado, la recuperación adicional de los precios del petróleo y los estímulos de política monetaria adicionales en la zona del euro respaldaron las valoraciones de los activos de riesgo. En consecuencia, los precios de las acciones de la zona del euro registraron un moderado aumento durante el período analizado, mientras que el anuncio de las compras de bonos corporativos por parte del Eurosistema reforzó significativamente el estrechamiento de los diferenciales de los bonos emitidos por las sociedades no financieras. Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro experimentaron una leve disminución, siguiendo de cerca las variaciones de los rendimientos a largo plazo a escala global. En los mercados de divisas, el euro se fortaleció ligeramente.

La recuperación económica de la zona del euro continúa. El PIB real de la zona del euro aumentó significativamente en el primer trimestre de 2016. El crecimiento sigue apoyándose en la demanda interna, pese a verse frenado por la debilidad de las exportaciones. Los últimos datos apuntan a un crecimiento sostenido en el segundo trimestre, aunque posiblemente a una tasa más baja que en el primero.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que la recuperación económica avance a un ritmo moderado, pero sostenido. La demanda interna sigue estando apoyada por la transmisión de las medidas de política monetaria a la economía real. Las favorables condiciones de financiamiento y la mejora de la rentabilidad empresarial continúan estimulando la inversión. Asimismo, el continuo aumento del empleo, favorecido

también por las reformas estructurales realizadas en el pasado, y unos precios del petróleo aun relativamente bajos prestan un respaldo adicional a la renta real disponible de los hogares y al consumo privado. Además, la orientación de la política fiscal en la zona del euro es ligeramente expansiva. No obstante, la recuperación económica de la zona del euro sigue viéndose frenada por las débiles perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, los necesarios ajustes en los balances de algunos sectores y el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2016 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1.6% en 2016 y del 1.7% en 2017 y 2018. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2016, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado al alza para 2016 y se han mantenido prácticamente sin cambios para 2017 y 2018. De acuerdo con el análisis del Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen inclinados a la baja, pero el balance de riesgos ha mejorado como consecuencia de las medidas de política monetaria adoptadas y del estímulo todavía pendiente. Los riesgos a la baja continúan estando relacionados con la evolución de la economía mundial, con el próximo referéndum en el Reino Unido sobre su permanencia en la Unión Europea (UE) y con otros riesgos geopolíticos.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación anual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el -0.1% en mayo de 2016. Este reducido nivel de inflación refleja anteriores caídas de los precios de la energía. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que las tasas de inflación sigan siendo muy bajas o negativas en los próximos meses, antes de repuntar en el segundo semestre de 2016, debido en gran parte a efectos de base en la tasa de variación anual de los precios de la energía. Con el apoyo de las medidas de política

monetaria del BCE y de la recuperación económica esperada, las tasas de inflación deberían seguir recuperándose en 2017 y 2018.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2016 sitúan la inflación anual medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) en el 0.2% en 2016, el 1.3% en 2017 y el 1.6% en 2018. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente al alza para 2016, como consecuencia de los recientes repuntes de los precios del petróleo, y se han mantenido sin variación para 2017 y 2018.

Las medidas de política monetaria puestas en marcha desde junio de 2014 han mejorado claramente los flujos crediticios en toda la zona del euro. El crecimiento del agregado monetario amplio disminuyó ligeramente en abril, aunque se mantuvo robusto. El crecimiento de los préstamos continuó recuperándose gradualmente. Las fuentes internas de creación de dinero volvieron a ser el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio. Las bajas tasas de interés, así como los efectos de las operaciones de financiamiento a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) y del programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) del BCE, siguen apoyando el crecimiento monetario y crediticio. Las entidades de crédito han ido trasladando sus favorables condiciones de financiamiento aplicando tasas de interés más bajas a sus préstamos, y la recuperación del crecimiento del crédito continúa fortaleciéndose gracias a la mejora de las condiciones de concesión. Se estima que el flujo anual total de financiamiento externo concedida a las sociedades no financieras aumentó moderadamente en el primer trimestre de 2016. En general, las medidas de política monetaria puestas en marcha desde junio de 2014 han mejorado de forma sustancial las condiciones de financiamiento para las empresas y los hogares, y el amplio paquete de nuevas medidas

de política monetaria adoptado en marzo de este año respalda el actual repunte del crecimiento de los préstamos, favoreciendo así la recuperación de la economía real.

Decisiones de política monetaria

El Consejo de Gobierno consideró que el contraste de los resultados del análisis económico con las señales procedentes del análisis monetario confirmaba la necesidad de mantener un grado adecuado de acomodación monetaria para asegurar el retorno de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2% sin excesiva demora. El Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación las tasas de interés oficiales del BCE y sigue esperando que continúen en los niveles actuales, o inferiores, durante un período prolongado, que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos por parte del Eurosistema. En lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que está previsto que las compras mensuales de activos por importe de 80 mil millones de euros continúen hasta el final de marzo de 2017, o hasta una fecha posterior si fuera necesario, y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación. El 8 de junio el Eurosistema comenzó a realizar las compras en el marco del CSPP y el 22 de junio ejecutará la primera TLTRO II.

Fuente de información:

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1604-1.pdf>

Entorno Exterior de la Zona del Euro (BCE)

El 16 de junio de 2016, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Mensual, Evolución Económica y Monetaria de la Zona del Euro. A continuación se presenta el artículo *Entorno Exterior de la Zona del Euro*.

El débil crecimiento económico mundial registrado hacia finales del año pasado continuó en el primer trimestre de 2016. De cara al futuro, se espera que la actividad global siga expandiéndose a un ritmo moderado. Las bajas tasas de interés, la mejora de las condiciones en los mercados de trabajo y el aumento de la confianza sostienen las perspectivas para las economías avanzadas. En cambio, las perspectivas para las economías emergentes continúan siendo más inciertas, habida cuenta de la desaceleración del crecimiento en China y del ajuste de los países exportadores de materias primas a la reducción de los precios de estas materias.

Actividad económica y comercio mundial

La economía mundial continúa su expansión a un ritmo moderado. Los indicadores de actividad se han estabilizado, lo que sugiere que la economía mundial mantiene una trayectoria sostenida. El clima de los mercados financieros se ha recuperado. Con todo, la incertidumbre sigue ensombreciendo el horizonte, dado que los países están afrontando los efectos de una serie de circunstancias que actualmente están determinando el entorno internacional, como los bajos precios de las materias primas que están afectando adversamente a los países exportadores de estas materias, el endurecimiento de las condiciones financieras, principalmente en las economías emergentes, lo que está asociado, en parte, a la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de Norteamérica, el proceso de reajuste gradual de la economía china y los riesgos geopolíticos, entre ellos el referéndum que se celebrará próximamente en Reino Unido.

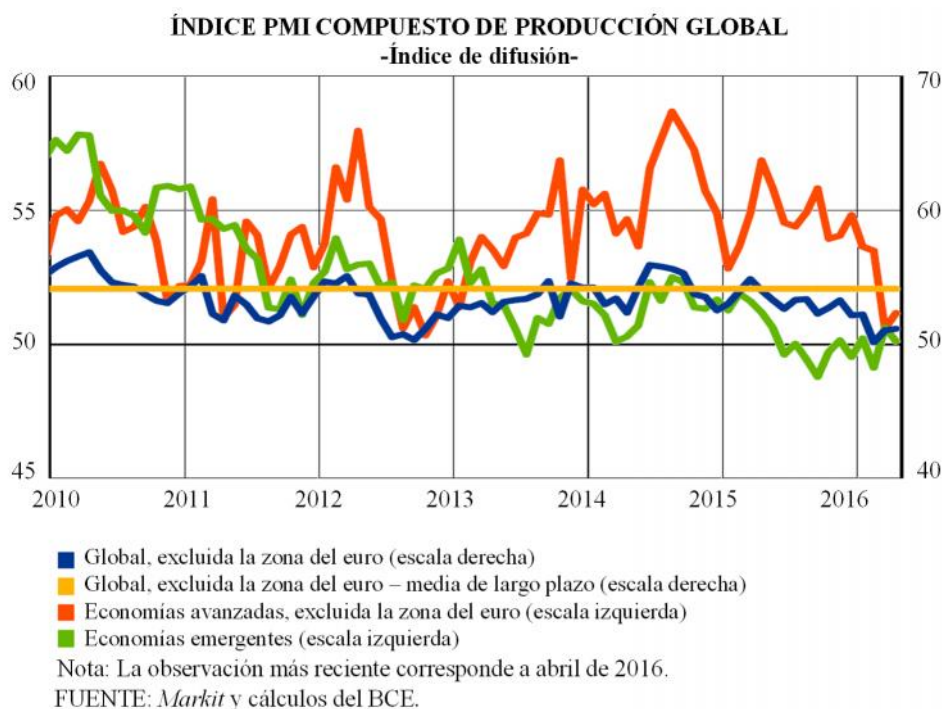
Los precios de las materias primas se han recuperado en los tres últimos meses. El precio del Brent ha remontado con respecto al mínimo de los doce últimos años que registró en enero. Los precios de las materias primas no energéticas también han aumentado en ese mismo período. La reciente subida de los precios del petróleo se debe al efecto combinado de la disminución de la oferta y el fortalecimiento de la

demanda. La oferta mundial de crudo se mantuvo bastante estable en marzo y abril, ya que la producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) aumentó, mientras que la de los países no pertenecientes a esta organización descendió, especialmente la de Estados Unidos de Norteamérica. Al mismo tiempo, la Agencia Internacional de la Energía elevó su previsión de crecimiento de la demanda global de esta materia prima en el primer trimestre de 2016, pero no modificó la estimación de crecimiento para el conjunto de este año. No obstante, desde una perspectiva de más largo plazo, los precios del petróleo continúan situados en niveles sustancialmente inferiores a los máximos registrados en 2014. Como se analiza en el Recuadro siguiente, el estímulo que previsiblemente recibiría la actividad global como resultado del fuerte desplome de los precios del crudo ha sido más moderado de lo esperado. Un aspecto determinante de esta evolución ha sido que los factores impulsores de la caída de los precios del crudo han cambiado con el tiempo. Aunque la mayor parte de la disminución que inicialmente experimentaron los precios del petróleo en 2014 fue atribuible al acusado aumento de la oferta, las caídas posteriores parecen haber reflejado el debilitamiento de la demanda mundial.

La orientación de las políticas monetarias de las economías avanzadas continúa siendo muy acomodaticia. Después de aplanarse en enero, la curva de futuros sobre Fondos Federales se ha desplazado al alza. Dado que se espera que las tasas de interés se mantengan en niveles reducidos durante un largo período de tiempo en otras grandes economías, la perspectiva de divergencias en la política monetaria de las economías avanzadas ha aumentado.

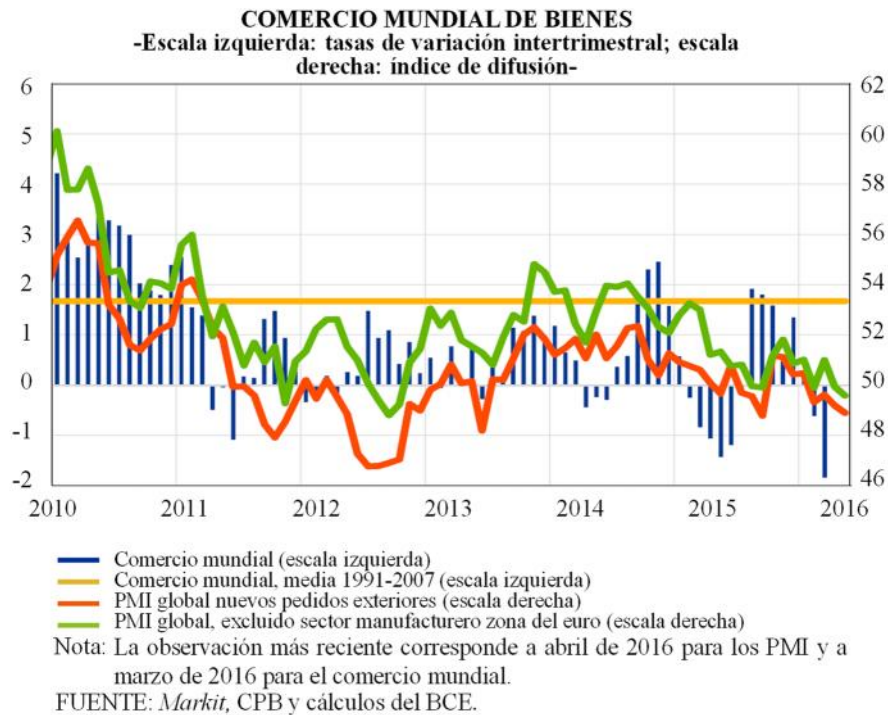
El débil crecimiento económico mundial registrado hacia finales del año pasado continuó a principios de 2016. El crecimiento del PIB se moderó en el primer trimestre en Estados Unidos de Norteamérica y en Reino Unido, aunque repuntó ligeramente en Japón. En promedio, la actividad en otros países europeos no pertenecientes a la zona del euro también se debilitó. Los datos sobre las economías emergentes han sido más

dispar. En China, los datos macroeconómicos continúan siendo acordes con la desaceleración gradual que está experimentando la economía, y en el primer trimestre la actividad se vio favorecida por la recuperación del sector inmobiliario y el elevado gasto en infraestructuras. Rusia ha seguido sumida en una profunda recesión, si bien se observan señales de que la economía está remontando al beneficiarse del aumento de los precios del petróleo. En cambio, en Brasil, la fuerte recesión ha continuado en un entorno de gran incertidumbre política.



Aunque los indicadores de opinión relativos a la actividad económica mundial se han estabilizado, la pérdida de impulso del crecimiento del comercio ha sido significativa. Después de registrar su nivel más bajo en más de cuatro años en febrero, el índice de directores de compras (PMI) compuesto de producción global, excluida la zona del euro, se recuperó ligeramente en abril. No obstante, los indicadores adelantados compuestos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) también apuntan a que el crecimiento ha perdido dinamismo en las economías avanzadas y emergentes. La expansión del comercio mundial volvió a ser negativa a

principios de 2016. Las importaciones mundiales de bienes en términos reales descendieron un 1.8% en el primer trimestre del año. Las estimaciones sobre el comercio en términos reales correspondientes a enero y febrero se revisaron considerablemente a la baja. Aunque las economías avanzadas siguieron registrando un crecimiento positivo de las importaciones, el comercio fue muy débil en las economías emergentes, en especial en las asiáticas. Los datos negativos del primer trimestre de 2016 se vieron sucedidos por dos trimestres consecutivos de avance relativamente acusado de las importaciones.



Efectos de base relacionados con un crecimiento particularmente bajo en enero pueden apuntar a una mayor vitalidad en los próximos meses, aunque las encuestas siguen indicando que las perspectivas sobre el comercio mundial son moderadas, observándose un descenso del índice PMI global de nuevos pedidos exteriores en abril.

De cara al futuro, se espera que la actividad económica mundial siga expandiéndose a un ritmo moderado, impulsada por unas perspectivas de crecimiento todavía sólidas en

la mayoría de las economías avanzadas y por la progresiva moderación de las profundas recesiones en que están inmersas algunas grandes economías emergentes. Se prevé que la persistencia de tasas de interés bajas, la mejora de las condiciones en los mercados de trabajo y el aumento de la confianza respalden las perspectivas para las economías avanzadas. En cambio, en el caso de las economías emergentes, las perspectivas siguen sujetas a mayor incertidumbre. Es probable que la gradual desaceleración económica de China afecte el crecimiento de otras economías emergentes, en especial de las asiáticas. Con todo, la paulatina recuperación de las profundas recesiones que están experimentado Rusia y Brasil debería contribuir al crecimiento económico mundial.

Analizando con más detalle los países individuales, se espera que, en Estados Unidos de Norteamérica, la actividad económica se recupere, tras moderarse en el primer trimestre del año. Los fundamentos económicos internos se mantienen sólidos —reflejados en un acusado crecimiento del empleo y en el aumento de los salarios nominales y de la renta real disponible— previéndose que la demanda interna continúe siendo el principal factor impulsor de las perspectivas de crecimiento de este país. La actividad debería cobrar impulso gradualmente, favorecida por la mayor solidez del consumo y el final del ajuste del sector energético. Por otra parte, es probable que la demanda exterior neta siga representando un lastre para la actividad, habida cuenta de la anterior apreciación del dólar estadounidense y del débil crecimiento de la demanda externa. Al mismo tiempo, aunque los diferenciales de crédito se han reducido ligeramente, las tasas de interés han aumentado.

En Reino Unido, la actividad económica continúa expandiéndose a un ritmo sostenido. Se espera una moderada recuperación de la actividad, impulsada fundamentalmente por el consumo, ya que los bajos precios de la energía siguen incrementando la renta real disponible. Aunque el avance de la inversión ha sido inferior al registrado en años anteriores, continúa siendo positivo, respaldado por la relajación de las condiciones

crediticias. No obstante, el crecimiento puede verse frenado por la incertidumbre existente en torno al referéndum sobre la permanencia en la Unión Europea (UE).

Las perspectivas para Japón siguen siendo moderadas. Tras el retroceso de la actividad observado en el último trimestre de 2015, el PIB se recuperó en el primer trimestre de este año. De cara al futuro, la actividad debería beneficiarse de la orientación acomodaticia de la política monetaria y del aumento de las rentas resultante de los precios más bajos del petróleo. El crecimiento gradual de los salarios reales, reflejo de la mejora de la situación en el mercado de trabajo, también debería favorecer el gasto de los hogares. Se espera que las exportaciones se beneficien de la paulatina mejora de la demanda externa, aunque esta mejora se verá atenuada por la reciente recuperación del yen. Además, el proceso de consolidación fiscal constituirá un lastre para la demanda.

En Europa Central y Oriental se prevé que la actividad económica real siga siendo vigorosa, aunque desigual según los países. Los principales factores impulsores del crecimiento de la región continúan siendo el dinamismo del consumo privado, reflejo del aumento de la renta real disponible en un entorno de baja inflación, y el pronunciado avance de la inversión respaldado por los fondos estructurales de la UE.

Se espera que la economía china experimente una desaceleración a mediano plazo. La actividad continúa sustentándose en los reducidos precios del petróleo, en la solidez del consumo y en la notable mejora del mercado de la vivienda. La mayor estabilidad en los mercados financieros y el tipo de cambio (efectivo) del renminbi han contribuido a aliviar parte de la incertidumbre, que fue especialmente elevada a principios de año. A corto plazo se prevé que la orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas de estímulo fiscal respalden la economía en cierta medida. No obstante, a medio plazo se espera que el ritmo de expansión se vea ralentizado por los mayores

esfuerzos por reducir el exceso de capacidad productiva en algunas industrias pesadas y por abordar la cuestión de los préstamos morosos relacionados.

Los países exportadores de materias primas continúan ajustándose al sostenido descenso de los precios de estas materias. En Rusia, que todavía está sumida en una profunda recesión, los costos de financiamiento siguen siendo elevados pese a la mejora de las condiciones de financiamiento observada en 2015. La incertidumbre es elevada, la confianza empresarial es baja y la caída de los ingresos procedentes del petróleo continúa manteniendo el gasto público en niveles reducidos. De cara al futuro se espera que el país retorne a un crecimiento débil pero positivo en el segundo semestre de 2016, mientras que, según las previsiones, la economía crecerá en torno a su tasa potencial en 2017. En Brasil, la incertidumbre política, el deterioro de la relación real de intercambio y el endurecimiento de la política monetaria y de las condiciones de financiamiento están afectando considerablemente la actividad económica. De cara al futuro se prevé que el crecimiento se recupere ligeramente de la profunda recesión a medida que los precios de las materias primas se estabilicen y se reduzca la demora para la inversión en los sectores productores de materias primas.

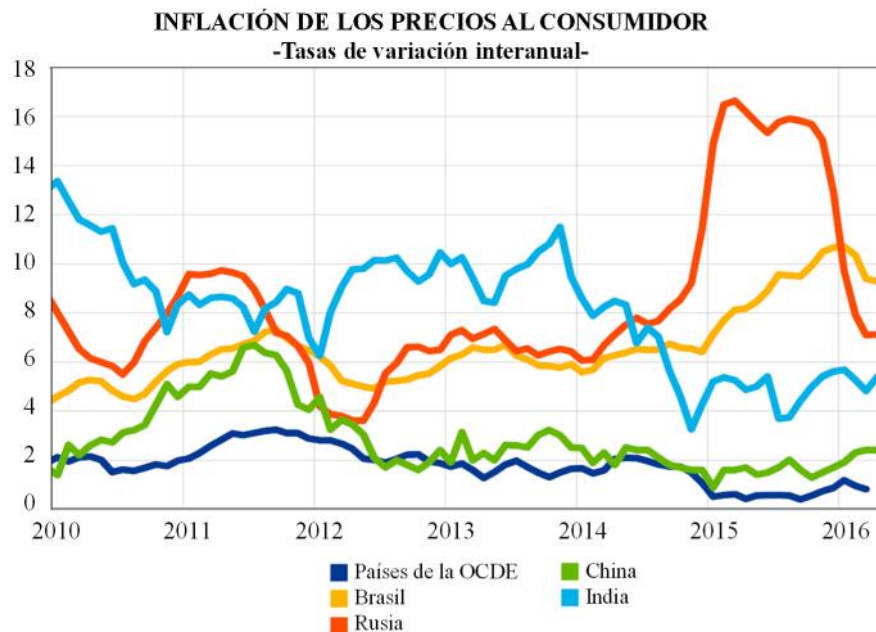
En general, las perspectivas de crecimiento mundial siguen apuntando a una recuperación gradual y desigual. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2016, el crecimiento mundial del PIB real, excluida la zona del euro, se acelerará desde el 3.1% en 2016 hasta el 3.7% en 2017 y el 3.8% en 2018. En cuanto a la demanda exterior de la zona del euro, se espera que se incremente desde el 2% en 2016 hasta el 3.5% en 2017 y el 4% en 2018. El moderado repunte de la actividad y del comercio previsto en el escenario de referencia refleja un crecimiento resistente en las economías avanzadas y una moderación progresiva de las profundas recesiones que están experimentando algunas grandes economías emergentes, concretamente Rusia y Brasil, durante el horizonte de proyección, compensando la paulatina desaceleración de la economía china. En comparación con

las proyecciones de marzo, las perspectivas de crecimiento mundial se han revisado ligeramente a la baja. Las revisiones relacionadas con la demanda exterior de la zona del euro son básicamente acordes con las relativas al crecimiento mundial.

Los riesgos para las perspectivas relativas a la actividad mundial continúan situados a la baja, especialmente en el caso de las economías emergentes. Un importante riesgo a la baja está relacionado con una desaceleración más pronunciada de las economías emergentes, incluida China. El endurecimiento de las condiciones de financiamiento y la intensificación de la incertidumbre política pueden exacerbar los desequilibrios macroeconómicos existentes, minando la confianza y ralentizando el crecimiento en mayor medida de lo esperado. La incertidumbre política en torno a la transición económica de China puede provocar un aumento de la volatilidad financiera a escala mundial. Los riesgos geopolíticos, entre ellos el próximo referéndum en el Reino Unido, también siguen afectando a las perspectivas. Por último, la persistencia de unos precios del petróleo bajos puede exacerbar los desequilibrios presupuestarios o financieros en algunos países exportadores de crudo.

Evolución mundial de los precios

Los efectos de las anteriores caídas de los precios del petróleo continúan dejándose sentir en la inflación mundial. La tasa de variación anual de los precios de consumo en los países de la OCDE descendió hasta situarse en el 0.8% en marzo, frente al 1% de febrero, debido al efecto más pronunciado de la caída de los precios de la energía. En estos países, la inflación anual, excluidos la energía y los alimentos, se ha mantenido invariable en el 1.9% desde diciembre. Entre las grandes economías emergentes, la inflación sigue siendo elevada en Brasil, pero ha caído en Rusia, ya que han desaparecido los efectos de la anterior depreciación del rublo. En China, la inflación se ha incrementado ligeramente como consecuencia de un alza temporal de los precios de los alimentos.



Nota: La observación más reciente corresponde a abril de 2016 para los países individuales y a marzo de 2016 para los países de la OCDE.
FUENTE: Fuentes nacionales y OCDE.

Se espera que, a corto plazo, la inflación mundial se mantenga en niveles moderados y que aumente con lentitud a partir del segundo semestre de 2016. Pese al reciente repunte, la caída que experimentaron a principios de año los precios del petróleo y de otras materias primas debería contener aún más la inflación en el corto plazo. De cara al futuro, la pendiente ascendente de la curva de futuros del petróleo implica que los precios del crudo se incrementarán en el horizonte de proyección. Al mismo tiempo, se espera que la holgada capacidad productiva sin utilizar a escala mundial continúe afectando a la inflación subyacente en el mediano plazo.

Implicaciones globales de los bajos precios del petróleo

En este recuadro se analiza el impacto de las caídas del precio del petróleo sobre la actividad mundial en los dos últimos años. Desde mediados de 2014, los precios del petróleo han experimentado un acusado descenso y a principios de 2016 se situaron en el nivel más bajo de los diez últimos años. Desde el máximo registrado en junio de 2014 hasta el mínimo de enero de 2016, los precios del Brent cayeron 82 dólares estadounidenses por barril (70%). Desde entonces, se han recuperado ligeramente, aumentando en torno a 17 dólares por barril y, las previsiones basadas en los contratos de futuros sobre el petróleo apuntan a un aumento solo gradual a mediano plazo.

Los factores determinantes de los precios del petróleo han ido cambiando a lo largo del tiempo. Aunque gran parte de la caída de los precios del crudo de 2014 podría atribuirse al aumento significativo de la oferta de petróleo, más recientemente, esta caída ha reflejado la mayor debilidad de la demanda mundial. Por el lado de la oferta, las elevadas inversiones y las innovaciones tecnológicas —especialmente en la extracción de petróleo no convencional (*shale oil*)— se tradujeron en un fuerte incremento de la producción de esta materia prima en un período de menor crecimiento, particularmente en las economías emergentes intensivas en energía, lo que generó presiones a la baja sobre los precios del petróleo. Mientras tanto, la decisión adoptada por la OPEP en noviembre de 2014 de mantener sin variación las cuotas de producción acentuó las presiones bajistas sobre los precios del crudo en un entorno de aumento de las existencias. Sin embargo, últimamente, la posibilidad de que el menor crecimiento a escala mundial haya sido el principal factor determinante de las caídas de los precios del petróleo ha suscitado inquietud.

La naturaleza cambiante de las perturbaciones de los precios del petróleo tiene distintas implicaciones para la economía mundial. A principios de 2015 se preveía

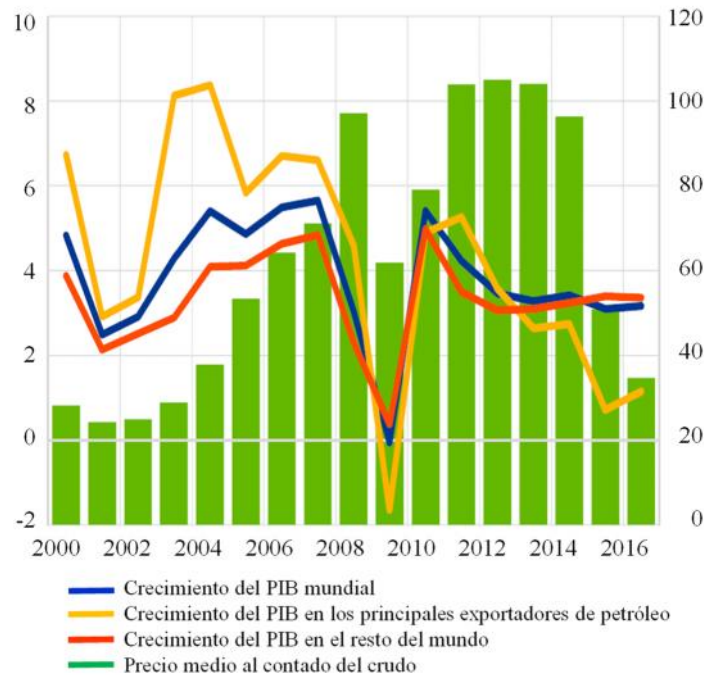
que la caída de los precios del petróleo, impulsada sobre todo por la oferta, tendría un impacto neto considerablemente positivo sobre la actividad global, principalmente a través de dos canales: i) la redistribución de la renta de los países productores a los países consumidores de petróleo, en los que se esperaba una mayor propensión marginal al gasto; y ii) las mejoras de rentabilidad derivadas de los menores costes de los bienes intermedios energéticos, que podrían estimular la inversión y, por tanto, la oferta total en los países importadores netos de esta materia prima. Sin embargo, el hecho de que, desde la segunda mitad de 2015, el descenso de los precios del petróleo estuviera más determinado por la demanda sugiere un impacto menos positivo sobre la economía mundial. Aunque es posible que el bajo precio del crudo siga sustentando la demanda interna en los países importadores netos de petróleo a través del aumento de la renta real, ello no contrarrestaría necesariamente los efectos más generalizados del debilitamiento de la demanda global.

Las estimaciones de los modelos ponen de relieve en qué medida el impacto de las perturbaciones sobre la economía mundial depende de su naturaleza subyacente. Las simulaciones indican que una caída de los precios del petróleo del 10% impulsada exclusivamente por la oferta se traduce en un aumento del PIB global de entre el 0.1 y el 0.2%, mientras que un descenso de los precios del 10% motivado únicamente por la demanda suele asociarse a una disminución del PIB mundial superior al 0.2%. Suponiendo que, por ejemplo, un 60% de la caída del precio del crudo desde mediados de 2014 se haya debido a la oferta, y el porcentaje restante, a la demanda, el impacto agregado de estas dos perturbaciones sobre la actividad económica global, según los modelos, sería casi nulo (o incluso ligeramente negativo).

La experiencia del año pasado también sugiere que los cambios en los canales de transmisión pueden haber frenado el impacto positivo esperado del descenso de los

precios del petróleo sobre la actividad mundial. En comparación con episodios anteriores de caída de los precios del petróleo en las décadas de los ochenta y los noventa del siglo pasado, es posible que el efecto agregado de diversos factores compensatorios haya alterado los mecanismos de propagación de la reciente perturbación de los precios del crudo.

DESACELERACIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB EN LOS PRINCIPALES PAÍSES EXPORTADORES DE PETRÓLEO—COMPARATIVA CON EL RESTO DEL MUNDO
 -Escala izquierda: crecimiento anual del PIB real en porcentaje; escala derecha: media anual del precio al contado del crudo por barril en dólares estadounidenses-



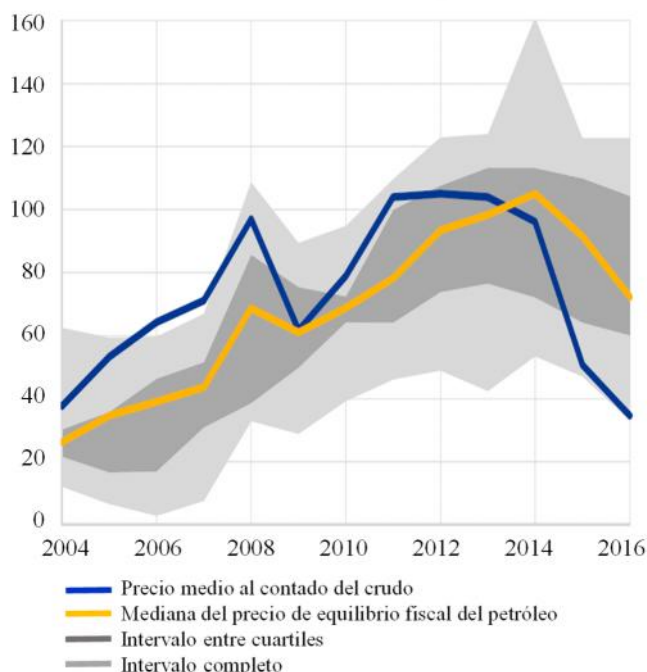
Nota: El grupo de los principales países exportadores de petróleo comprende 20 exportadores netos (Argelia, Angola, Azerbaiyán, Canadá, Colombia, Ecuador, Irán, Irak, Kazajistán, Kuwait, Malasia, Nigeria, Noruega, Omán, Catar, Rusia, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, Uzbekistán y Venezuela). El precio al contado del crudo es la media simple de tres precios al contado: *Dated Brent*, *West Texas Intermediate* y *Dubai Fateh*. Los datos de 2016 son previsiones del FMI.

FUENTE: FMI y cálculos de los expertos del BCE.

Por un lado, el impacto adverso sobre los países exportadores netos de petróleo parece haber sido bastante acusado, y ha ido acompañado de efectos de contagio

negativos en otras economías emergentes. En varios países exportadores netos de petróleo, la caída de los precios de esta materia prima ha interactuado con otras perturbaciones (como las consecuencias de las tensiones geopolíticas), lo que ha dado lugar a un ajuste macroeconómico significativo.

**PRECIOS DE EQUILIBRIO FISCAL DEL PETRÓLEO EN
LOS PRINCIPALES PAÍSES EXPORTADORES Y PRECIO AL
CONTADO DEL CRUDO
-Dólares estadounidenses por barril-**



Nota: El precio de equilibrio fiscal del petróleo se define como el precio del petróleo que equilibra los presupuestos públicos. La gráfica muestra la mediana y el intervalo de los precios de equilibrio fiscal del petróleo en los diez principales países exportadores netos de petróleo de Oriente Próximo, Asia Central y África. El precio al contado del crudo es la media simple de tres precios al contado: *Dated Brent*, *West Texas Intermediate* y *Dubai Fateh*. Los datos de 2016 son previsiones del FMI.

FUENTE: *Regional Economic Outlook* del FMI y cálculos de los expertos del BCE.

Los principales exportadores netos de petróleo han conseguido amortiguar en cierta medida el impacto adverso inicial del reciente retroceso de los precios sobre su actividad incurriendo en unos abultados y crecientes déficit fiscales. Con todo, el crecimiento del PIB en estos países ha disminuido considerablemente en comparación con el resto del mundo. Habida cuenta de que los precios al contado

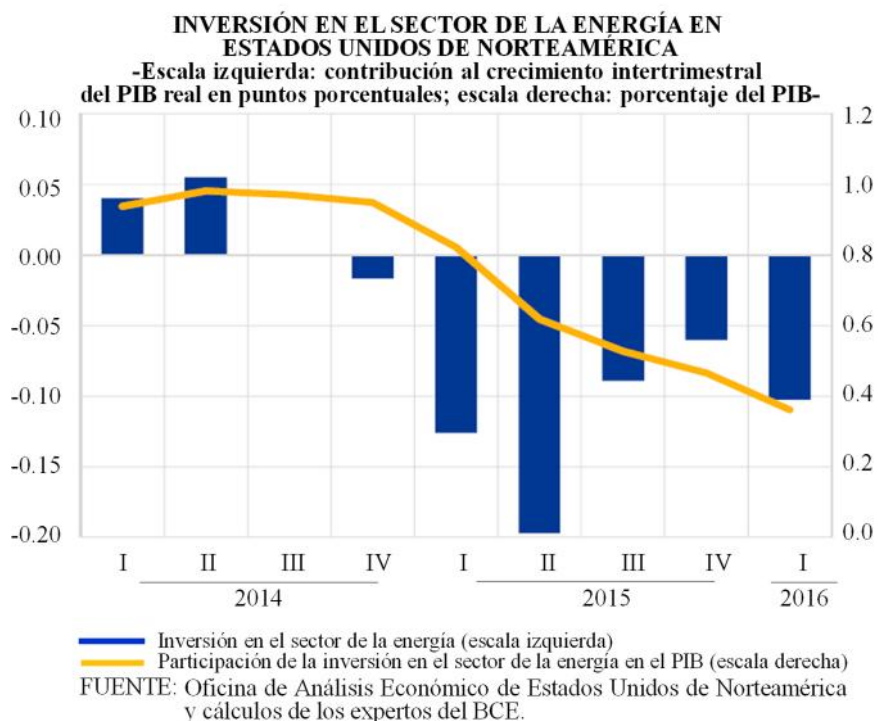
del crudo han caído muy por debajo de los precios de equilibrio fiscal del petróleo, esto es, el nivel de precios necesario para equilibrar los presupuestos públicos, la situación de las finanzas públicas se ha vuelto cada vez más complicada en varios de los principales países productores de petróleo, especialmente en aquellos cuyas monedas están vinculadas al dólar estadounidense o están sujetas a acuerdos cambiarios estrechamente controlados (como Irán, Irak, Nigeria, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos y Venezuela). El margen de actuación de la política monetaria también se ha visto limitado en países exportadores de materias primas con tipos de cambio más flexibles (por ejemplo, Canadá, México, Noruega y Rusia). Como consecuencia de la (acusada) depreciación de las monedas de estos países, las presiones inflacionarias han aumentado, lo que ha reducido el margen para relajar la política monetaria en respuesta a la ralentización del crecimiento. Por último, las dificultades financieras han acentuado las caídas de los precios, especialmente en los países con exposiciones en divisas. Aunque la participación de los principales países exportadores de petróleo en la economía mundial es relativamente reducida (alrededor del 15% del PIB global en términos de paridad de poder adquisitivo), los efectos de contagio negativos a países con los que mantienen estrechos vínculos comerciales o financieros, y los efectos sobre la confianza internacional, han afectado la actividad económica mundial.

Por otra parte, la recuperación de la demanda en varios países importadores netos de petróleo gracias a los ingresos extraordinarios derivados de los precios más bajos del crudo ha sido bastante limitada hasta el momento. Desde una perspectiva de más largo plazo, esta evolución podría reflejar una menor intensidad energética en comparación con episodios anteriores de caída de los precios del petróleo en las décadas de los ochenta y los noventa del siglo pasado. Más recientemente, otros factores pueden haber restringido la respuesta del consumo al descenso de estos precios en algunos países, aunque a menudo resulta complicado diferenciar empíricamente estos efectos. Así, por ejemplo, el aumento del ahorro de los

hogares observado en ciertos países podría estar relacionado con la persistente necesidad de desapalancamiento, que podría haber inducido a los hogares a ahorrar una parte mayor de lo que habría cabido esperar de las ganancias imprevistas derivadas de los precios más bajos del petróleo. Además, posiblemente también hayan influido las expectativas: puede que el gasto aumente solo de manera gradual si ha de transcurrir cierto tiempo para que los hogares consideren que los precios del petróleo se mantendrán en niveles reducidos. Asimismo, entre las economías emergentes, el ahorro público resultante de las menores subvenciones a la energía se ha destinado al saneamiento de las finanzas públicas más que a imprimir un estímulo económico adicional. Por último, es posible que otros factores, como la evolución de los tipos de cambio y los ajustes a la baja de los precios de las acciones y de otros activos en un entorno de creciente incertidumbre económica mundial, hayan moderado el impacto positivo de los precios más bajos del petróleo sobre el consumo.

Si se considera el ejemplo de Estados Unidos de Norteamérica como uno de los mayores importadores netos de petróleo, los beneficios de la caída de los precios del petróleo para el consumo han sido menores de lo inicialmente previsto y se han visto contrarrestados, en gran medida, por el fuerte descenso de la inversión asociada a la energía. La disminución del precio del petróleo ha favorecido el consumo, aunque es posible que la incertidumbre en torno a la persistencia del bajo nivel de los precios del crudo haya afectado a la confianza, lo que implica que el impacto de esta caída fue menor de lo inicialmente esperado. Asimismo, los precios más bajos del crudo tuvieron un efecto considerable sobre la inversión en petróleo no convencional (*shale oil*), que se vio amplificado por el alto grado de apalancamiento de los productores de este tipo de petróleo y su vulnerabilidad a restricciones de financiamiento. Desde que los precios del crudo empezaron a descender a mediados de 2014, la inversión asociada a la energía acumula una caída del 65%, contribuyendo negativamente al crecimiento del PIB, al tiempo que el

número de pozos de extracción ha disminuido hasta situarse en casi un tercio de la cifra inicial. Con todo, se considera que el impacto estimado, en términos netos, del descenso del precio del petróleo sobre el PIB de Estados Unidos de Norteamérica ha sido ligeramente positivo hasta el momento.



En resumen, en comparación con la situación existente hace un año, cuando las caídas del precio del petróleo se debieron sobre todo a factores de oferta, la evolución reciente sugiere que los bajos precios del crudo reflejan cada vez más el debilitamiento de la demanda global. Mientras que se esperaba que una caída de los precios del crudo impulsada fundamentalmente por la oferta tuviese un impacto neto positivo sobre el PIB mundial, es menos probable que un descenso determinado en mayor medida por la demanda preste un respaldo significativo a la actividad global. Además, la valoración del papel desempeñado por los precios más reducidos del crudo está sujeta a un alto grado de incertidumbre. Uno de los factores que contribuyen a esta incertidumbre son los retos en el ámbito de la estabilidad financiera y las finanzas públicas en algunos países exportadores de

materias primas. Otro factor sería la inquietud de que se produzca una desaceleración económica más general de las economías emergentes, estimulada por el aumento de los desequilibrios internos y el endurecimiento de las condiciones financieras en algunos países.

Fuente de información:

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1604-1.pdf>

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1604-2.pdf>

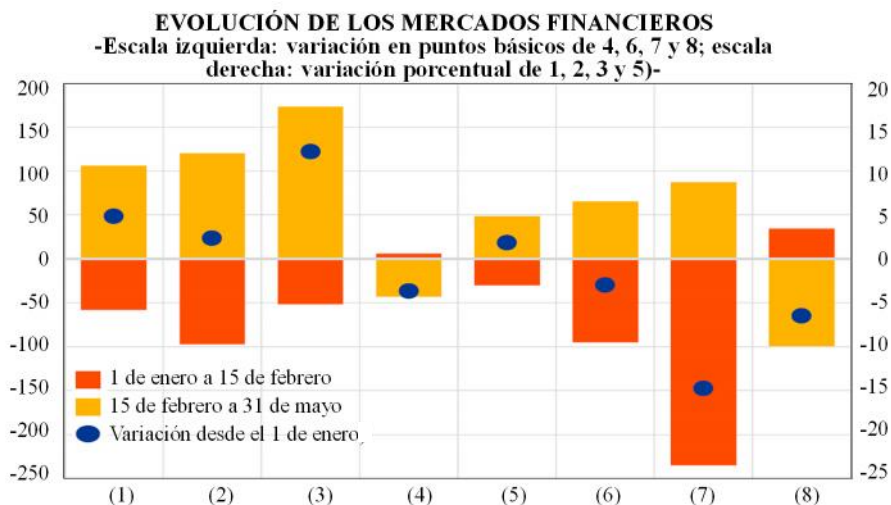
Evolución Financiera de la Zona del Euro (BCE)

El 16 de junio de 2016, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Mensual sobre la Evolución Económica y Monetaria de la zona del euro. A continuación se presenta el artículo *Evolución Financiera de la Zona del Euro*.

Entre principios de marzo y comienzos de junio, los mercados financieros de la zona del euro recuperaron unas condiciones más estables que las existentes a principios de 2016, como ocurrió en los mercados financieros a nivel mundial. Unas condiciones económicas mundiales mejores de lo esperado, la recuperación adicional de los precios del petróleo y los estímulos de política monetaria adicionales en la zona del euro respaldaron las valoraciones de mercado de los activos de riesgo. Los precios de las acciones de la zona del euro registraron un moderado aumento durante el período analizado (entre el 9 de marzo y el 1 de junio de 2016), mientras que el anuncio de las compras de bonos corporativos por parte del Eurosistema reforzó significativamente la disminución de los diferenciales de los bonos emitidos por las sociedades no financieras. Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro experimentaron una leve disminución, siguiendo de cerca las variaciones de los

rendimientos a largo plazo a nivel global. En los mercados de divisas, el euro se fortaleció ligeramente.

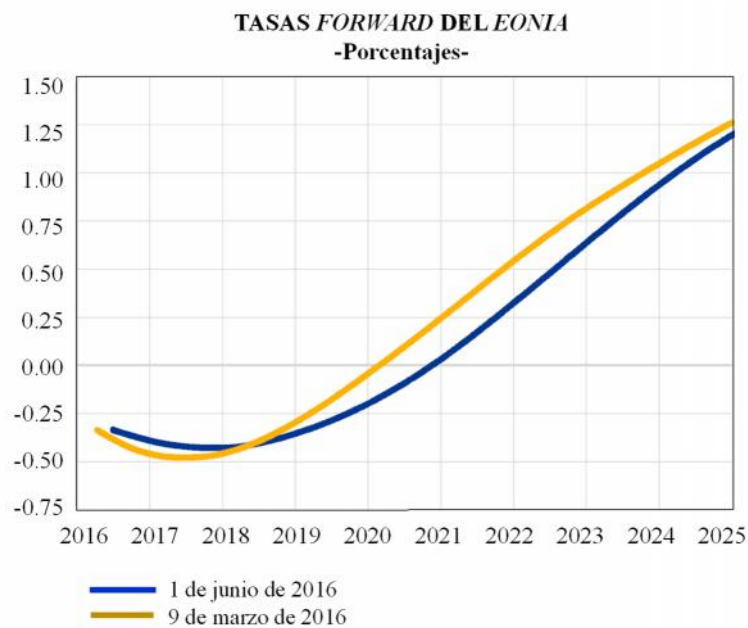
En contraposición a la evolución observada a principios de año, los mercados financieros de la zona del euro, y de todo el mundo, registraron un período de relativa tranquilidad entre principios de marzo y comienzos de junio de 2016, tras la mejora de la economía mundial y los nuevos aumentos del precio del petróleo. Estas mejoras continuaron una tendencia que se había iniciado a mediados de febrero como consecuencia de la publicación de datos económicos positivos en Estados Unidos de Norteamérica, de la recuperación de los precios del petróleo y de las expectativas de estímulo monetario adicional en la zona del euro. La consiguiente mejora del clima de los mercados financieros internacionales y la menor volatilidad de los mercados financieros se mantuvieron después de que el Consejo de Gobierno anunciara medidas de relajación adicional en su reunión de marzo. En conjunto, esta evolución ayudó a los mercados bursátiles de las economías más avanzadas a recuperar las pérdidas incurridas desde el comienzo del año, mientras que los diferenciales de la renta fija privada se estrecharon. En los mercados emergentes, los diferenciales de deuda soberana disminuyeron, y las condiciones del financiamiento externo experimentaron cierta mejora en la mayoría de los países.



Nota: (1) *S&P 500*; (2) *FTSE All-World index*, excluido Estados Unidos de Norteamérica; (3) Precio del Brent en dólares estadounidenses; (4) Rendimiento de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos de Norteamérica; (5) media ponderada por el PIB (PPA) de la variación porcentual de los tipos de cambio de las economías emergentes frente al dólar estadounidense; (6) Diferencial de deuda soberana según *JP Morgan Emerging Market Bond Index (EMBI)*, puntos básicos; (7) Rendimiento de los bonos corporativos de alta rentabilidad de Estados Unidos de Norteamérica; (8) *CBOE Volatility Index (VIX)*.

FUENTE: *Standard&Poor's Financial Times, JP Morgan, Haver Analytics, Merrill Lynch.*

El índice medio de la tasa de interés del euro a un día (*eonia*) descendió durante el período considerado, tras la decisión del Consejo de Gobierno de disminuir la tasa de interés de la facilidad de depósito en 10 puntos básicos, hasta el -0.40%, el 10 de marzo. El *eonia* disminuyó 9.7 puntos básicos durante el período analizado (entre el 9 de marzo y el 1 de junio), reflejando la transmisión completa del recorte de la tasa de interés de la facilidad de depósito. Desde el comienzo del segundo período de mantenimiento de reservas de 2016, cuando se hizo efectiva la rebaja de dicha tasa, el *eonia* permaneció en un intervalo de entre -32 y -36 puntos básicos, excepto al final del primer trimestre, cuando aumentó temporalmente hasta situarse en -30 puntos básicos. El exceso de liquidez se incrementó en 144 mil millones de euros, hasta alcanzar la cifra de 845 mil millones de euros, en el contexto de las adquisiciones realizadas por el Eurosistema en el marco el programa ampliado de compra de activos (véase el recuadro 2).



En un entorno de baja volatilidad general, las variaciones de la curva de tasas forward del *eonia* fueron limitadas, con algunos descensos en el tramo medio. En los plazos más cortos, la curva se movió ligeramente hacia arriba durante el período analizado, en gran medida como consecuencia de la revisión al alza de las tasas forward a corto plazo en los mercados financieros de la zona del euro el día de la reunión del Consejo de Gobierno de marzo. En el tramo medio, la curva se desplazó levemente a la baja, lo que sugiere que los participantes en los mercados esperaban que las tasas de interés oficiales del BCE se mantuvieran más bajas durante más tiempo. En cambio, los tasas forward del *eonia* a más largo plazo permanecieron prácticamente sin cambios entre principios de marzo y comienzos de junio.

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro disminuyeron levemente en el período analizado, siguiendo de cerca las variaciones de los rendimientos a largo plazo a escala global. En marzo, los rendimientos de la deuda soberana trazaron una trayectoria a la baja, y la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años de la zona del euro registró un mínimo histórico del 0.75% el 1 de abril de 2016. Los rendimientos a largo plazo de la zona del

euro aumentaron posteriormente, pero las caídas se repitieron a partir de finales de abril. Estas caídas de las tasas al contado a largo plazo fueron coherentes con la disminución de las tasas forward del *eonía* a mediano plazo, y el rendimiento de la deuda a diez años ponderado por el PIB terminó el período considerado 11 puntos básicos por debajo del nivel registrado el 9 de marzo.

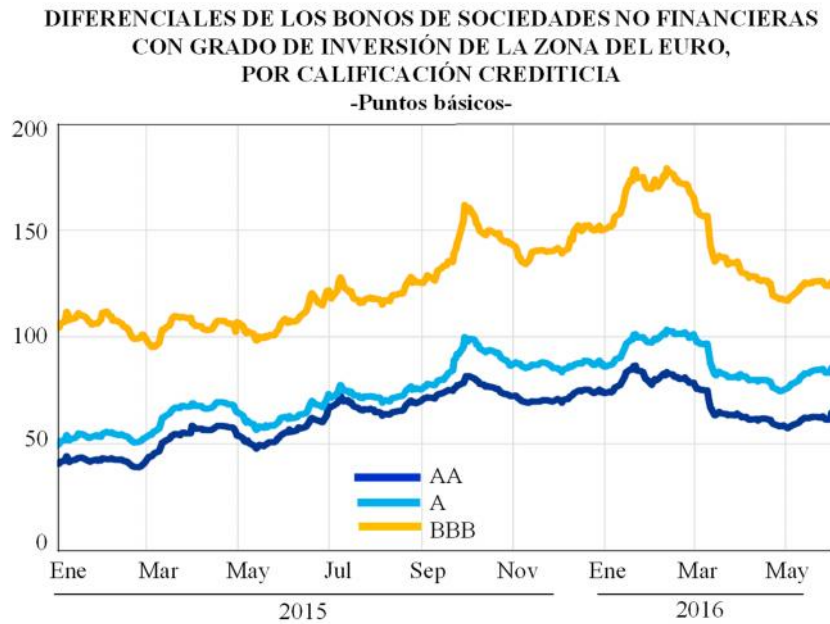


Nota: "Zona del euro" muestra la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. "Estados Unidos de Norteamérica" muestra el rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años. La observación más reciente corresponde al 1 de junio de 2016.

FUENTE: Thomson Reuters.

En conjunto, los descensos de los rendimientos fueron algo más pronunciados en los países de la zona del euro con calificaciones crediticias más altas, aunque los rendimientos de la deuda soberana griega disminuyeron significativamente en el contexto de la concesión de préstamos a Grecia por parte del Eurogrupo. Mientras que los rendimientos a largo plazo de la zona del euro se movieron, en general, de forma similar a los rendimientos a largo plazo a escala global, los diferenciales de renta fija a largo plazo entre Estados Unidos de Norteamérica y la zona del euro se ampliaron, principalmente como consecuencia de la percepción de los mercados de un aumento de la divergencia de las políticas monetarias de las dos economías.

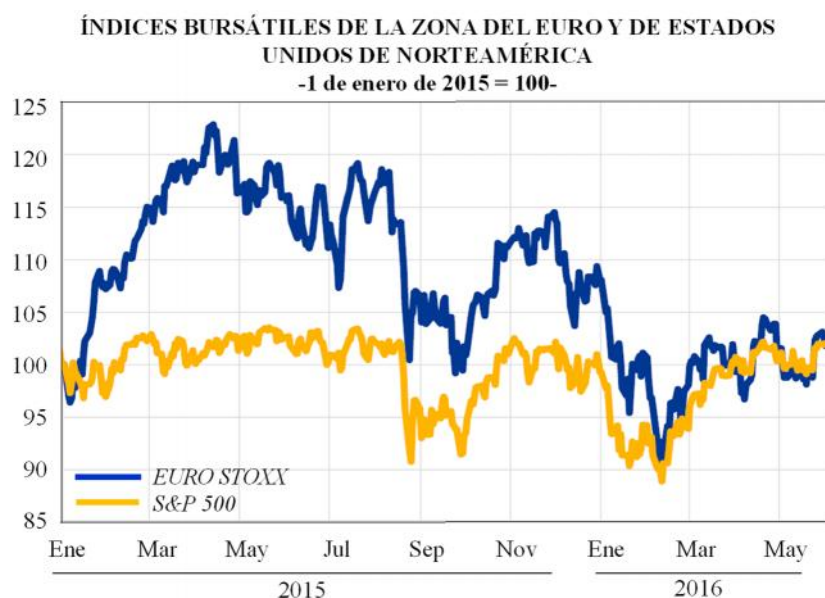
Tras el anuncio por parte del Consejo de Gobierno del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés), los diferenciales de los bonos emitidos por las sociedades no financieras se estrecharon significativamente. El anuncio del CSPP en marzo reforzó el estrechamiento de los diferenciales de los bonos de las sociedades no financieras que se estaba produciendo ante la mejora del clima de los mercados internacionales desde mediados de febrero.



Nota: La observación más reciente corresponde al 1 de junio de 2016.
FUENTE: Thomson Reuters.

Posteriormente, los diferenciales continuaron cayendo de forma gradual, incluso después de la publicación de los detalles relativos al CSPP en la reunión del Consejo de Gobierno de mediados de abril, antes de ampliarse ligeramente en el transcurso del mes de mayo. En conjunto, los diferenciales de los bonos de las sociedades no financieras eran significativamente más reducidas a principios de junio que a principios de marzo (véase gráfica siguiente). Aunque los diferenciales de los bonos bancarios siguieron un patrón similar, sus reducciones fueron relativamente más moderadas.

Las acciones de la zona del euro registraron unas ganancias moderadas en un entorno de escasa volatilidad en los mercados. El índice EURO STOXX amplio aumentó aproximadamente 2% entre el 9 de marzo y el 1 de junio de 2016, frente al avance de casi el 6% del índice S&P 500 en Estados Unidos de Norteamérica (véase gráfico 8). Las cotizaciones de los valores bancarios de la zona del euro cayeron alrededor de un 2% y, además, experimentaron fluctuaciones más pronunciadas en ambos sentidos que el conjunto del mercado, dado que las inquietudes acerca de la rentabilidad y determinados acontecimientos en entidades de crédito o países específicos continuaron afectando el sector.

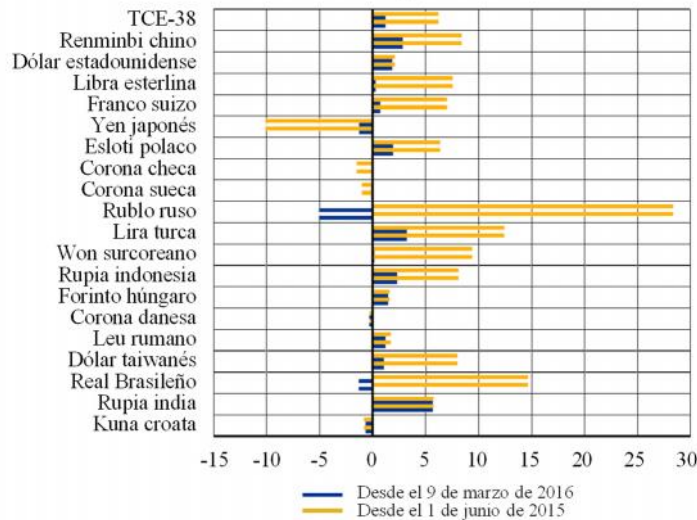


Nota: La observación más reciente corresponde al 1 de junio de 2016.
FUENTE: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

En los mercados de divisas, el euro se fortaleció ligeramente en términos efectivos. La moneda única se apreció entre principios de marzo y finales de abril, reflejando, en gran medida, los cambios en las expectativas de los mercados en relación con la orientación de las políticas monetarias en las principales economías. El euro también se vio respaldado por la mejora del sentimiento de los mercados con respecto a esta moneda tras la publicación de datos sobre actividad económica en la zona del euro mejores de lo esperado. A partir de principios de mayo, el euro se debilitó en términos efectivos,

también frente al dólar estadounidense en un entorno de ampliación de los diferenciales de rendimiento de la deuda a largo plazo entre Estados Unidos de Norteamérica y la zona del euro. En total, ponderado por el comercio, el euro se revalorizó un 1.2% entre el 9 de marzo y el 1 de junio. En términos bilaterales, el euro se apreció frente al dólar estadounidense, el renminbi chino, el franco suizo y las monedas de muchas economías emergentes y de la mayoría de los países de Europa Central y Oriental. Sin embargo, se debilitó frente al rublo ruso, el yen japonés y las monedas de algunos países exportadores de materias primas.

VARIACIONES DEL TIPO DE CAMBIO DEL EURO
FRENTE A ALGUNAS MONEDAS
-Variaciones porcentuales-



Nota: Variaciones porcentuales con respecto al 1 de junio de 2016. TCE-38 representa el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.
FUENTE: BCE.

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 27 de enero y el 26 de abril de 2016

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el primer y el segundo períodos de mantenimiento de reservas de 2016, comprendidos entre el 27 de enero y el 15 de marzo y entre el 16 de marzo y el 26 de abril, respectivamente. El 10 de marzo de 2016, el Consejo de Gobierno anunció un amplio paquete de medidas de política monetaria, que incluía un recorte de todos los tipos de interés oficiales del BCE, una ampliación del programa de compra de activos en términos de importes mensuales y de activos admitidos, y una serie de cuatro nuevas operaciones de financiamiento a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés)^{1/}. Por tanto, durante el segundo período de mantenimiento las tasas de interés aplicadas a las operaciones principales de financiamiento (OPF), a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito disminuyeron hasta el 0.00%, el 0.25 y el -0.40%, respectivamente, con efectos a partir del 16 de marzo^{2/}. El 30 de marzo de 2016 se liquidó la séptima TLTRO, por un importe de 7 mil 300 millones de euros, frente a los 18 mil 300 millones de euros liquidados en la TLTRO anterior, en diciembre de 2015. Con ello, el importe total adjudicado en las siete primeras TLTRO ascendió a 425 mil 300 millones de euros^{3/}. Además, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, bonos garantizados y bonos de titulización de activos como parte de su programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés)^{4/}, al ritmo previsto, que se incrementó de 60 mil millones de euros a 80 mil millones de euros al mes en el segundo período de mantenimiento.

Necesidades de liquidez

En el período de referencia, las necesidades de liquidez diarias del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en 778 mil 600 millones de euros, lo que representa un

incremento de 72 mil millones de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el séptimo y el octavo períodos de mantenimiento de 2015).

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ DEL EUROSISTEMA

	27 de enero de 2016 a 26 de abril de 2016	26 de octubre de 2015 a 26 de enero de 2016	Segundo período de mantenimiento			Primer período de mantenimiento	
Pasivo - Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)							
Factores autónomos de liquidez	1 770.1	+54.3	1 715.8	1 799.8	+55.2	1 744.6	+24.5
Billetes en circulación	1 066.1	+0.9	1 065.3	1 069.3	+5.9	1 063.4	-9.4
Depósitos de las AAPP	130.3	+42.7	87.6	147.4	+31.7	115.6	+33.2
Otros factores autónomos	573.7	+10.7	563.0	583.2	+17.6	565.6	+0.8
Instrumentos de política monetaria							
Cuentas corrientes	562.7	+34.9	527.9	570.0	+13.5	556.5	-0.6
Exigencias de reservas mínimas	114.1	+0.9	113.2	114.3	+0.5	113.9	+0.6
Facilidad de depósito	245.0	+59.3	185.7	262.0	+31.5	230.5	+33.9
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0.0	+0.0	0.0	0.0	+0.0	0.0	+0.0
Activo - Oferta de liquidez (medias; mm de euros)							
Factores autónomos de liquidez	1 105.9	-17.0	1 122.9	1 113.0	+13.3	1 099.8	-24.0
Activos exteriores netos	616.8	+5.0	611.9	627.3	+19.5	607.8	-3.8
Activos netos denominados en euros	489.0	-22.0	511.0	485.7	-6.2	491.9	-20.2
Instrumentos de política monetaria							
Operaciones de mercado abierto	1 472.2	+165.3	1 306.9	1 518.9	+86.8	1 432.1	+81.8
Operaciones de subasta	521.9	-10.6	532.5	518.8	-5.7	524.5	-14.0
OPF	60.6	-8.4	69.1	58.1	-4.8	62.9	-8.7
Operaciones de financiamiento a plazo especial	0.0	+0.0	0.0	0.0	+0.0	0.0	+0.0
OFPML a tres meses	41.1	-14.3	55.3	37.9	-5.8	43.7	-7.9
OFPML a tres años	0.0	+0.0	0.0	0.0	+0.0	0.0	+0.0
OFPML con objetivo específico (TLTRO)	420.2	+12.1	408.1	422.8	+4.9	417.9	+2.6
Carteras en firme	950.3	+175.9	774.4	1 000.1	+92.5	907.6	+95.8
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	19.5	-1.1	20.6	19.2	-0.6	19.8	-0.7
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	8.8	-0.9	9.8	8.7	-0.3	9.0	-0.6
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	161.3	+21.1	140.2	167.0	+10.7	156.4	+11.9
Programa para los mercados de valores	120.8	-2.3	123.1	119.7	-2.0	121.7	-1.2
Programa de compras de bonos de titulación de activos	18.7	+3.4	15.2	19.2	+0.9	18.3	+2.8
Programa de compras de valores públicos	621.2	+155.7	465.5	666.3	+83.5	582.5	+83.6
Facilidad marginal de crédito	0.1	(-0.0)	0.1	0.2	+0.1	0.1	-0.1
Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)							
Necesidades de liquidez agregadas	778.6	+72.0	706.5	801.4	+42.4	759.0	+48.9
Factores autónomos*	664.5	+71.1	593.3	687.1	+41.9	645.1	+48.3
Exceso de liquidez	693.6	+93.3	600.3	717.5	+44.4	673.1	+32.9
Evolución de las tasas de interés (porcentajes)							
OPF	0.03	-0.02	0.05	0.00	-0.05	0.05	+0.00
Facilidad marginal de crédito	0.28	-0.02	0.30	0.25	-0.05	0.30	+0.00
Facilidad de depósito	-0.35	-0.09	-0.25	-0.40	-0.10	-0.30	+0.00
Eonia medio	-0.286	-0.101	-0.184	-0.340	-0.101	-0.239	-0.013

* El valor total de los factores autónomos incluye "partidas en curso de liquidación".

Nota: Dado que todas las cifras del cuadro están redondeadas, en algunos casos la cifra indicada como variación con respecto al período anterior no representa la diferencia entre las cifras redondeadas presentadas para los dos períodos (con una discrepancia de 0.1 mil millones de euros).

FUENTE: BCE.

Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles, casi en exclusiva, al aumento de 71 mil 100 millones de euros registrado en la media de los factores autónomos, que alcanzaron la cifra de 664 mil 500 millones de euros.

El incremento observado en los factores autónomos fue resultado, principalmente, del aumento de los factores de absorción de liquidez. Los factores que más contribuyeron a este incremento fueron los depósitos de las Administraciones Públicas, que registraron un avance medio de 42 mil 700 millones de euros y se situaron en 13 mil 300 millones de euros en el período analizado. Este incremento se dividió a partes iguales entre el primer y el segundo períodos de mantenimiento y reflejó la actitud reacia de algunos Tesoros a colocar su exceso de liquidez a tasas de interés negativas en el mercado, debido a las restricciones de demanda y de las tasas. Otros factores autónomos se situaron, en promedio, en 573 mil 700 millones de euros, 10 mil 700 millones de euros más que en el período de análisis anterior, lo que refleja fundamentalmente un incremento de otros pasivos en euros con residentes en la zona del euro. Además, los billetes en circulación ascendieron a un promedio de un billón 66 mil 100 millones de euros, un avance de 9 mil millones de euros en comparación con el período de referencia anterior, siendo la partida que menos contribuyó al aumento total de los factores autónomos.

Los factores de inyección de liquidez disminuyeron durante el período como consecuencia de la reducción de los activos netos denominados en euros. Los activos netos denominados en euros se situaron, en promedio, en 489 mil millones de euros, 22 mil millones de euros por debajo del importe del período de referencia anterior. La mayor parte de esta caída se produjo durante el primer período de mantenimiento, como consecuencia de la disminución de los activos financieros mantenidos por el Eurosistema con fines distintos de la política monetaria, así como del ligero aumento de los pasivos mantenidos por entidades de fuera de la zona del euro en los bancos centrales nacionales. Estas entidades aumentaron sus tenencias,

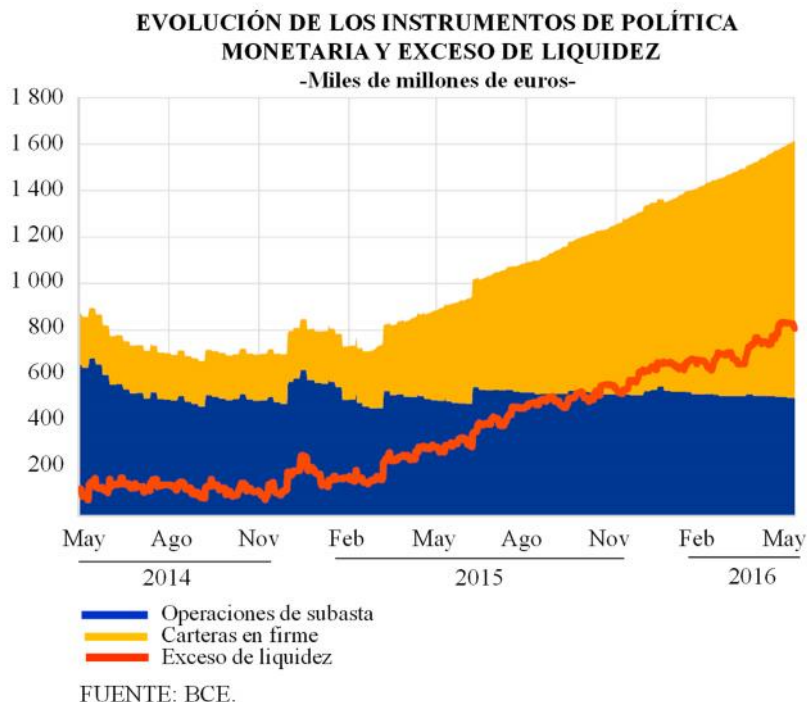
pese a la baja adicional de la tasa de interés de la facilidad de depósito, posiblemente debido a que hay menos alternativas de inversión atractivas en el mercado. Además, los activos exteriores netos se incrementaron en 5 mil millones de euros, hasta situarse en 616 mil 800 millones de euros. Este incremento se registró exclusivamente en el segundo período de mantenimiento, mientras que en el primero se observó un leve descenso. Esta apreciación de los activos exteriores netos obedeció, principalmente, al aumento del valor del oro en dólares estadounidenses, que solo se vio parcialmente compensado por una revalorización del euro en el primer trimestre de 2016.

La volatilidad de los factores autónomos siguió siendo elevada durante el período analizado. Dicha volatilidad reflejó, principalmente, las marcadas fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y, en menor medida, la revalorización trimestral de los activos exteriores netos y de los activos netos denominados en euros. El nivel de volatilidad se mantuvo básicamente sin cambios con respecto al período de referencia anterior, mientras que el nivel de los factores autónomos mantuvo una tendencia al alza. Aun así, el error medio absoluto de las previsiones semanales de los factores autónomos disminuyó en mil 400 millones de euros en el período analizado, hasta la cifra de 6 mil millones de euros, debido a los menores errores de predicción relacionados con los depósitos de las Administraciones Públicas.

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y programa de compra de activos— se incrementó en 165 mil 300 millones de euros, hasta situarse en un billón 472 mil

200 millones de euros. Este aumento se debió, íntegramente, al programa de compras de activos.



La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta disminuyó ligeramente (en 10 mil 600 millones de euros) durante el período analizado, situándose en 521 mil 900 millones de euros. El aumento de la liquidez media inyectada mediante las TLTRO se vio contrarrestado con creces por el descenso de la liquidez proporcionada mediante las operaciones regulares. En concreto, la liquidez inyectada por las OPF y las OFPML a tres meses disminuyó en 8 mil 400 millones de euros y 14 mil 300 millones de euros, respectivamente, mientras que el saldo vivo de las TLTRO se incrementó en 12 mil 100 millones de euros durante el período de referencia. Dado que la única TLTRO realizada en 2016 se adjudicó en marzo, la disminución total de la liquidez proporcionada mediante operaciones de subasta fue menos acusada en el segundo período de mantenimiento que en el primero.

La liquidez media proporcionada a través del programa de compra de activos aumentó en 175 mil 900 millones de euros, hasta situarse en 950 mil 300 millones de euros, debido, principalmente, al programa de compras de valores públicos. La liquidez media proporcionada a través del programa de compras de valores públicos, del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados y del programa de compras de bonos de titulización de activos aumentó en 155 mil 700 millones de euros, 21 mil 100 millones de euros y 3 mil 400 millones de euros, respectivamente. La amortización de bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y de los dos programas de adquisiciones de bonos garantizados anteriores ascendió a 4 mil 300 millones de euros.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de las citadas inyecciones de liquidez, el exceso medio de liquidez aumentó en 93 mil 300 millones de euros y se situó en 693 mil 600 millones de euros en el período analizado (véase gráfico). El incremento de la liquidez fue más apreciable en el segundo período de mantenimiento, en el que el exceso medio de liquidez registró un alza de 44 mil 400 millones de euros debido al aumento de las compras y a que el incremento de los factores autónomos fue ligeramente más reducido que en el primer período de mantenimiento. El incremento relativamente limitado durante el primer período de mantenimiento obedeció, sobre todo, al mayor avance de los factores autónomos, que absorbió parcialmente el aumento de las adquisiciones en el marco del APP.

El aumento del exceso de liquidez quedó reflejado fundamentalmente en un incremento del recurso medio a la facilidad de depósito, que, con un alza de 59 mil 300 millones de euros, se situó en 245 mil millones de euros en el período analizado. Los saldos medios en cuenta corriente también se elevaron, aunque en menor

medida (34 mil 900 millones de euros), y alcanzaron la cifra de 562 mil 700 millones de euros.

Evolución de las tasas de interés

Durante el período de referencia, las tasas de interés del mercado monetario siguieron disminuyendo como consecuencia de la reducción, hasta el -0.40% , de la tasa de interés aplicada a la facilidad de depósito. En el mercado de operaciones sin garantías, el *eonia* (índice medio de la tasa de interés del euro a un día) se situó, en promedio, en el -0.286% , por debajo del nivel medio del -0.184% del período de referencia anterior. Aunque el *eonia* se mantuvo prácticamente sin variación en el primer período de mantenimiento, la baja de la tasa de interés de la facilidad de depósito en 0.10 puntos porcentuales adicionales, con efectos a partir del comienzo del segundo período de mantenimiento, hizo que el *eonia* cayera 0.101 puntos porcentuales. En el contexto de aumento continuado del exceso de liquidez, la transmisión de las tasas de interés negativas fue casi inmediata. Además, las tasas de interés a un día en el segmento de operaciones con garantías retrocedieron en línea con las tasas de interés de la facilidad de depósito hasta alcanzar niveles más próximos a éste. Las tasas repo medios a un día del mercado *GC Pooling*^{5/} descendieron hasta situarse en el -0.332% y el -0.321% para las cestas estandarizadas y ampliadas de activos de garantía, respectivamente, lo que supone una disminución de 0.088 y 0.083 puntos porcentuales en relación con el período de referencia anterior.

^{1/} Puede consultarse la nota de prensa del BCE del 10 de marzo de 2016 en el sitio web del BCE:

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.en.html>.

^{2/} Las OPF continuaron realizándose mediante el procedimiento de subasta a tasa de interés fija con adjudicación plena. El mismo procedimiento continuó utilizándose en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses. El tipo de interés de cada OFPML se fijó en la media de las tasas de las OPF ejecutadas durante la vigencia de las respectivas OFPML. Las TLTRO siguieron llevándose a cabo mediante el procedimiento de subasta a tasa de interés fija, aplicándose la misma tasa de interés que en las OPF.

^{3/} Para más información sobre las adjudicaciones realizadas en las TLTRO, véanse los recuadros correspondientes de pasadas ediciones del Boletín Económico o la información sobre las operaciones de mercado abierto en el sitio web del BCE:

www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html.

- 4/ En el sitio web del BCE puede consultarse información detallada sobre el programa ampliado de compra de activos: www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html.
- 5/ El mercado *GC Pooling* permite negociar acuerdos de recompra con cestas estandarizadas de activos de garantía en la plataforma *Eurex*.

Fuente de información:

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1604-1.pdf>

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1604-2.pdf>

Los emergentes seguirán volando alto (BBVA Research)

El 6 de junio de 2016, la sección de estudios económicos de BBVA Research dio a conocer el artículo “Los emergentes seguirán volando alto”. A continuación se presenta la información.

Un año más, en BBVA Research, se ha presentado la lista de los países emergentes que liderarán el crecimiento económico durante la próxima década. Como de costumbre, ha actualizado también sus proyecciones de clases medias y, en esta ocasión, incluye la adaptación de los emergentes al desarrollo digital.

Más allá de las fluctuaciones del día a día y la desaceleración de algunas de las grandes economías como China (a la que debemos ir acostumbrándonos dada la disminución de su población), sigue sorprendiendo la falta de sorpresas en las tendencias de los emergentes que se repiten año tras año.

La primera de ellas es que la brecha entre países emergentes y desarrollados continúa cerrándose, dado que el diferencial de crecimiento seguirá siendo elevado. Durante la próxima década los países emergentes líderes en el crecimiento (los que denominamos *EAGLEs*) crecerán un 5% frente al 1.5% de los países desarrollados.

La segunda es que el grupo de *EAGLES* cada vez suma más participantes, más allá de los grandes emergentes como China e India. Este año son ya quince los países emergentes que tendrán una contribución al crecimiento global superior a la de la media del G6 (G7 excluyendo Estados Unidos de Norteamérica), mientras que hace cuatro años el número era de nueve países. De la lista actual, ocho de ellos son países asiáticos (China, India, Indonesia, Malasia, Vietnam, Filipinas, Pakistán y Bangladesh). México y Brasil continuarán siendo los motores de Latinoamérica, mientras que Turquía y Rusia se mantendrán como principales países emergentes en Europa. Cierran la lista, Irán en Oriente Medio y Nigeria en África.

En tercer lugar, el desplazamiento del poder económico mundial a la zona del Pacífico es cada vez más evidente. Cerca del 70% del crecimiento de los próximos diez años vendrá de Asia, y si incluimos los países de la Alianza del Pacífico, no asiáticos de Latinoamérica y Estados Unidos de Norteamérica, cerca del 85%. Deberíamos comenzar a asimilar este desplazamiento como un hecho que irremediamente ocurrirá y que está teniendo ya consecuencias geopolíticas y de equilibrios de poder.

La rapidez y fortaleza con la que están creciendo las clases medias no sólo se mantendrá sino que vienen acompañadas de mejoras educativas. Además, serán cada vez más ricas y educadas y seguirán demandando nuevos bienes de consumo materiales. Geográficamente, esta revolución está liderada por Asia, cada vez más apoyada en las clases medias altas. Todo esto es, sin duda, una buena noticia para las empresas exportadoras y sectores como el turismo en Europa.

La última de las tendencias es que la brecha digital entre los países desarrollados y emergentes se está cerrando. Esto está teniendo y tendrá implicaciones muy positivas, pero también presentará retos importantes. A medida que se desarrollen los medios digitales en estos países, la demanda de bienes no materiales aumentará. En particular, en algunos países podrán producirse brechas crecientes entre lo que los ciudadanos

“ven” y lo que finalmente “obtienen” contribuyendo al fenómeno del “despertar global” de la población. Esto tendrá implicaciones importantes para los Gobiernos, sobre todo en aquellos donde las instituciones se encuentran menos acomodadas al cambio tecnológico y digital.

En definitiva, nuevos países emergentes con nuevos consumidores, más ricos y más educados, y cada vez más adaptados tecnológicamente. Toda una oportunidad que los emergentes ofrecen a los países desarrollados y que irá, como siempre, acompañada de retos no menos importantes.

Fuente de información:

https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/pdf/67403_129198.pdf

Los frutos de la revolución digital (FMI)

En junio de 2016, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó el artículo “Los frutos de la revolución digital” que se presenta a continuación.

En casi todos los países en desarrollo, especialmente en los de África subsahariana, las autoridades económicas lo comentan a diario: la inclusión financiera facilita el ahorro, permite acumular y diversificar activos e impulsa la actividad económica. Para evitar la trampa de la pobreza a medida que sus economías sigan creciendo, sobre todo dada la relación de intercambio descendente que enfrentan sus exportadores de materias primas, la región debe dar un paso fundamental: ampliar la prestación de servicios financieros a los particulares y las instituciones.

No obstante, el acceso de los pobres a estos servicios es limitado. El requisito de saldos bancarios mínimos, los altos cargos por mantener microcuentas y la distancia entre los hogares pobres y los bancos dificultan el acceso a los servicios financieros y el crédito. Asimismo, más que cualquiera de estos factores, la exigencia de que las garantías

crediticias estén constituidas por activos fijos incrementa los costos, y con frecuencia los productos financieros no están adaptados a clientes de ingresos bajos y variables.

Para poder ofrecer servicios financieros a los pobres los bancos han tenido que absorber costos altos. La segmentación de mercado, el bajo nivel de desarrollo tecnológico, la informalidad y las deficiencias de tipo normativo elevan el costo de hacer negocios. En Kenia, y en África en general, los mercados presentan una fuerte segmentación en función del ingreso, rubro de actividad y ubicación, y su complejidad, grado de desarrollo y formalidad —o informalidad—, reflejan dicha segmentación.

Los elevados costos de supervisión de la clientela, la percepción de un mayor riesgo y la falta de información transparente han sido obstáculos casi insuperables para los bancos, y ni las instituciones microfinancieras ni las otras instituciones especializadas han logrado corregir estas deficiencias.

Un nuevo panorama

Todo cambió tras la crisis financiera mundial. En algunos países africanos, los bancos extranjeros redujeron la escala de sus operaciones y nuevos bancos locales incrementaron su presencia. El éxito relativo de las instituciones microfinancieras en algunos países (sobre todo las que adoptaron plataformas tecnológicas novedosas para administrar microcuentas de ahorro y depósito) alentó a los bancos nacionales a ampliar sus operaciones. Paralelamente, las instituciones financieras no bancarias, como las cooperativas de crédito y las asociaciones de ahorro y préstamo, formalizaron sus actividades. En respuesta, las entidades supervisoras empezaron a adoptar modelos alternativos que ayudaron a reducir los costos de intermediación. La contratación de terceros para prestar servicios bancarios, por ejemplo, permitió a los bancos establecer centros de atención en lugares remotos donde sucursales físicas no serían financieramente factibles. Entre otras funciones, estos terceros están autorizados para

abrir cuentas bancarias, tramitar solicitudes de préstamo y establecer planes de amortización.

Estos cambios fueron impulsados por la demanda. Los participantes del mercado presionaron a los supervisores para que ampliaran su capacidad para asimilar las innovaciones y creasen instituciones que apoyaran el desarrollo del sector financiero. El mayor intercambio de información crediticia, los esfuerzos por informar a los participantes del mercado y la creación de seguros de depósito y unidades de inteligencia financiera generaron un círculo virtuoso.

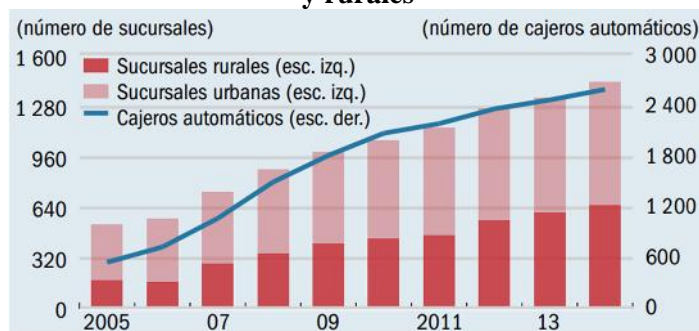
Pero estos cambios son menores en relación con la transformación que ha traído consigo la aparición de servicios financieros digitales de bajo costo. En Kenia, los servicios financieros que M-Pesa presta por telefonía móvil han reducido los costos de transacción significativamente y han puesto en marcha una revolución en los sistemas de pago. M-Pesa posibilita la transferencia electrónica de dinero y permite a sus usuarios guardar dinero electrónico, en sus teléfonos o cuentas móviles, para efectuar transferencias a otros usuarios, comprar bienes y servicios o convertir sus saldos en dinero en efectivo (y viceversa).

Repentinamente, los empleados de establecimientos comerciales dejaron de ausentarse para llevar dinero a sus aldeas a fin de ocuparse de sus familiares o explotaciones agrícolas. Viajar largas distancias con dinero en efectivo, exponiéndose a peligros como el robo, ya no era necesario. Los familiares de la aldea ya no tenían que hacer largos viajes y correr el riesgo de ser asaltados o chantajeados por delincuentes locales que los acechaban. Las transacciones financieras y las transferencias de dinero podían realizarse desde el hogar y, al reducirse los costos, aumentaron los ingresos disponibles e incluso las personas de la economía informal podían contar con una forma segura de almacenar dinero.

Kenia: Las cuatro etapas de un proceso virtuoso

Kenia sigue beneficiándose de sus esfuerzos iniciales por fomentar la inclusión financiera a través de servicios financieros digitales. Las encuestas geospaciales demuestran el alcance de la respuesta de las instituciones financieras a un entorno cada vez más propicio (gráfica siguiente). A diferencia de otros países de la región, en Kenia la proporción de la población a menos de 5 kilómetros de un “punto de acceso financiero” y el número de estos puntos por persona son mucho más altos.

CRECIMIENTO EXPONENCIAL Los bancos han ampliado su presencia en zonas urbanas y rurales



FUENTE: Banco Central de Kenya.

El país se destaca por la forma en que su ciudadanía ha adoptado el dinero basado en la telefonía móvil: en menos de 10 años la proporción pasó de cero a más de 75% de la población adulta. Los bancos han colaborado estrechamente con las empresas de telecomunicaciones, permitiéndoles lograr una mayor presencia que en otros países de mercados emergentes. En los últimos años, el sector de los seguros, concentrado en la clase media emergente del país, y los programas de financiamiento colectivo también se han ampliado. Este círculo virtuoso, facilitado por marcos reglamentarios adaptables y flexibles, reformas de la infraestructura financiera y rápidas mejoras de la capacidad y el nivel de conocimientos, tuvo cuatro etapas:

La expansión de la plataforma de telefonía móvil para posibilitar transferencias, pagos y liquidaciones entre particulares (productos como M-Pesa): En Kenia, el valor de estas transacciones alcanza el equivalente diario de 4.5% del Producto Interno Bruto (PIB) anualizado.

La creación de cuentas de ahorro virtuales a través de una plataforma de servicios financieros digitales complementada con servicios de banca virtuales para administrar microcuentas; en otras palabras, los servicios financieros digitales empezaron a integrarse en las funciones básicas de intermediación bancaria.

El uso de datos sobre transacciones, ahorros y operaciones financieras de esta plataforma para calcular puntajes crediticios y calificar y fijar el precio del riesgo del microcrédito: El análisis de estos datos ha ayudado a superar la barrera de la constitución de garantías, el principal obstáculo al acceso financiero de los pobres que, además, ha dificultado el desarrollo de los mercados crediticios en África.

La expansión de los servicios financieros digitales para incluir los pagos transfronterizos y las remesas internacionales: Éste es un proceso ya en marcha. El ejemplo de Kenia demuestra que una vez que se alcanza esta etapa, la necesidad de una normativa sobre la adopción de modalidades novedosas y un uso más intensivo de tecnología para realizar el seguimiento de este mercado pueden, incluso, desalentar el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo.

Impacto inmediato

Al principio, las instituciones financieras tradicionales eran escépticas: era difícil comprender cómo podrían brindarse servicios financieros —menos aún los de tipo bancario— con un teléfono móvil. Pero no tardaron en constatar las ventajas de vincular las comunicaciones con las transacciones en tiempo real. M-Pesa permite realizar transacciones entre un segmento del mercado y otro utilizando la misma plataforma.

Los bancos comerciales eliminaron los recargos a clientes que consideraban como de alto riesgo porque la plataforma de liquidación en tiempo real de M-Pesa no requiere una evaluación tradicional del riesgo. El efecto fue que los pagos y la distribución de la liquidez dejaron de realizarse en los corredores de la banca, con lo cual los bancos podían calibrar sus productos a una demanda a pequeña escala (Klein y Mayer, 2012). Asimismo, los bancos comerciales y las instituciones microfinancieras comprendieron que invertir en una plataforma tecnológica que les permitiría administrar microcuentas era una oportunidad para ampliar la base de depósitos y su participación en el mercado. Asimismo, se dieron cuenta de que una mayor capacidad y una mayor intermediación alentarían a los microahorrantes a incrementar sus depósitos.

El impacto fue inmediato: en varios países africanos, el acceso total a los servicios financieros ha aumentado constantemente en los últimos años, pese a una cierta reducción del alcance de los prestamistas informales (gráfica siguiente). Según encuestas de FinScope realizadas por la entidad financiera *Financial Sector Deepening Trust* (con redes en toda África), la proporción de la población “excluida” se ha reducido marcadamente. En Ruanda, por ejemplo, el 89% de la población tenía algún tipo de acceso financiero en 2016. Ello fue posibilitado por la expansión de las actividades de las cooperativas de ahorro y crédito y la expansión de los servicios financieros digitales basados en servicios públicos en línea (Ruanda FinScope, 2016).

FINANCIAMIENTO PARA TODOS
En muchos países africanos ha disminuido el número de
personas excluidas de los servicios financieros
-Porcentaje de la población excluida de los servicios
financieros-

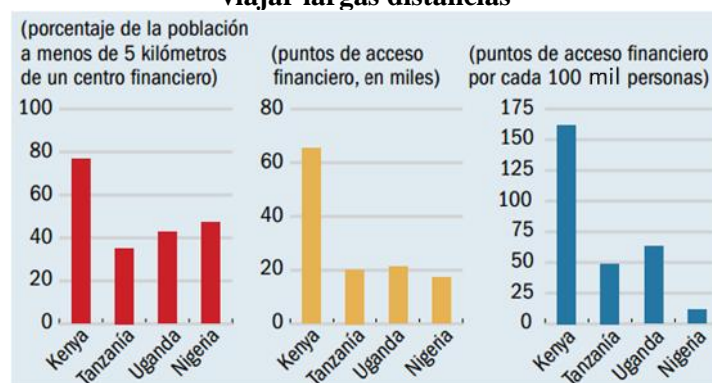


FUENTE: Varias encuestas *Finscope*.

La caída del número de personas excluidas en Kenia también es notoria (25 puntos porcentuales en los últimos 10 años), y se explica por el ingreso a los mercados de instituciones supervisadas, como los bancos (el acceso aumentó a 42% de la población en 2016, frente a 15% en 2006). Los avances en Tanzania y Uganda hasta 2013 también han sido notables (la exclusión se redujo 28 y 15 puntos porcentuales, respectivamente,

entre 2009 y 2013), debido principalmente a la expansión de las instituciones no bancarias (gráfica siguiente).

**FINANCIAMIENTO A LA VUELTA DE LA
ESQUINA**
**Se puede acceder a servicios financieros sin necesidad de
viajar largas distancias**



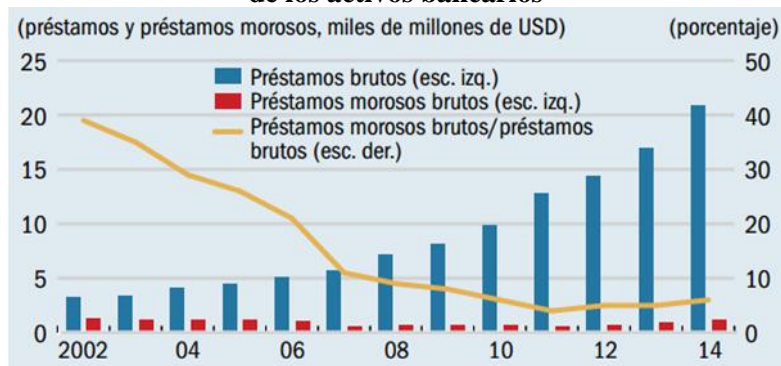
FUENTE: Encuestas geospaciales de los países.

El ejemplo de Kenia demuestra que la inclusión financiera guarda mayor relación con la apertura de los servicios financieros a los pobres que la prestación de financiamiento asequible. La apuesta de los bancos de ampliar la infraestructura para lograr una mayor presencia financiera ha sido en gran parte exitosa. Los esfuerzos por incrementar el número de sucursales, sobre todo en las zonas rurales, cajeros automáticos en centros urbanos en expansión y agentes bancarios en zonas remotas han dado frutos que se manifiestan en nuevas oportunidades de negocio sumamente rentables. Es más, con el respaldo de su base de depósitos ampliada, los bancos kenianos están exportando su nuevo modelo de negocio al resto de África; unos 11 bancos kenianos tienen más de 300 sucursales en África oriental (incluido en Sudán del Sur).

Al mismo tiempo, contrariamente a lo que suele creerse, el aumento del acceso financiero redundará positivamente en la calidad de los activos bancarios si se conjuga con mejoras de la supervisión financiera. La reciente disminución de los préstamos morosos como proporción de los préstamos totales se debe, sobre todo, a mejoras en la evaluación crediticia, gracias, por ejemplo, a la adopción en 2010 de la norma sobre

intercambio de información crediticia que ayudó a reducir la disparidad de información entre prestamistas y pequeños prestatarios (gráfica siguiente).

UN RESULTADO SORPRENDENTE El mayor acceso financiero en Kenia ha mejorado la calidad de los activos bancarios



FUENTE: Banco Central de Kenia.

Aumento del bienestar

Kenia es un buen ejemplo de los beneficios de la inclusión financiera. Utilizando un modelo elaborado por Dabla-Norris y otros economistas del FMI (2015), se estima la reducción de los costos de transacción y el impacto de la inclusión financiera sobre el crecimiento económico en ese país. En primer lugar, estos factores generan fondos adicionales para los empresarios. Segundo, la reducción de los costos de transacción mejora la eficiencia de los contratos. Por último, la mayor eficiencia con que se asignan los fondos del sistema financiero permite a personas ingeniosas, pero sin recursos, a convertirse en empresarios.

Se prevé que todos estos cauces serán significativos en Kenia, dado el aumento sustancial del acceso al crédito de la pequeña y mediana empresa del país, que aumentó de 25 a 33% entre 2006 y 2013 (*Enterprise Surveys* del Banco Mundial). Según resultados preliminares, los costos de transacción se redujeron 65% en el período

2006–2013, y la contribución anual a la tasa de crecimiento del PIB fue de alrededor de 0.45 puntos porcentuales (Morales et al., de próxima publicación).

Esta expansión del acceso al crédito se materializó incluso a pesar de verse contrarrestada en parte por una normativa financiera más rigurosa que incrementó los costos de supervisión y los requisitos de garantía. Ello implica que la inclusión financiera por medio de políticas adecuadas logró complementar los esfuerzos por fortalecer el marco reglamentario financiero, al ayudar a los bancos a ampliar su base de préstamos a la vez que la reforzaba. Es evidente que la acusada reducción de los costos de transacción que trajeron consigo los servicios financieros digitales tuvo un papel fundamental en ese sentido.

Además de contribuir al desarrollo financiero, los servicios financieros digitales apoyan la estabilidad financiera. Al ser necesario menos efectivo para realizar transacciones, un mayor número de agentes económicos pueden transmitir y seguir señales en los mercados financieros, lo cual contribuye a un sistema financiero más sólido y dinámico. En consecuencia, mejora el entorno de la política monetaria.

Hay también otras razones por las que una política proactiva fomenta la inclusión financiera:

- Lograr un crecimiento inclusivo en los países de bajo ingreso sin rápidos avances en la inclusión financiera es muy difícil. Según *Enterprise Surveys* del Banco Mundial, la pequeña y mediana empresa de la mayor parte de los países africanos sigue indicando que la falta de acceso a servicios financieros es el principal obstáculo que enfrentan. Estas empresas son un sector clave para la economía debido a su capacidad para crear empleo y reducir el tamaño del sector informal.

- En los países de bajo ingreso con cierto grado de intermediación financiera, la inclusión financiera está claramente correlacionada con el desarrollo humano (FMI, 2014), lo cual apunta a la necesidad de mejorar la tecnología reglamentaria.
- La inclusión financiera desincentiva la adopción de políticas que limitan el desarrollo del mercado. En varios países, se sigue recurriendo al crédito de instituciones especializadas en determinados sectores, como el agropecuario o la pequeña y mediana empresa, y siguen adoptándose controles de tasas de interés, pese a que está ampliamente demostrado que no son eficaces. A medida que aumente el número de ciudadanos que se benefician de la inclusión financiera, los argumentos a favor de adoptar medidas inadecuadas perderán validez.

Además de reducir los costos de transacción, la inclusión financiera crea oportunidades de gran alcance: nuevas modalidades públicas de respaldo a los planes de pensión y de protección social, expansión de sistemas de pagos a nivel regional, mecanismos que detienen el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo, y un entorno más favorable para aplicar una política monetaria prospectiva, tras años de represión financiera y políticas reactivas.

Fuente de información:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2016/06/pdf/ndungu.pdf>

Y si hay un *Brexit*, ¿qué pasará entre el Reino Unido y la UE? (RIE)

El 2 de junio de 2016, el Real Instituto Elcano (RIE) publicó que muchos analistas consideran que en el referéndum del 23 de junio se va a imponer el pragmatismo de los británicos y no se producirá la salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE). No obstante, lo ajustado de las encuestas sugiere tener prudencia, pues la campaña del *Bremain* aún está lejos de haber convencido al público británico de que es mejor quedarse, que la certidumbre está dentro de la Unión y que el futuro del Reino Unido

como país incluso está en peligro en caso de darse el *Brexit* (en cuyo caso no es descartable un segundo referéndum de independencia en Escocia).

Conviene, por tanto, analizar qué pasaría si el Reino Unido sale de la UE. Pero cuidado, no es objetivo de estas líneas analizar las consecuencias para Reino Unido, para la UE o para España de un *Brexit*, como tampoco lo es diseccionar el artículo 50 del Tratado de la Unión Europea (TUE), que explica el procedimiento de salida de un Estado miembro y que tendría que activarse en caso de que los partidarios del *Bremain* fuesen derrotados. La propuesta de estas líneas es comentar brevemente las distintas alternativas de nueva relación entre el Reino Unido y la UE si se produce ese *Brexit*.

Para el análisis, se seguirá a uno de los juristas comunitarios más prestigiosos, Jean-Claude Piris, quien ya a principios de año señalaba en un análisis para el *Centre for European Reform* que, en caso de *Brexit*, existen siete posibilidades de articulación de una nueva relación entre el Reino Unido y la UE. Resulta cuando menos paradójico que ninguna de ellas sea más favorable para los británicos que el estatus del que disfrutaban ahora mismo o del que disfrutarán en caso de que el *Bremain* venza el plebiscito.

1) Relación especial con la UE

Sin duda, el escenario ideal para los euroescépticos. En este caso, los británicos, una vez fuera de la UE, solicitarían quedarse con lo que les interesa de su relación con sus socios comunitarios, es decir, principalmente el acceso al mercado interior, sin por ello tener que aceptar la libre circulación de personas. Al mismo tiempo, esta relación especial, en la visión de los euroescépticos, tendría que eximirles de pagar una contribución financiera significativa a la UE, además de permitirles no aceptar tampoco la legislación que no les interesa. Es muy difícil que tenga lugar porque los Estados miembros no tienen incentivos para ello y temen una propagación de “*Brexits*”. En este

sentido, el propio Presidente de la Comisión Europea ha declarado recientemente que “los desertores no serán bienvenidos con los brazos abiertos”.

2) Escenario Noruega

El marco del Espacio Económico Europeo existe para Islandia, Liechtenstein y Noruega, y les permite a estos países participar en la mayoría del mercado interior comunitario sin necesidad de adherirse a otras políticas europeas como la agricultura, la pesca o política exterior. Ahora bien, sí que se les exige el respeto a las cuatro libertades (incluyendo la libre circulación de personas). Asimismo, han de aplicar la legislación europea en cuanto al mercado interior, siguiendo las reglas comunitarias en relación a ayudas de estado, competencia, etcétera, sin tener la posibilidad de participar en la toma de decisiones. Otro elemento que no sería bienvenido por los británicos es la obligación de pagar una contribución financiera a la UE.

3) El Reino Unido vuelve al EFTA

Otra opción para el Reino Unido es volver al Acuerdo Europeo de Libre Comercio (EFTA, por sus siglas en inglés), espacio creado en 1960 por siete países, entre los que se encontraban los británicos, quienes lo abandonaron en 1973. No obstante, parece que esta opción no tiene mucho sentido, ya que este acuerdo solamente cubre comercio para algunos productos agrícolas y pesqueros y nada relativo a servicios, el aspecto que más le interesa al Reino Unido.

4) El modelo suizo

Suiza ha concluido más de 120 acuerdos sectoriales con la UE, aunque ninguno de ellos se aplica a los servicios. Además, Suiza también contribuye financieramente al presupuesto comunitario, siendo su aportación del 55% de lo que contribuye el Reino Unido. Al margen de que tampoco parece un modelo ideal para el Reino Unido, es poco

probable que la UE lo aceptara, ya que hace tiempo que está descontenta con su funcionamiento debido a una serie de deficiencias del modelo, entre las que no son menores la falta de homogeneidad en la interpretación y aplicación de las normas relativas al mercado interior.

5) Un acuerdo comercial con la UE

Según Piris se trata de la opción más probable de las aquí planteadas. Mediante ella, es probable que el Reino Unido pudiese lograr negociar unas buenas condiciones debido a su importancia *vis-à-vis* la UE, ya que sigue siendo la segunda economía europea. No obstante, y nuevamente, para que este tratado comercial le permitiese el acceso al mercado interior, algo que para el Reino Unido es clave, éste deberá aceptar su legislación presente y futura, sin poder contribuir a ella, como sin embargo hace ahora.

6) El modelo turco

Otro tipo de acuerdo que se suele mencionar bastante es el de la relación entre la UE y Turquía. En la actualidad, estas relaciones se articulan a través de un acuerdo de asociación que incluye una unión aduanera. El modelo ofrece acceso limitado al mercado interior europeo, no incluyendo servicios, y, además, provoca que el Estado en cuestión tenga que adoptar los aranceles que decida la UE, perdiendo por tanto soberanía en materia comercial y sin beneficiarse de los acuerdos comerciales con terceros Estados.

7) El marco de la OMC

En el caso de que ninguna de las opciones anteriores tenga éxito, siempre existe la posibilidad de enmarcarse en las normas de la Organización Mundial del Comercio (OMC). Dichas normas básicamente ponen límites en los aranceles máximos que los países pueden aplicar al comercio en bienes. Este marco provocaría la inclusión de

controles aduaneros en las fronteras con los Estados miembros, incluyendo el caso de Irlanda.

En definitiva, ninguna de las siete alternativas parece especialmente atractiva. Todas ellas provocarían la no inclusión del Reino Unido en los acuerdos comerciales de la UE. Además, y como se ha señalado, para poder mantenerse en el mercado interior, el Reino Unido debería seguir aceptando la libre circulación de personas y la legislación impuesta desde Bruselas, pero esta vez sin capacidad de influir en la toma de decisiones. De igual forma, es bastante probable que tuviera que seguir contribuyendo financieramente a la Unión.

Difícil panorama se avecina para las relaciones Reino Unido-UE si se produce finalmente el *Brexit*.

Fuente de información:

<http://www.blog.rielcano.org/brexit-pasara-reino-unido-la-ue/>

El *Brexit* divide las dos almas de la *City* de Londres (RIE)

El 14 de junio de 2016, el Real Instituto Elcano (RIE) publicó el artículo “El *Brexit* divide las dos almas de la *City* de Londres” que se presenta a continuación.

Tema

Un análisis de cómo se posicionan las diferentes “tribus” de la *City* frente a la posibilidad de la salida del Reino Unido de la Unión Europea.

Resumen

La *City* siempre ha estado estrechamente ligada al poder. Para muchos de sus miembros, en plena era de la globalización, este poder todavía reside en Westminster. Ellos representan el alma conservadora, inglesa (que no británica) e insular de la *City*, y por eso están a favor del *Brexit*. Sin embargo, este grupo, que se podría llamar de nativistas, tiene poco poder. La *City* hoy está dominada por actores con alma liberal, multinacional y cosmopolita que saben que el poder se ha trasladado hacia Bruselas y Frankfurt y que entienden que, mientras el proyecto europeo de integración siga en pie y avanzando, sería un grave error pensar que con tal de apertrecharse detrás del Canal de la Mancha se va a recuperar la soberanía británica.

Análisis⁵

La visión de la *City* de Londres sobre el euro, el núcleo duro de la Unión Europea (UE), es la siguiente: el euro es un barco que se empezó a construir en 1989, salió de puerto en 2002 y en 2010, por estar mal construido, empezó a hacer aguas. El navío no tiene capitán. Ahora mismo tiene un buen jefe de máquinas, Draghi, y múltiples oficiales de puente que se van turnando, aunque predominan los alemanes y franceses. Cuando estos se ponen de acuerdo, hay cierta esperanza de que el barco se va a poder arreglar. Tarea difícil porque se tiene que hacer sobre la marcha y en alta mar. Pero cuando discrepan, la tripulación pierde el ánimo y da la impresión que la embarcación se va a ir a pique.

En general, en la *City* se cree que el barco se va a hundir y se saca pecho por haber avisado, ya antes de que saliese a puerto, que el buque estaba mal construido. Desde la lejanía, con cierta aprehensión, pero también con regocijo, se comentan las penurias de la tripulación. Aun así, no se descarta del todo que el barco se pueda arreglar. Todavía hay mucho respeto, y cierto temor, hacia los miembros teutones de la tripulación, por

⁵ Este análisis es una versión actualizada del que se publicó en “Economía Exterior”, número 76 (Primavera 2016).

su eficiencia y su fe ciega en el proyecto europeo. Por esta razón, los poderes de la *City* tienen preparada una lancha motora para el día en que llegue la noticia de que el barco se ha reparado. Porque si finalmente se arregla, la *City* tiene que estar en cubierta y codecidir quién va a ser el capitán.

Esta metáfora resume bien la posición de la *City* de Londres frente a un posible *Brexit*, o dicho de otra forma, la salida del Reino Unido de la UE. La *City* siempre ha estado estrechamente ligada al poder. Para muchos de sus miembros, en plena era de la globalización, este poder todavía reside en Westminster. Ellos representan el alma conservadora, inglesa (que no británica) e insular de la *City*. Suelen ser corredores de bolsa (*brokers*) y fondos de inversión de tamaño medio y pequeño que quieren que el Reino Unido se salga de la UE porque ven en Bruselas la capital de un creciente monstruo jerárquico y burocrático que quiere colonizar a base de regulación, y quizás algún día incluso de impuestos, a la que en su día fue la metrópolis del Imperio Británico. Su estrategia es la siguiente: si la UE se desmorona, mejor salirse cuanto antes. Si al final los europeos continentales crean una unión política, mejor escapar del yugo regulador antes de que eso ocurra.

Sin embargo, este grupo, que se podría llamar de nativistas, tiene poco poder. La *City* hoy está dominada por actores con alma liberal, multinacional y cosmopolita que saben que el poder se ha trasladado hacia Bruselas y Frankfurt y que entienden que, mientras el proyecto europeo de integración siga en pie y avanzando, sería un grave error, y una ingenuidad, pensar que con tal de apertrecharse detrás del Canal de la Mancha se va a recuperar la soberanía británica. El mercado único en servicios y la actividad financiera denominada en euros son demasiado importantes para que los gigantes de la *City* los dejen escapar. Es por eso que muchos de ellos están apoyando a David Cameron en su campaña por la permanencia en el referéndum del 23 de Junio. Está por verse, sin embargo, si éste va a ser un apoyo positivo. Aunque la mayoría de británicos son

conscientes de la importancia de la *City* para la economía británica, muchos también están molestos con que sean los de fuera los que se llevan los mayores beneficios.

***Brexit*, vista desde el pasado**

La *City* no es homogénea. Hay diferentes visiones e intereses y, para distinguir mejor las diferentes posiciones frente a un posible *Brexit*, es importante conocer la historia de esta Milla Cuadrada. A veces se olvida que la Corporación de la *City* de Londres “es la comuna democrática más antigua del mundo”. Se ha construido sobre las ruinas milenarias del asentamiento romano de Londinium, y el estatus de “ciudadano” de la *City* se ha mantenido desde entonces. Su independencia se consolidó a finales del siglo XI cuando Guillermo el Conquistador, después de invadir a Inglaterra, respetó “la libertad de sus gentes” y cuando la Corporación se declaró oficialmente una Comuna en 1191. Desde entonces ni la Carta Magna de 1215, ni los subsecuentes reyes — incluidos los Tudors, los Estuardo y la Reina Victoria— ni Westminster han podido o querido quitarle su autonomía⁶.

Su enorme riqueza basada en la libertad para hacer negocios, sus eficientes instituciones democráticas y legales —sustentadas sobre el derecho común— y su sistema de milicias han hecho que durante siglos la *City* tuviese “su propio gobierno, sus propios impuestos y sus propios jueces”⁷. Mucha de esta independencia se mantiene todavía hoy. La Corporación sigue siendo el único Gobierno de la *City*. Por eso muchos la consideran el mayor centro financiero *off-shore*⁸. Sin embargo, la centralidad de Londres en las finanzas globales no viene solo de su atractivo para hacer negocios. Si no fuese por el poderío del Imperio Británico, Londres nunca llegaría a ser lo que es hoy. En este sentido, la Batalla de Waterloo de 1815 marca un punto de inflexión. Hasta entonces, la capital financiera del mundo era Ámsterdam. Pero tras la derrota de

⁶ Glasman, M. (2014) *The City of London's strange history*, *Financial Times*, 29 Septiembre.

⁷ *Ibíd.*

⁸ Shaxson, N. (2011) *The tax haven in the heart of Britain*, *New Statesman*, 24 Febrero.

Napoleón, muchos bancos, intermediarios financieros y aseguradoras del Continente se trasladaron a la *City*.

En su análisis de la historia de la *City* de Londres, David Kynaston, explica como es durante el “largo siglo” de 1815 a 1914, año en el que empieza la Primera Guerra Mundial, cuando la Milla Cuadrada desarrolla ya sus dos almas⁹. La nativista, más insular y por lo tanto más patriótica, y la liberal y cosmopolita. Al igual que hoy, durante los años de la Belle Époque (la primera gran oleada de globalización), llegaban a Londres los más inteligentes y aventureros de todo el mundo. Es durante este período que Rothschild, un judío alemán, y muchos otros extranjeros amasan sus grandes fortunas. Desde entonces, la Milla Cuadrada se ha convertido en una aldea global, con sus inherentes tensiones entre los locales y los foráneos. Algo que es palpable hoy en el debate sobre *Brexit*.

Sin embargo, pese a sus diferencias, y precisamente porque la Corporación es el órgano de gobierno que amortigua y cohesiona los diferentes intereses de la aldea, la *City* siempre ha tenido el mismo lema y visión estratégica: *To play the game*. Es decir, saber jugar la partida. Y eso en el mundo de las finanzas quiere decir estar lo más lejos posible del poder político para poder hacer negocios libremente, pero lo más cerca para influir en él —y si fuese necesario— buscar su protección. La creación en 1694 del Bando de Inglaterra es un claro ejemplo. Los acreedores privados de la *City*, hartos de que el Rey de Inglaterra incurriese en impagos, le exigieron al monarca de entonces, Guillermo de Orange, que les concediese el monopolio de la creación de dinero si quería obtener nuevos préstamos para luchar contra Francia, pero al mismo tiempo le pidieron que amparase el nuevo banco con su mandato real. Así, se unían dos extraordinarios poderes: la credibilidad crediticia de los financieros privados y la legitimidad y el monopolio de la violencia del soberano.

⁹ Kynaston, D. (2012) *City of London: The History*, London, Vintage Books.

Pero el poder, aunque más lento que el capital, también es móvil y las dos guerras mundiales de la primera mitad del XX hacen que el Imperio Británico se desmorone y que Londres deje de ser la plaza financiera del mundo. El testigo lo recoge Nueva York, que se convierte ya en la auténtica metrópolis del capitalismo global. Por aquel entonces se pensaba que Londres caería en la misma liga que Ámsterdam y París. Pero hay dos episodios clave en la segunda mitad del siglo XX que vuelven a hacer de Londres el centro financiero más internacional. En los dos hay una estrecha colaboración entre la *City* y el Gobierno británico, o sea, el poder. El primero es el desarrollo en los años 60 del *Euromarket* en Londres. Un mercado *offshore* que ofrecía productos financieros denominados en dólares en el continente europeo, de ahí su nombre. Estos depósitos en moneda americana eran muy atractivos por dos razones. Porque ofrecían un tipo de interés más alto que el que había en Estados Unidos de Norteamérica, lo que hizo que muchos fondos americanos viniesen a la *City*, y porque la opacidad de la *City* servía de refugio para los petrodólares del Golfo y los sovietsdólares del bloque comunista.

Muchos se preguntan todavía hoy cómo fue posible que en pleno sistema de *Bretton Woods*, con controles de capitales y estricta regulación financiera, pudiese haber un mercado *off-shore* totalmente desregulado. La pregunta no es baladí porque hay cierto consenso entre los expertos que el *Euromarket* fue una de las causas del colapso del sistema de *Bretton Woods*, también conocido como los 30 años dorados del capitalismo. Todo indica que el *Euromarket* se desarrolló con la connivencia del Banco de Inglaterra. Parece imposible creer que si quisiese cerrarlo no tuviese la capacidad de hacerlo. La *Old Lady* (la vieja dama, es así como la *City* llama al Banco de Inglaterra) hizo la vista gorda porque le interesaba que el capital americano y del resto del mundo volviese a su Milla Cuadrada¹⁰.

¹⁰ Palan, R., R. Murphy and C. Chavagneux (2010) *Tax Havens: How Globalization Really Works*, Ithaca, Cornell University Press.

Exactamente por esa misma razón, veinte años después, en 1986, Margaret Thatcher impulsó el *Big Bang* en la *City*, el segundo episodio que explica por qué todavía hoy, en la segunda década del siglo XXI, la *City* compite con, y en muchos casos supera a, Nueva York como la capital de las finanzas globales. Es bien sabido que el *Big Bang* desregula mucha de la actividad de la *City*, pero lo que es más importante es que permite que las instituciones financieras de la *City* sean de propiedad totalmente extranjera lo que hace que desembarquen en la Milla Cuadrada los grandes bancos de inversión americanos y los bancos universales europeos. Este cambio transforma completamente la geografía y la cultura de la aldea, incluida su Corporación, y es clave para entender el debate sobre el *Brexit* de hoy. Muchos de los históricos *Merchant Banks* de la *City*, como *Barings Bank* y *Schroeders*, son devorados. Rothschild es de los pocos que sobrevive. La cultura cambia porque el otro lema de la *City*: *my word is my bond* (mi palabra es mi obligación), muy usada entre los banqueros como símbolo de la confianza que se tenían entre ellos, ya no rige. La *City* pasa de ser un club selecto, y conservador, de hombres grises y de edad avanzada, a ser un gran casino global donde ingenieros franceses de 28 años ganan cientos de miles de libras al año¹¹.

***Brexit*, vista desde el presente**

Para Kynaston, el *Big Bang* de 1986, y la consecuente transformación de la *City*, explican la crisis financiera global de 2008. En los momentos de máxima tensión, cuando el mercado interbancario se congeló por completo se pudo observar como el pilar de la vieja *City*: *my word is my bond* había desaparecido. La confianza entre operadores ya no existía, y en el mundo de las finanzas cuando la confianza se esfuma el sistema crediticio colapsa. Para Kynaston, al igual que para muchos funcionarios de la Europa continental, la *City* se ha convertido en un monstruo indomable y hasta que no se vuelva a regular como es debido seguirá produciendo crisis financieras. La falta de ética y la actividad ilegal son alarmantes. Los escándalos de la manipulación de la tasa

¹¹ Kynaston, D. (2012) *City of London: The History*, London, Vintage Books.

del Libor, los tipos de cambio y los precios de los metales preciados así lo demuestran. No es de extrañar que la *City* no sea muy popular tanto en Bruselas como entre la ciudadanía británica.

Aun así, a pesar de los escándalos, todo británico reconoce que la *City* es una máquina de generar dinero. Esta pequeña aldea global alberga a 250 bancos internacionales y genera, con todos sus tentáculos en todo el país, el 10% del Producto Interno Bruto (PIB) y el 12% de los ingresos fiscales del Reino Unido. En el mercado de divisas y en el de derivados de tipos de interés supera a *Wall Street*, acaparando el 40 y el 50%, respectivamente, del negocio mundial. La *City* atrae a muchos de los jóvenes más inteligentes del mundo. En total los servicios financieros emplean a 2 millones de personas en el todo el Reino Unido. De los 280 mil que trabajan en la *City*, el 22% no son británicos y 38 mil son ciudadanos de la UE. Hay 125 compañías de la UE listadas en el *London Stock Exchange* (la bolsa londinense) y los bancos europeos tienen casi 2 billones de euros de activos en Londres. La *City* es sin duda el centro financiero del euro, gestionando el 40% de las operaciones denominadas en esta moneda¹².

La experiencia, reputación y redes tejidas durante siglos, el idioma inglés como lengua franca y la zona horaria, que permite presenciar el cierre de Asia, toda la jornada europea, y el inicio de la sesión de *Wall Street*, hacen de la *City* un gigante tablero de distribución de capital (*switchboard*) que puede convertir en cuestión de segundos ahorros procedentes de Indonesia en inversiones destinadas a Argentina. Esto es lo que hace que la *City* sea más internacional incluso que *Wall Street*, que se alimenta mucho más del capital nacional. Sin embargo, pese a su globalidad, la *City* vive sobre todo del mercado único de la UE, que con 500 millones es el más grande y con mayor capacidad de ahorro e inversión del mundo. El 40% del negocio mundial de la *City* se hace con Europa gracias a que todos los agentes financieros que operan desde la Milla Cuadrada,

¹² Thornhill, J. y P. Jenkins (2013) *The City and Europe: Ties that bind*, *Financial Times*, 1º Abril.

indistintamente de su nacionalidad, obtienen “un pasaporte europeo” para poder captar e invertir fondos libremente en toda la UE. Un privilegio que se perdería con el *Brexit*.

Esta amenaza explica por qué la mayoría de los grandes bancos americanos como *JP Morgan*, *Bank of America* o *Goldman Sachs*, han expresado públicamente su preocupación por un posible *Brexit*, y lo mismo han hecho bancos europeos como *Deutsche Bank* o el propio *Santander*. *Goldman Sachs* ha anunciado que apoyará la campaña por la permanencia con 500 mil dólares y es muy probable que los otros bancos hagan lo mismo. El banquero que ha hablado más claro ha sido el consejero delegado de *JP Morgan*, el banco más grande de los Estados Unidos de Norteamérica: “si no podemos usar nuestro pasaporte desde Londres, no nos quedará otro remedio que establecer varios centros de operaciones en Europa”¹³.

Si esto ocurriese, Dublín sería la ciudad que se beneficiase más de un *Brexit*, por el inglés, la franja horaria y su industria financiera, pero lo más probable es que el sector financiero europeo se fragmentase entre la *City*, la capital irlandesa, París y Frankfurt (algunos banqueros incluso hablan de Madrid). Esta redistribución, aunque traería más volumen de negocio para la Eurozona, sería perjudicial para Europa ya que el mundo financiero trabaja en redes profesionales estrechas, personal y geográficamente, y si no las encuentra en el Viejo Continente lo más normal es que mucho talento se vaya a Nueva York o a los centros financieros asiáticos como Hong Kong o Singapur. Por todo esto, los grandes operadores de la *City* se oponen abiertamente a un *Brexit*.

Ellos son los que representan el alma cosmopolita de la *City*, pero la otra alma de la aldea global londinense piensa muy distinto. Aunque en general la percepción en la Europa continental es que toda la *City* está a favor de quedarse, la realidad es otra. En el debate sobre un posible *Brexit*, la Milla Cuadrada se divide en dos tribus. Por un lado, están los grandes bancos y banqueros de inversión que rechazan *Brexit* y por otro los

¹³ Jenkins, P. y H. Agnew (2016) *What would Brexit mean for the City of London*, *Financial Times*, 23 Febrero.

pequeños corredores de bolsa, los fondos de capital riesgo (*hedge funds*) y las pequeñas asesorías patrimoniales¹⁴. Estos últimos están a favor de *Brexit* porque la creciente regulación impuesta por Bruselas desde la crisis financiera global de 2008 —como la Directiva para los Gestores de Fondos Alternativos o Mifid2— les suponen unos gastos que consideran desorbitados. El alcalde de Londres, pretende justamente ser el defensor de este “pequeño” capital británico que se enfrenta al gran capital global dominado por los americanos y asociado con Bruselas¹⁵.

Para los pequeños operadores de la *City*, que invierten sobre todo en el Reino Unido, y que atraen mucho capital o bien de las islas británicas (y sus paraísos fiscales asociados) o de fuera de la UE, el pasaporte al mercado único les importa poco. Muchos de ellos tienen todavía una visión romántica del Imperio Británico y su actitud *laissez faire* hacia las finanzas. Piensan que salirse de la UE les ayudaría a liberalizar la economía y establecer el marco regulatorio que más le conviene a la *City*. Las palabras del fundador del *hedge fund Odey Asset Management* son representativas de esta visión: “Europa nos está convirtiendo en una colonia y nosotros estamos acostumbrados a ser un imperio. No queremos seguir reglas que no hemos decidido”¹⁶.

Conclusión

Como se ha indicado, está claro que el éxito de la *City* de la Londres como centro financiero mundial siempre se ha basado en sus lazos con el poder político. Pero justamente es por esta razón que los grandes poderes de la *City* —tanto los británicos cosmopolitas de HSBC como los globales de *Goldman Sachs*— no quieren abandonar el barco. Ellos saben que fuera de la UE lo más probable es que Londres tenga que operar dentro del marco regulatorio de la UE sin que Westminster o Downing Street

¹⁴ *Ibíd.*

¹⁵ Johnson, B. (2016) *There is only way to get the change we want – vote to leave the EU*, *The Telegraph*, 22 Febrero.

¹⁶ Jenkins, P. y H. Agnew (2016) *What would Brexit mean for the City of London*, *Financial Times*, 23 Febrero.

tengan ningún tipo de influencia en la gestión de esas normas. La *City* quiere seguir jugando la partida y sabe perfectamente que si no está en la UE va a tener que ver el juego desde el banquillo (o mudarse a la zona euro, claro). Es justamente por eso que tanto la *Old Lady* como la Corporación de la *City* de Londres, las dos instituciones más históricas e influyentes de la Milla ante la opinión pública británica, han declarado oficialmente que se oponen al *Brexit*. Un posicionamiento que puede convencer a muchos indecisos y que lógicamente no ha gustado nada a los nativistas. Pero esas son las desventajas de tener menos dinero y poder que tu competidor. Una lógica que los ciudadanos de la *City* entienden muy bien desde hace siglos.

Fuente de información:

<http://www.realinstitutoelcano.org/wps/wcm/connect/a97ba0004d2114ec850ae5e5d911ddc4/ARI48-2016-OteroIglesias-Brexit-divide-dos-almas-City-Londres.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=a97ba0004d2114ec850ae5e5d911ddc4>

Los inversionistas globales descubren con sorpresa la amenaza del ‘brexit’ (WSJ)

El 17 de junio de 2016, el diario *Wall Street Journal* (WSJ) publicó que, seis semanas atrás, en una apuesta a que los mercados globales estaban subestimando la posibilidad de que Gran Bretaña decidiera abandonar la Unión Europea (UE) en el plebiscito del 23 de junio, un gestor canadiense de fondos comenzó a vender deuda de bancos europeos.

Esta semana, la apuesta del gestor resultó ser correcta. Las bolsas mundiales y algunos bonos corporativos se desplomaron y los activos de refugio se dispararon después de que las encuestas sugirieran que los votantes británicos se inclinaban a retirar al Reino Unido de la UE, el ahora temido *brexit*. La noticia generó preocupaciones sobre una prolongación de la incertidumbre que podría dañar el crecimiento económico. La campaña fue suspendida el 16 de junio después que una legisladora fuera asesinada.

Lo que los inversionistas globales habían visto hasta entonces como un problema básicamente europeo estaba ahora sacudiendo a los mercados de todo el mundo. Aquellos habían creído que los británicos iban a votar a favor de permanecer en la UE, pero las encuestas de la última semana evaporaron esa confianza.

Esto ha llevado a fondos desde Perú a Australia a apurarse por encontrar la manera de reaccionar al resultado de una votación sin precedentes. “El mercado odia la incertidumbre (y) una alteración importante en Europa sin duda causará incertidumbre”, dijo el gestor canadiense, cuya firma con sede en Toronto supervisa unos 500 millones de dólares canadienses (387 millones de dólares) en activos de deuda. “El efecto... será de gran alcance”.

El 30% de la encuesta de gerentes de fondos del *Bank of America Merrill Lynch* de junio dijo que el referendo es el mayor potencial catalizador de cambios de precios de activos importantes. Éste fue también visto como un riesgo en la encuesta de mayo de BAML. La ola vendedora de esta semana mostró que el mercado está tomando más en serio un tema que había sido dejado de lado por muchos operadores de bolsa y gestores de portafolio durante el fuerte repunte de los primeros meses de 2016.

El 15 de junio, la presidenta de la Reserva Federal dijo que dicho organismo había tenido en cuenta al plebiscito en su decisión de no alterar las tasas de interés. “(El referendo) podría tener consecuencias para las condiciones económicas y financieras de los mercados financieros globales”, dijo.

Pero los inversionistas están confundidos en cuanto a cuáles serían esas consecuencias.

Las encuestas se aprietan, los inversionistas venden

Las acciones han quedado bajo presión conforme los sondeos anticipan un referendo ajustado en el Reino Unido.

ÍNDICES BURSÁTILES LA SEMANA PASADA, EN INTERVALOS DE 5 MINUTOS, HORAS LOCALES*



* En divisas locales.

Nota: a las 8:00 p.m., hora británica.

FUENTES: FactSet.

En Nueva York, el comité de inversiones de *S&P Investment Advisory Services* decidió en una reciente reunión ignorar los cambios de portafolio recomendados por sus modelos computarizados de inversión. En cambio, el comité decidió no hacer grandes cambios antes del referendo.

Era demasiado riesgoso tomar grandes decisiones de inversión con base a un evento cuyo resultado y consecuencias son tan difíciles de predecir, dijo el director general de la empresa, que gestiona aproximadamente 37 mil millones de dólares en activos.

“El *brexit* es parte de una confluencia de incertidumbre...la información es tan aleatoria en este momento y el mundo podría cambiar muy rápidamente”, dijo.

A los gestores de fondos que operan fuera de Europa les cuesta calibrar las consecuencias de una votación tan política y emocionalmente cargada y que tiene lugar a tantos kilómetros de distancia.

“Soy completamente foránea... ¿Mucha gente dice que va votar por irse (de la UE)? No lo sé”, dijo la directora ejecutiva de *CSOP Asset Management* en Hong Kong. Ella ha

estado leyendo las noticias sobre el referendo británico en HeXun.com, un sitio web de noticias financieras de China. “Hay un montón de noticias del *brexit*,” dijo.

Dos tercios de las personas consultadas en la encuesta BAML dijeron que pensaban que el Reino Unido votaría por quedarse en la UE. Pero este sondeo se realizó entre el 3 y el 9 de junio, antes de las recientes encuestas que muestran al Reino Unido inclinándose hacia la salida. Ahora, los gestores de fondos están menos seguros.

En Perú, el director ejecutivo de *Andino Asset Management* piensa seguir las encuestas a diario.

Si los británicos votan por el *brexit*, el director ejecutivo de *Andino Asset Management*, con sede en Lima, invertirá en renta fija local. Él cree que este mercado está subvalorado y que será impactado por la votación porque los inversionistas globales, asustados ante la incertidumbre, sacarán su dinero de las regiones de mayor riesgo, como América Latina, para llevarlo a lugares más seguros como Estados Unidos de Norteamérica.

“Si se produce un *brexit*, vamos a aprovechar la volatilidad comprando activos que están baratos pero que podrían estar más baratos”, dijo.

El referendo del Reino Unido ha sido un tema habitual en las reuniones matutinas en la oficina de Hong Kong de *Manulife Asset Management*. “Hemos estado tomando el *brexit* muy en serio”, dijo el estratega sénior para Asia de *Manulife*. El ejecutivo que la cartera multiactivos de la empresa está ahora aligerada de acciones de empresas británicas. Pero “si hay una fuerte caída de la libra esterlina y del (índice) FTSE, lo vería como una oportunidad de compra”, dijo.

Otros inversionistas internacionales también perciben una potencial oportunidad de compra si Gran Bretaña decide irse.

El estratega jefe de mercado de valores de *Federated Investors* en Nueva York, dijo que ha elaborado una lista de acciones europeas que le gustaría poseer si hay una ola de ventas *post-brexít*, lo cual podría ofrecer un atractivo punto de entrada. “Estamos viendo de cerca a Europa”, dijo.

Se espera que el *brexit* conduzca a una ola de ventas en libras esterlinas. Eso abarataría los bienes raíces de Londres para aquellos que en Oriente Medio están “listos para saltar sobre las propiedades”, dijo el jefe de investigación de la firma de bienes raíces *Cluttons*, con sede en Londres, que hace una encuesta anual de los inversionistas en la región del Golfo.

Pero los inversionistas globales también dicen que es un error achacar toda la culpa de la agitación reciente del mercado a los británicos y señalan que hay una serie de otros peligros acumulándose para causar preocupación de los inversionistas. Eso incluye a las preocupaciones sobre el crecimiento y el aumento de la tasa de interés en Estados Unidos de Norteamérica y la potencial desaceleración económica en China.

“La clave siguen siendo Estados Unidos de Norteamérica, el (Comité Federal de Mercado Abierto), los mercados petroleros, esos son los problemas más grandes”, dijo el gerente de cartera de *Central Asset Investments*, un fondo de cobertura con sede en Hong Kong.

Sin embargo, con la votación en puerta, el ejecutivo se mantiene fuera de los mercados. “No vamos a tomar una gran cantidad de riesgo hasta que se produzca el evento”, dijo.

Fuente de información:

<http://lat.wsj.com/articles/SB10720495973674343411704582133310902701758?tesla=y>

La Comisión hace público el informe de convergencia de 2016 (CE)

El 7 de junio de 2016, la Comisión Europea (CE) publicó en Bruselas, Bélgica, el artículo “La Comisión hace público el informe de convergencia de 2016”. A continuación se presenta el contenido.

Evaluación de los avances hacia la adopción del euro

El informe de convergencia de 2016, que se ha publicado hoy, evalúa los avances de los Estados miembros hacia la adopción del euro. Este año, el informe abarca los siete Estados miembros que están legalmente comprometidos a adoptar el euro: Bulgaria, Chequia, Croacia, Hungría, Polonia, Rumania y Suecia.

El informe se basa en los criterios de convergencia, llamados a veces “criterios de Maastricht”, establecidos en el artículo 140, apartado 1, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE). Los criterios incluyen la estabilidad de los precios, unas finanzas públicas saneadas, la estabilidad del tipo de cambio y la convergencia de las tasas de interés a largo plazo. También se evalúa la compatibilidad de la legislación nacional con las normas de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

Los Estados miembros contemplados en el informe han registrado avances en materia de convergencia, pero ninguno de ellas cumple actualmente todos los requisitos necesarios para adoptar el euro:

- Todos los Estados miembros, excepto Suecia, cumplen el criterio de la estabilidad de los precios.
- Seis Estados miembros cumplen el criterio relativo a las finanzas públicas, mientras que Croacia sigue siendo objeto de un procedimiento de déficit excesivo.

- Ningún Estado miembro cumple el criterio del tipo de cambio, ya que ninguno de ellos es miembro del mecanismo de tipos de cambio (MTC II): al menos dos años de participación son necesarios antes de la adhesión a la zona del euro.
- Todos los Estados miembros analizados cumplen el criterio de la tasa de interés a largo plazo.
- La legislación no es plenamente compatible con las normas de la UEM en la mayoría de los Estados miembros cubiertos, excepto Croacia.

Contexto

El informe de convergencia constituye la base de la Decisión del Consejo de la UE sobre si un Estado miembro cumple las condiciones para adherirse a la zona del euro. En el TFUE, los “Estados miembros acogidos a una excepción” son aquellos que aún no reúnen las condiciones necesarias para la adopción del euro. El informe evalúa si estos Estados miembros han alcanzado un alto grado de convergencia económica sostenible desde el punto de vista de la estabilidad de los precios, las finanzas públicas, la estabilidad del tipo de cambio y la convergencia de los tipos de interés a largo plazo. Asimismo, se evalúa la compatibilidad de su legislación nacional con las normas de la UEM establecidas en el Tratado en relación con la independencia de los bancos centrales, la prohibición del financiamiento monetario y la compatibilidad con los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del Banco Central Europeo (BCE). El informe de convergencia de la Comisión Europea se complementa con el informe de convergencia del BCE. Ambos informes se elaboran de forma independiente, pero se publican en paralelo.

Los informes de convergencia se publican cada dos años o cuando hay una solicitud específica por parte de un Estado miembro de que se evalúe su preparación para adherirse a la zona del euro, como lo hizo Letonia en 2013.

Dinamarca y el Reino Unido negociaron acuerdos de no participación en la fase final de la UEM prevista en el Tratado de Maastricht, por lo que no se incluyen en el informe.

Fuente de información:

http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-2116_es.htm

Para tener acceso a más información relacionada, visitar: Informe de convergencia de 2016

http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip026_en.pdf

Grecia 2016: ¿Vuelta a la casilla de salida? (RIE)

El 20 de mayo de 2016, el Real Instituto Elcano (RIE) publicó un artículo de Federico Steinberg¹⁷ titulado “Grecia 2016: ¿Vuelta a la casilla de salida?”. A continuación se presenta el contenido.

Grecia se prepara para otro verano caliente. Al igual que sucediera el año pasado, en julio tiene vencimientos de deuda millonarios y no podrá afrontarlos sin los fondos del tercer rescate, que asciende a 86 mil millones de euros, pero que se van liberando poco a poco, a medida que el país va aprobando duras reformas y ajustes. Como Grecia lleva desde noviembre sin aprobar el examen trimestral de la troika, no ha recibido los desembolsos previstos y podría quedar de nuevo expuesta a un impago.

Por lo tanto se avecinan, una vez más, meses de tensión y duras negociaciones. Atenas acaba de aprobar las reformas pendientes y espera obtener a cambio la ansiada reestructuración de su deuda, a la que siempre se han opuesto los acreedores, sobre todo Alemania. Pero, en esta ocasión, parece que el Fondo Monetario Internacional (FMI) está de su lado. Se ha filtrado una carta de su directora gerente, Christine Lagarde, en la que afirma que los objetivos de déficit fijados para el maltrecho país son casi imposibles de cumplir, y que si no hay reestructuración de deuda el Fondo no continuará participando en el programa de rescate (recordemos que el FMI solo puede prestar a

¹⁷ Federico Steinberg es Investigador principal del Real Instituto Elcano y profesor de la Universidad Autónoma de Madrid (UAM).

países con problemas de liquidez, no de solvencia; es decir, que si el subjetivo análisis de sostenibilidad de la deuda que haga el Fondo concluye que el país es insolvente, solo podrá mantenerse en la troika si previamente se reduce la carga de la deuda). Al otro lado, Alemania, Holanda, Austria y Finlandia han dejado claro que si el FMI abandona la troika, el rescate dejará de estar en vigor, lo que hundiría a Grecia (algo que no está claro que importe demasiado a los alemanes), pero que también devolvería a la zona euro a la inestabilidad (algo que sin duda sí preocupa a todos los europeos).

“Grecia aprendió en el pasado verano que si no quiere salir del euro no tiene más remedio que seguir tragando”

Por lo tanto, el choque de trenes que se avecina esta vez es más complejo que el del verano pasado. En aquella ocasión la posición negociadora griega era muy débil porque su amenaza de salir del euro no era creíble, y por eso terminó tragando. Sin embargo, ahora tenemos a un FMI cuyos países miembros no europeos están hartos de meter dinero en un país que piensan que tiene un problema de solvencia que se maquilla para que parezca de liquidez porque los países europeos tienen la mayoría de los votos en el Fondo y su directora gerente es francesa. Y, además, enfrente tenemos a una Alemania más acorralada, con un discurso menos hegemónico en asuntos europeos tras sus vaivenes en la crisis de los refugiados y que se enfrenta a una zona euro más crítica con las políticas de austeridad.

Esta endiablada situación aboca a los europeos a presenciar un complejo juego de estrategia que a nadie conviene que concluya mal, porque el guion previsto decía que el tema del verano en Europa sería el referéndum del Brexit, no la enésima crisis griega.

¿Cómo se ha llegado aquí?

La crisis griega ha salido del foco mediático. Atrás parecían haber quedado los órdagos de Syriza del año pasado, los que siguieron a su llegada al poder en enero de 2015, que

desembocaron en el referéndum sobre los ajustes de la troika (que Tsipras ganó), en el corralito y en un peligroso flirteo con la salida del euro. Al final, la situación se recondujo. Hubo un nuevo rescate, Tsipras fue reelegido primer ministro en septiembre (lo que demostró que el referéndum era más una estrategia de consolidación política interna que un pulso a Bruselas, Berlín y Fráncfort) y el Gobierno fue aprobando a regañadientes algunas de las medidas exigidas, que luego han tenido una implementación que deja mucho que desear, algo que ya viene sucediendo desde 2010 por la limitada capacidad de las instituciones griegas.

Grecia aprendió el pasado verano que si no está dispuesta a salir del euro (y según las encuestas, más del 65% de la ciudadanía rechaza esta opción), no le queda más remedio que seguir tragando, y la mayoría de sus ciudadanos prefiere hacerlo con un líder fresco, nuevo y que “dio la batalla” (aunque la perdiera) que con los partidos tradicionales, a los que se asocia la corrupción, el clientelismo y la oligarquía. Sin embargo, según pasan los meses y los ciudadanos ven que no hay alternativa a las políticas de ajuste porque cualquier país del euro bajo un programa de rescate ha perdido de facto su soberanía económica, el apoyo a Syriza va bajando y el de Nueva Democracia (el partido tradicional de centroderecha) va subiendo (recordemos que Syriza se comió al PASOK en el espacio de la socialdemocracia, que es lo que Podemos aspira a hacer con el PSOE en España). Los neonazis de Amanecer Dorado, con su discurso xenófobo antirrefugiados, también suben, pero por fortuna no demasiado.

Y ahora, ¿qué?

Esto significa que, aunque el ánimo de los griegos está por los suelos (su renta *per cápita* ha pasado de 31.862 dólares en 2008 a 18.863 dólares en 2015 y la economía sumergida se estima ya por encima del 50%) y no se ve salida al final del túnel porque harán falta décadas para bajar la tasa de desempleo, el actual Gobierno seguramente podrá continuar. Se evitarían así unas nuevas elecciones que nadie quiere porque

elevarían el nivel de incertidumbre política y podrían desencadenar tensiones en los mercados financieros que obligarían al Banco Central Europeo (BCE) a volver a actuar, lo que volvería a levantar las iras de Alemania, que se opone a unas políticas monetarias tan expansivas.

“El FMI insiste en que los ajustes previstos no son ni realistas ni deseables. Sí, han leído bien: el FMI está en contra de tanta austeridad”

En la reunión del Eurogrupo del pasado 9 de mayo se comenzaron a acercar posturas. Por una parte, el Gobierno griego puso sobre la mesa el paquete de reformas recientemente aprobadas por el Parlamento tras varias huelgas generales (recortes de las pensiones, reforma fiscal y un mecanismo automático por el cual, si el déficit público es mayor del previsto, se activarán recortes en el gasto), que deberían permitirle “aprobar” con seis meses de retraso el examen del programa de rescate y volver a recibir fondos.

Además, y esto es lo más importante, estas medidas le permiten aparecer como un buen alumno, que se habría ganado el derecho a que se debata (veremos si se acuerda) una reducción de la deuda. Y ahí es donde entra en juego el FMI, que insiste en que los ajustes previstos no son ni realistas ni deseables (sí, han leído bien, el FMI está en contra de tanta austeridad) y en que hay que reestructurar la deuda si no se quiere que la economía griega se siga autoconsumiendo por la contracción de la demanda interna, la deflación y las dificultades para generar crecimiento a largo plazo. Esto deja la pelota en el tejado de Alemania, cuyo todopoderoso ministro de Finanzas, Wolfgang Schäuble, siempre se ha mostrado contrario a la reestructuración (Angela Merkel aparentemente sería más flexible porque es mucho más pragmática), y del BCE, que no puede aceptar que la deuda que tiene en su balance se reestructure porque esto equivaldría a una monetización del déficit, que está prohibida.

Reestructuración sin quita

Las razones para que los gobiernos de los países acreedores del norte se resistan a la reestructuración son poderosas. Primero, no quieren parecer “blandos” ante sus electorados, porque eso alimenta el apoyo a los partidos de extrema derecha que están ganando fuerza a gran velocidad. Segundo, no quieren aceptar una quita en los préstamos a Grecia —otra cosa sería rebajar aún más los intereses, alargar los plazos e introducir períodos de carencia— porque ello implicaría un aumento del déficit público que forzaría a ajustes en sus propias economías (aquí, los acreedores de Grecia del sur de Europa, como España, también se suman al rechazo a la reestructuración y hacen frente común con los alemanes). Y, tercero, no quieren sentar un precedente que permita a partidos como Podemos reclamar una reestructuración equivalente por los préstamos (mucho menores) que ha recibido España o abrir el debate sobre el impago de la deuda, que generaría nuevos problemas en los bancos europeos. Alemania, muy en su tradición legalista, utiliza además un argumento jurídico para decir que la quita sería ilegal porque el artículo 125 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea no permite que unos estados se hagan cargo de la deuda de otros, algo que algunos juristas consideran que es una interpretación demasiado rígida de la legislación.

Por lo que sabemos, se ha acordado comenzar a hablar de la reestructuración de la deuda, que no de una quita. Si todo va bien entraremos en la batalla de los números y al final tendremos cierta reestructuración que permita al FMI mantenerse dentro del programa y a los acreedores vender a sus electorados que prácticamente no han cedido. La posición de los acreedores es algo más débil que en el pasado y, además, dados los múltiples problemas que enfrenta la Unión Europea, una reestructuración sin quita podría pasar desapercibida y, según cómo se diseñe, podría no tener que pasar por los parlamentos nacionales de los países acreedores para su aprobación.

Pero todavía hay muchas cosas que pueden salir mal de aquí al verano.

Fuente de información:

http://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/web/rielcano_es/contenido?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/elcano/elcano_es/zonas_es/steinberg-grecia-2016-vuelta-casilla-salida

Brasil: una lenta recuperación por delante (BBVA Research)

El 23 de mayo de 2016, la sección de estudios económicos de BBVA Research dio a conocer el artículo “Brasil: una lenta recuperación por delante”. A continuación se presenta el contenido.

La economía brasileña debe seguir contrayéndose en el primer semestre, estabilizarse en la segunda mitad del año y volver a crecer a tasas positivas a partir de 2017. Esta esperada recuperación de la actividad económica está respaldada por la visión de que China evitará un aterrizaje forzoso y que el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos de Norteamérica será ordenado, lo que permitiría una ligera aceleración del crecimiento global y, al menos, la estabilización del precio de las materias primas.

Además, a partir de ahora el crecimiento en Brasil se beneficiaría cada vez más de la menor incertidumbre sobre quien gobernará el país en los próximos años, la reducción de la inflación, una política monetaria menos restrictiva, el impacto de la depreciación del tipo de cambio sobre las exportaciones y la necesidad de recomponer los inventarios industriales tras los fuertes ajustes recientes, entre otros factores.

Con todo, incluso si el país logra sortear los relevantes riesgos externos e internos, el crecimiento de la economía brasileña seguirá siendo bajo en los próximos años. Tanto las turbulencias políticas como el deterioro fiscal, por citar algunas variables, impedirán una rápida recuperación de la actividad económica.

La decisión —preliminar, pero que muy probablemente no será revertida— de destituir a la Presidenta Dilma Rousseff reduce las dudas sobre quien estará al frente del gobierno de aquí hasta el cierre de 2018. No obstante, las tensiones políticas deben persistir ya que la administración de Michel Temer difícilmente tendrá un sólido apoyo del Congreso y de la sociedad. Además, el nuevo gobierno tendrá que afrontar una dura oposición y podría verse salpicado por el resultado de las investigaciones de múltiples casos de corrupción.

Así, como el entorno político posiblemente seguirá bullicioso, es difícil imaginar que los problemas fiscales del país, como la tendencia alcista del gasto público, serán solucionados de manera definitiva próximamente. Por lo tanto, lo más probable es que las cuentas públicas sigan deteriorándose (la deuda pública debe alcanzar 75% del Producto Interno Bruto (PIB) en 2017 en comparación con 52% del PIB en 2013), impidiendo que la confianza en el país repunte de manera significativa.

Tomando en cuenta el empeoramiento reciente y las perspectivas para los próximos años, BBVA estima que el potencial de crecimiento de la economía brasileña será de tan sólo 1%, cuando hace pocos años, entre 2006 y 2010, era de aproximadamente 3.5%. Algunos ejemplos sobre cada una de las tres partes en las que se suele descomponer el PIB potencial —capital físico, trabajo y productividad total— ayudan a entender el deterioro reciente. En primer lugar, la inversión en capital fijo disminuyó alrededor del 25% en el pasado reciente y se estima que caerá adicionalmente un 13% en 2016, reduciendo el volumen de capital físico de la economía. Además, la tasa de desempleo pasó de menos del 5% en 2014 a un 8.0% al inicio de 2016 y debe acercarse a 10% próximamente, un problema que se va a unir a los generados por una demografía cada vez menos favorable. Y, finalmente, Brasil ha perdido recientemente posiciones en las puntuaciones de facilidad para hacer negocios del Banco Mundial, reforzando la percepción de deterioro de la competitividad.

Así, a menos que se resuelvan definitivamente los problemas fiscales y se adopte una ambiciosa agenda de reformas económicas, el país tendrá que contentarse con una tasa de crecimiento baja, no significativamente superior al 1 por ciento.

Fuente de información:

https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/pdf/67403_126883.pdf

El neoliberalismo ¿un espejismo? (FMI)

En junio de 2016, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó en su revista trimestral de Finanzas y Desarrollo el artículo “El neoliberalismo ¿un espejismo?”. A continuación se presenta el contenido.

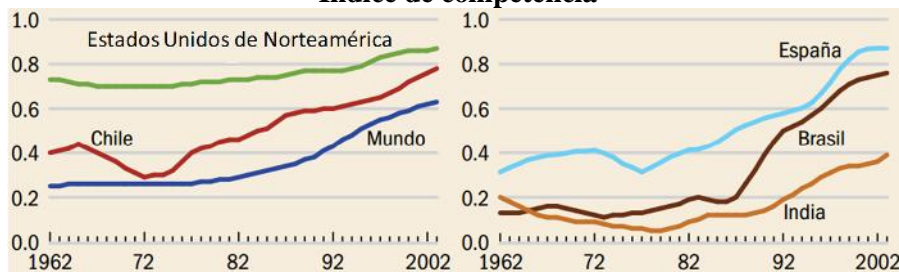
En 1982, Milton Friedman declaró a Chile un “milagro económico”. Casi una década antes, Chile había adoptado políticas que desde entonces han sido emuladas en el mundo entero. La agenda neoliberal —un rótulo empleado más por los críticos que por los artífices de estas políticas— descansa sobre dos pilares principales. El primero es la promoción de la competencia, a través de la desregulación y la apertura de los mercados internos, incluidos los financieros, a la competencia externa. El segundo es la reducción del papel del Estado, a través de la privatización y de límites a los déficit fiscales y la deuda que pueden asumir los gobiernos.

Ha habido una tendencia mundial fuerte y generalizada hacia el neoliberalismo desde la década de 1980, de acuerdo con un índice compuesto que mide el grado en que los países abrieron diversas esferas de la actividad económica a la competencia para promover el crecimiento económico. Como muestra el panel de la izquierda de la gráfica siguiente, para 1982, Chile llevaba más o menos una década haciéndolo, y los cambios de política posteriores lo acercaron cada vez más a Estados Unidos de Norteamérica. Otros países también han aplicado políticas neoliberales de manera regular (misma gráfica, panel derecho).

IMPULSAR LA COMPETENCIA

Desde la década de 1980, los países han adoptado políticas para promover la competencia interna a través de la desregulación y la apertura de sus economías al capital extranjero

-Índice de competencia-



Nota: La gráfica muestra los valores promedio de un índice compuesto de políticas estructurales que los países adoptaron con la finalidad de promover la competencia. Los ámbitos son la apertura de la cuenta de capital y de la cuenta corriente; la liberalización de las industrias agrícolas y en red; la liberalización financiera interna; y la reducción de los impuestos entre el salario bruto y neto. Un índice con un valor cero denota total falta de competencia, y 1 denota competencia libre de toda restricción.

FUENTE: *Ostry, Prati y Spilimbergo (2009)*.

La agenda neoliberal tiene muchos aciertos. La expansión del comercio mundial ha rescatado a millones de personas de la pobreza abyecta. La inversión extranjera directa a menudo ha sido una manera de transferir tecnología y conocimientos a las economías en desarrollo. La privatización de las empresas estatales en muchos casos ha imprimido más eficiencia al suministro de servicios y ha aliviado la carga fiscal de los gobiernos.

Sin embargo, hay aspectos de la agenda neoliberal que no han dado en el blanco. Nuestra evaluación de la agenda se limita a los efectos de dos políticas: la eliminación de restricciones a la circulación transfronteriza del capital (conocida como liberalización de la cuenta de capital) y la consolidación fiscal, conocida a veces como “austeridad”; o sea, políticas encaminadas a reducir los déficit fiscales y los niveles de deuda. Una evaluación de estas políticas específicamente (y no de la agenda neoliberal en general) produce tres conclusiones perturbadoras:

- Los beneficios en términos del aumento del crecimiento parecen bastantes difíciles de establecer si se examina un conjunto amplio de países.

- Los costos en términos del aumento de la desigualdad son importantes. Esos costos reflejan la disyuntiva entre los efectos de crecimiento y los efectos de equidad que caracterizan algunos aspectos de la agenda neoliberal.
- El aumento de la desigualdad, a su vez, afecta negativamente el nivel y la sostenibilidad del crecimiento. Aun si el crecimiento fuera el propósito único o principal de la agenda neoliberal, sus defensores tienen que prestar atención a los efectos distributivos.

¿Claro cómo el agua?

Como señaló Maurice Obstfeld (1998), “la teoría económica no deja duda sobre las ventajas potenciales” de la liberalización de la cuenta de capital, denominada a veces apertura financiera. Le permite al mercado internacional de capitales canalizar el ahorro mundial hacia los usos más productivos en el mundo entero. Las economías en desarrollo con escasez de capital pueden endeudarse para financiar la inversión, promoviendo así el crecimiento económico sin tener que recurrir a fuertes aumentos de sus propios ahorros. Pero Obstfeld también señaló los “verdaderos peligros” de la apertura a los flujos financieros del exterior y concluyó que “esta dualidad entre beneficios y riesgos es ineludible en el mundo real”.

De hecho, no estaba errado. El vínculo entre la apertura financiera y el crecimiento económico es complejo. Algunas entradas de capital, como la inversión extranjera directa —que puede incluir una transferencia de tecnología o de capital humano— sí parecen estimular el crecimiento a largo plazo. Pero el impacto de otros flujos —como la banca, la inversión de cartera y, especialmente, los flujos especulativos de deuda— no parecen ni estimular el crecimiento ni permitir a los países distribuir mejor los riesgos con los socios comerciales (Dell'Ariccia et al., 2008; Ostry, Prati y Spilimbergo, 2009). Esto hace pensar que los beneficios de los flujos de capital en términos del crecimiento y la mancomunación del riesgo dependen del tipo de flujo que se está

analizando y, quizá, también de la naturaleza de las instituciones y las políticas concomitantes.

Aunque los beneficios para el crecimiento son inciertos, los costos en términos del aumento de la volatilidad económica y la frecuencia de las crisis parecen más evidentes. Desde 1980, ha habido alrededor de 150 escaladas de las entradas de capital en más de 50 economías de mercados emergentes; como lo muestra el panel de la izquierda de la gráfica siguiente, alrededor del 20% de estos episodios terminaron en crisis financiera, y muchas de estas crisis tienen que ver con fuertes contracciones del producto (Ghosh, Ostry y Qureshi, 2016).

ABRIR LA PUERTA A LOS PROBLEMAS
La escalada de las entradas de capital extranjero incrementa las
probabilidades de una crisis financiera, y esos flujos acentúan la
desigualdad en una crisis



Nota: El panel de la izquierda muestra el aumento de la probabilidad de crisis durante una escalada de las entradas de capital. El panel de la derecha compara el aumento del indicador de la desigualdad de Gini cuando la liberalización de la cuenta de capital está seguida o no de una crisis. El coeficiente de Gini es cero cuando todos los hogares de la sociedad disponen del mismo ingreso, y 1 cuando un hogar concentra todo el ingreso.

FUENTE: Ghosh, Ostry y Qureshi (2016), panel de la izquierda; Furceri y Loungani (2015), panel de la derecha.

El hecho de que los ciclos de auge y caída sean tan generalizados respalda la afirmación del economista de Harvard Dani Rodrik de que “no se trata de una distracción ni de un ligero defecto de los flujos de capital internacionales, sino que todo gira a su alrededor”. Aunque las causas son muchas, el aumento de la apertura de la cuenta de capital siempre

figura entre los factores de riesgo de estos ciclos. Además de incrementar las probabilidades de un colapso, la apertura financiera tiene efectos distributivos, ya que agrava notablemente la desigualdad (véase en Furceri y Loungani, 2015, un análisis de los canales que entran en juego). Además, los efectos de la apertura en la desigualdad son mucho más profundos cuando se produce un colapso (gráfico anterior, panel derecho).

Las pruebas cada vez más numerosas de la elevada relación costo-beneficio de la apertura de la cuenta de capital, en especial en el caso de los flujos a corto plazo, llevó a Stanley Fischer, ex Primer Subdirector Gerente del FMI y hoy Vicepresidente de la Junta de la Reserva Federal de Estados Unidos de Norteamérica, a exclamar hace poco: “¿Para qué sirven los flujos de capital internacionales a corto plazo?”. Hoy, las autoridades son más conscientes de la probabilidad de que los controles a los flujos de deuda a corto plazo produzcan o agraven una crisis financiera. Aunque no son la única herramienta que existe —cabe mencionar las políticas financieras y cambiarias—, los controles de capital son una —si no la única— opción viable cuando la fuente de un auge de crédito insostenible es la toma de crédito directamente del exterior (Ostry et al., 2012).

El tamaño del Estado

Limitar el tamaño del Estado es otro aspecto de la agenda neoliberal. La privatización de algunas funciones públicas es una manera de lograrlo. Otra es restringir el gasto público poniendo límites a la magnitud de los déficit fiscales y a la capacidad del gobierno para endeudarse. La historia económica de las últimas décadas ofrece numerosos ejemplos de esos límites, como el de 60% del PIB fijado para la entrada de los países a la zona del euro (uno de los llamados criterios de Maastricht).

La teoría económica no deja muy en claro cuál es la meta óptima para la deuda pública. Algunas teorías justifican niveles más altos de deuda (porque la tributación es

distorsiva) y otras apuntan a niveles más bajos o incluso negativos (porque los *shocks* adversos exigen ahorro precautorio). Al brindar asesoramiento sobre la política fiscal, el FMI se ha centrado principalmente en el ritmo al que los gobiernos de las economías avanzadas han recortado los déficits y los niveles de deuda tras la acumulación de deuda producida por la crisis financiera internacional: un ritmo demasiado lento provocaría desazón en los mercados; un ritmo demasiado rápido descarrilaría la recuperación. Pero el FMI también ha recomendado reducir los coeficientes de endeudamiento a mediano plazo en países tanto avanzados como de mercados emergentes, más que nada para protegerse de *shocks* futuros.

Con todo, ¿hay razones válidas para que países como Alemania, el Reino Unido o Estados Unidos de Norteamérica salden la deuda pública? En general, hay dos argumentos para propugnar la reducción de la deuda en países con amplio margen de maniobra fiscal; es decir, donde existen pocas perspectivas reales de una crisis fiscal. El primero es que, si bien los *shocks* adversos profundos como la Gran Depresión de la década de 1930 o la crisis financiera internacional de la última década son poco frecuentes, es útil aprovechar las épocas de bonanza para saldar la deuda. El segundo argumento se inspira en la idea de que el endeudamiento elevado es malo para el crecimiento y que, por lo tanto, es fundamental cancelar la deuda para sentar bases de crecimiento sólidas.

Indudablemente, muchos países (como los de Europa meridional) no tienen más alternativa que la consolidación fiscal porque los mercados no les permitirán endeudarse más. Pero la necesidad de consolidación en algunos países no significa todos los países; al menos en este caso, conviene no dejarse hechizar por las soluciones de aplicación universal. Los mercados por lo general atribuyen muy pocas probabilidades de crisis de deuda a los países con una sólida trayectoria de responsabilidad fiscal (Mendoza y Ostry, 2007). Esa trayectoria les da margen para optar por no aumentar los impuestos o recortar el gasto productivo cuando el nivel de

deuda es alto (Ostry et al., 2010; Ghosh et al., 2013). Y para los países con una trayectoria sólida, el beneficio de la reducción de la deuda como seguro ante una futura crisis fiscal resulta ser notablemente pequeño, aun con niveles de deuda/PIB muy elevados. Por ejemplo, reducir el coeficiente de endeudamiento de 120% del PIB a 100% del PIB en cuestión de pocos años mitiga muy poco el riesgo de crisis (Baldacci et al., 2011).

Pero aun si el beneficio es pequeño como mecanismo de seguro, quizá convenga asumirlo si el costo es suficientemente bajo. Sin embargo, el costo puede terminar siendo muy superior al beneficio porque para bajar el nivel de deuda es necesario aumentar provisionalmente impuestos que distorsionan el comportamiento económico y recortar el gasto productivo o ambos. Los costos de una u otra opción pueden ser muy superiores al grado de mitigación del riesgo de crisis que produce la reducción de la deuda (Ostry, Ghosh y Espinoza, 2015). Esto no significa que un fuerte endeudamiento no sea malo para el crecimiento y el bienestar: al contrario. Pero lo fundamental es que, desde el punto de vista del bienestar, el costo de una deuda más alta (denominado carga de la deuda) es irre recuperable. Entre vivir con más deuda —permitiendo que el coeficiente de endeudamiento disminuya naturalmente a medida que aumenta el crecimiento— y crear deliberadamente superávit presupuestarios para reducirla, a los gobiernos que disponen de amplio margen de maniobra fiscal les conviene la primera alternativa.

Las políticas de austeridad no solo acarrearán sustanciales costos para el bienestar a través de los canales del lado de la oferta, sino que también perjudican la demanda, agravando el empleo y el desempleo. La idea de que las consolidaciones fiscales pueden ser expansivas (es decir, pueden aumentar el producto y el empleo), en parte al afianzar la confianza y la inversión del sector privado, ha sido propugnada entre otros por el economista de Harvard Alberto Alesina en el mundo académico, y por Jean-Claude Trichet, ex Presidente del Banco Central Europeo, en la normativa. Sin embargo, en la

práctica, los episodios de consolidación fiscal están seguidos, en promedio, por contracciones del producto. En promedio, una consolidación de 1% del PIB añade 0.6 puntos porcentuales a la tasa de desempleo a largo plazo e incrementa en 1.5% el indicador Gini de desigualdad del ingreso en un plazo de cinco años (Ball et al., 2013).

En suma, los beneficios de algunas políticas que constituyen una parte importante de la agenda neoliberal parecen ser algo exagerados. En el caso de la apertura financiera, algunos flujos de capital, como la inversión extranjera directa, parecen brindar los beneficios esperados. Pero en otros casos, sobre todo el de los flujos de capital a corto plazo, los beneficios en términos del crecimiento son difíciles de cosechar, en tanto que se ciernen graves riesgos en términos de la agudización de la volatilidad y la crisis.

En el caso de la consolidación fiscal, los costos a corto plazo —disminución del producto y del bienestar y aumento del desempleo— no han recibido suficiente atención, como tampoco se ha apreciado la conveniencia de que los países con amplio margen de maniobra fiscal simplemente vivan con una deuda elevada y permitan que los coeficientes de endeudamiento se reduzcan orgánicamente a través del crecimiento.

Un círculo vicioso

Además, dado que tanto la apertura como la austeridad tienen que ver con una mayor desigualdad del ingreso, este efecto distributivo crea un círculo vicioso. El aumento de la desigualdad engendrado por la apertura financiera y la austeridad puede por sí mismo socavar el crecimiento que la agenda neoliberal pretende estimular. Existen indicios contundentes de que la desigualdad puede reducir significativamente el nivel y la perdurabilidad del crecimiento (Ostry, Berg y Tsangarides, 2014).

La evidencia del daño económico causado por la desigualdad sugiere que las autoridades deberían estar más abiertas a la redistribución. Naturalmente, más allá de ésta, se podrían concebir políticas para mitigar parte del impacto por adelantado; por

ejemplo, aumentando el gasto en educación y formación, que realza la igualdad de oportunidades. Y de ser necesario se podrían elaborar estrategias de consolidación fiscal para minimizar el impacto adverso en los grupos de bajo ingreso. Pero en algunos casos, las consecuencias distributivas perniciosas tendrán que remediarse a posteriori, redistribuyendo el ingreso mediante impuestos y gasto público. Afortunadamente, el temor de que estas políticas merman necesariamente el crecimiento es infundado (Ostry, 2014).

El punto de equilibrio

Estas conclusiones llevan a pensar en la necesidad de una visión más matizada de los logros probables de la agenda neoliberal. El FMI, encargado de supervisar el sistema monetario internacional, está a la cabeza de esa tarea.

Por ejemplo, Olivier Blanchard, ex Economista Jefe del FMI, dijo en 2010 que “lo que se necesita en muchas economías avanzadas es una consolidación fiscal a mediano plazo creíble, no un nudo corredizo fiscal hoy”. Tres años después, la Directora Gerente del FMI, dijo que en la opinión de la institución el Congreso de Estados Unidos de Norteamérica había actuado bien al subir el tope de deuda nacional “porque lo que hay que evitar es contraer la economía recortando brutalmente el gasto ahora que la recuperación está repuntando”. Y en 2015, el FMI recomendó que los países de la zona del euro “con margen de maniobra fiscal deberían aprovecharlo para respaldar la inversión”.

En cuanto a la liberalización de la cuenta de capital, la opinión del FMI también ha cambiado: ya no considera los controles de capital casi invariablemente contraproducentes, sino que los acepta más a la hora de lidiar con la volatilidad de los flujos de capital. Asimismo, reconoce que la liberalización total de los flujos de capital no siempre es una finalidad adecuada, y que es más beneficioso y menos riesgoso

liberalizar más si los países han alcanzado ciertos niveles de desarrollo financiero e institucional.

La experiencia de Chile como pionero del neoliberalismo recibió grandes elogios del Premio Nobel Friedman, pero muchos economistas comparten ahora la opinión más matizada de Joseph Stiglitz, profesor de la Universidad de Columbia y también Premio Nobel, en el sentido de que Chile “es un ejemplo de la combinación exitosa de los mercados con la debida regulación” (2002). Stiglitz señaló que, al comienzo de la transición hacia el neoliberalismo, Chile impuso “controles a las entradas de capital para no quedar inundados”, como ocurrió, por ejemplo, una década y media después en Tailandia, la primera víctima de la crisis asiática. La experiencia de Chile (que ya no utiliza controles de capital) y la de otros países, sugiere que ninguna agenda ofrece resultados buenos para todos los países en todo momento. Las autoridades —y las instituciones que las asesoran, como el FMI— no deben guiarse por la fe, sino por lo que ha dado resultado.

Fuente de información:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2016/06/pdf/ostry.pdf>

Rebelde con causa (FMI)

En junio de 2016, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó en su revista Finanzas y Desarrollo el artículo “Rebelde con causa” que se presenta a continuación.

El triunfo de los mercados sobre el Estado parecía estar casi completo a comienzos de los años noventa. El colapso de la Unión Soviética y la caída del Muro de Berlín habían desacreditado el papel del Estado en dirigir la vida económica y política de los ciudadanos. El politólogo Francis Fukuyama proclamó en 1992 que, debido a la expansión de la democracia y el capitalismo en todo el mundo, la historia se volvería en adelante un tema algo “aburrido”. Entre los economistas, los mercados —ya objeto

de una consideración bastante alta— adquirieron mayor estima. Prominentes economistas de inclinación izquierdista como Larry Summers admitieron sentir una “reticente admiración” por defensores de la propagación mundial del libre mercado como Milton Friedman.

Pero el economista de Harvard Dani Rodrik se rehusó a unirse a la movida y advirtió que la globalización —el proceso de integración económica de las naciones a través del comercio y las finanzas— podría haber llegado demasiado lejos. En una monografía de 1997, afirmó que existía “un enorme abismo” entre la visión banalmente optimista de la globalización que sostenían los economistas y el “instinto visceral de muchos legos” de resistirse a ella. En Estados Unidos de Norteamérica, observó, “un prominente republicano”, Pat Buchanan, acababa de hacer “una vigorosa campaña presidencial basada en el nacionalismo económico, prometiendo erigir barreras comerciales y restricciones más estrictas a la inmigración” (temas impulsados dos décadas más tarde por el republicano Donald Trump en su campaña por la candidatura presidencial de 2016).

Las advertencias de Rodrik respecto a que los beneficios del libre comercio eran más aparentes para los economistas que para los demás resultaron premonitorias. Su escepticismo acerca de los beneficios de la libre circulación de capital entre las naciones forma hoy parte de la sabiduría convencional. Su exitoso ataque a las políticas del Consenso de Washington para generar crecimiento económico ha hecho que los gobiernos y organismos internacionales como el FMI y el Banco Mundial admitieran que existen muchas recetas de políticas capaces de generar crecimiento. Que la frase “no existe una fórmula única” sea hoy un cliché se debe en gran medida a la influencia de la labor de Rodrik.

“No comprendíamos cuánta razón tenía”, dice David Wessel, un ex columnista económico del *Wall Street Journal* que actualmente se desempeña en la *Brookings Institution*.

Dentro de la torre de marfil

La mayor parte de la vida profesional de Rodrik ha transcurrido dentro de las más prestigiosas universidades de Estados Unidos de Norteamérica. Obtuvo una licenciatura en Harvard y títulos de maestría y doctorado en Princeton, seguidos de una carrera docente en Harvard y Columbia.

Pudo llegar desde Turquía, su país natal, a Harvard debido al éxito de su padre en los negocios. Como muchos otros países en la década de 1970, Turquía siguió una política de sustitución de importaciones, imponiendo aranceles para no dejar entrar productos importados y sustituirlos por productos nacionales. Gracias a esas barreras, la empresa fabricante de bolígrafos de su padre fue lo suficientemente exitosa como para que Rodrik pudiera pensar en estudiar en Estados Unidos de Norteamérica. “Soy producto de la sustitución de importaciones”, ha dicho Rodrik.

En su solicitud de admisión a Harvard escribió que deseaba especializarse en ingeniería eléctrica, sin saber que la universidad no ofrecía entonces ese programa. No obstante, según ha escrito luego, logró entrar porque un miembro del comité de admisión “vislumbró alguna luz de esperanza” en su solicitud y pudo vencer “las denodadas objeciones de otros integrantes del comité”.

Poco después de llegar a Harvard en 1975, decidió estudiar ciencias políticas, con una especialización secundaria en economía “por insistencia” de su padre, quien, según dice, “aún tenía esperanzas de que yo fuera a la escuela de negocios e hiciera algo útil en la vida”. En su último año de estudios en Harvard, todavía “confundido acerca de sus objetivos de carrera”, se presentó a seis diferentes programas de postgrado, algunos

en economía y negocios, otros en ciencias políticas y en relaciones internacionales. Eligió una maestría en políticas públicas en la Escuela Woodrow Wilson de Princeton y “la pasó muy bien”, pero se dio cuenta de que había “simplemente postergado la decisión” de hacer una carrera en economía o en ciencia política.

Recuerda bien “lo que resolvió la cuestión”. Un día recogió de la biblioteca copias de las publicaciones emblemáticas de esas dos disciplinas, “American Political Science Review” y “American Economic Review”. La primera estaba “escrita en inglés, la otra en griego”, es decir, con abundantes referencias a las ecuaciones matemáticas preferidas por los economistas. Dice haber comprendido que “si hacía un doctorado en economía, podría leer ambas revistas, pero si lo hacía en ciencias políticas, le estaría diciendo adiós a la economía. Esa fue mi epifanía”.

Fue admitido al departamento de economía de Princeton en 1982, un año después de presentada su solicitud inicial, “más por compasión que por convicción”, escribió. Un miembro del cuerpo docente de Princeton, Peter Kenen, “fue, por sí solo, responsable de mi admisión”. Algunos miembros del comité de admisión tenían reparos acerca de las destrezas matemáticas de Rodrik, pero Kenen, con quien aquél había tomado un curso durante la maestría, los convenció de darle una oportunidad.

En Princeton, escribió su tesis doctoral bajo la dirección del destacado economista Avinash Dixit (véase “El juego y su genio” en la edición de diciembre de 2010 de F&D). Jamás he conocido a alguien que piense con mayor claridad que él”, ha dicho Rodrik. “Nunca he escrito un documento sin pensar: ‘¿Qué opinará Dixit sobre esto?’”.

El primer trabajo de Rodrik fue en la Escuela de Gobierno John F. Kennedy de la Universidad de Harvard, en 1985. Excepto breves temporadas en Columbia entre 1992 y 1996 y, últimamente, en el Instituto de Estudios Avanzados en Princeton, Nueva Jersey, ha estado en Harvard durante los últimos tres decenios. Es desde las alturas de

esta torre de marfil que Rodrik lanzó los ataques que cambiaron las ideas de su profesión y contribuyeron a su renombre.

Desafiando al comercio

Que el libre comercio genera beneficios es una creencia fundamental de los economistas. Según la teoría del comercio, si los países se especializan en hacer algunos productos y luego intercambian algunos de ellos mediante importaciones y exportaciones, terminan siendo más ricos que si cada país actuara por sí solo. Pero hay una trampa. Cuando Estados Unidos de Norteamérica decide especializarse en producir películas de Hollywood en lugar de tejidos, sus trabajadores textiles saldrán perdiendo. No hay que preocuparse, responden los teóricos del comercio, nuestro análisis muestra que los beneficios para los productores de Hollywood serán suficientes como para compensar las pérdidas de los trabajadores textiles.

En la práctica, sin embargo, los perdedores rara vez participan en los beneficios de los ganadores (redistribución, en la jerga económica). Rodrik dice que “hasta el día de hoy, en la profesión hay una tendencia a exagerar” los beneficios del comercio mientras se hacen meras declaraciones acerca de la necesidad de la redistribución. Pero la teoría del comercio muestra que “cuanto mayores son los beneficios netos, tanto mayor es la redistribución”.

En esa monografía de 1997, *Has Globalization Gone Too Far?* —donde se pregunta si la globalización ha ido demasiado lejos— Rodrik señaló la omisión de promover seriamente la distribución como causa de la brecha existente entre los economistas y los legos en su actitud hacia el comercio.

Y esbozó varias otras tensiones creadas por el comercio. Rodrik escribió que el comercio “está exponiendo una profunda línea de fractura entre grupos que tienen las habilidades y la capacidad de prosperar en los mercados mundiales” y los que carecen

de ellas. Sin reentrenamiento o educación, sería comprensible que estos últimos se opusieran al libre comercio. Rodrik también hizo hincapié en que el comercio “transforma fundamentalmente la relación de empleo”. Si los trabajadores pueden ser reemplazados más fácilmente entre sí a través de las fronteras, “sufren una mayor inestabilidad de sus ingresos (y) se erosiona su poder de negociación”. El comercio también podría “socavar las normas implícitas” en la producción nacional, por ejemplo, si el trabajo infantil de un productor extranjero desplazara a los trabajadores de Estados Unidos de Norteamérica.

La monografía fue publicada por el Instituto de Economía Internacional —ahora el Instituto Peterson— y se ha convertido en uno de los libros más vendidos de ese centro de estudios. El director fundador del instituto, C. Fred Bergsten (véase “Un mundialista estadounidense”, en la edición de marzo de 2012 de F&D), dice que sugirió el título de la monografía “en lugar del más largo y técnico elegido por Dani”. Pero Bergsten hizo algo más: también convenció a su junta consultiva de que la monografía merecía publicarse.

Rodrik dice que Bergsten merece crédito por apoyar su causa cuando muchos otros eran renuentes. Pero también da crédito a una institución de la que probablemente no lo hubiera esperado: el FMI. “A través de los años me ha sorprendido bastante la asistencia que he recibido del FMI”, donde escribió parte de la monografía siendo un investigador visitante en 1995–1996. El FMI “no es precisamente el lugar donde uno pensaría que las ideas del libro necesariamente se habrían originado”.

Controles de capitales

En octubre de 1997, en sus Reuniones Anuales celebradas en la RAE de Hong Kong, el FMI expuso sus argumentos por los cuales los países deberían no solo bajar las restricciones al comercio sino también avanzar en flexibilizar las restricciones sobre el movimiento de capitales a través de las fronteras nacionales. Los economistas se

refieren a lo primero como liberalización de la cuenta corriente (o convertibilidad) y a lo segundo como liberalización de la cuenta de capital o globalización financiera. El FMI pidió a sus países miembros que modificaran el Convenio Constitutivo de la institución para otorgarle la facultad de monitorear el avance hacia la convertibilidad de la cuenta de capital.

En ese momento, varias economías de Asia estaban sumidas en una crisis financiera que muchos atribuían a la decisión de haberse abierto a los flujos de capital extranjero. Aunque en este contexto el pedido del FMI resultaba inoportuno, el entonces Primer Subdirector Gerente Stanley Fischer avanzó resueltamente, diciendo que la liberalización de la cuenta de capital era “un paso inevitable en el camino del desarrollo, que no puede evitarse y que debería ser apoyado” y que asegura que “los residentes y los gobiernos puedan tomar y otorgar préstamos en condiciones favorables, y los mercados financieros nacionales se vuelvan más eficientes como resultado de la introducción de tecnologías avanzadas, determinando una mejor asignación tanto del ahorro como de la inversión”.

Junto con Jagdish Bhagwati, un paladín del libre comercio, y el ganador del Premio Nobel Joseph Stiglitz, Rodrik se pronunció contra esta globalización financiera. Rodrik sostuvo que los beneficios mencionados por Fischer palidecían en comparación con los riesgos de una mayor volatilidad generada por la entrada y salida de capital extranjero. “Los ciclos de auge y caída no son un mero espectáculo secundario o un leve defecto de los flujos de capital internacionales; son la historia principal”, expresó.

Rodrik era también escéptico acerca de los beneficios del desplazamiento del capital de largo plazo hacia los países que más lo necesitaban. Abogó en contra de la insistencia del FMI respecto a que las cuentas de capital podrían liberalizarse “de forma ordenada y con el respaldo de una mayor regulación prudencial de las prácticas financieras”, que, según dijo, ocurrían más en los manuales que en el mundo real. “Consagrar la

convertibilidad de la cuenta de capital en el Convenio Constitutivo del FMI es una idea para la cual aún no ha llegado la hora”, concluyó. “No tenemos evidencia de que resolverá alguno de nuestros problemas, pero sí motivos para pensar que los podría agravar”.

Por cierto, dos décadas más tarde, el momento para la liberalización de la cuenta de capital aún no ha llegado. Según los datos, sus beneficios son difíciles de determinar, mientras que sus costos han sido innegables. En 2006, un importante estudio del cual fue coautor el entonces Economista Jefe del FMI, Kenneth Rogoff, encontró escasa evidencia de un mejor desempeño económico después de que un país se abre a los flujos de capital. En otro estudio se observó que el capital extranjero aumenta la volatilidad en las economías en desarrollo. Quien sucedió a Rogoff en ese cargo, Raghuram Rajan, mostró que los países que crecen rápidamente dependen menos, no más, del capital extranjero. En 2009, el mismo Rodrik escribió en *IMF Staff Papers*, que “más, no es necesariamente mejor” en materia de flujos de capital extranjero; “dependiendo del contexto y del país, la función apropiada de las políticas será tanto frenar la marea de entradas de capital, como alentarlas” (recuadro siguiente).

Regulación financiera mundial: Menos es más

La reciente crisis financiera mundial destacó con crudeza los efectos de los flujos internacionales de capital y desencadenó reclamos en pro de un mejor sistema de regulación financiera mundial. Como era de prever, Dani Rodrik representa una solitaria voz opositora, al escribir que la “regulación financiera mundial no es factible, ni prudente, ni deseable” (*The Economist*, 12 de marzo de 2009). Sostiene que las modalidades adecuadas de regulación financiera difieren según los países y dependen en parte de la forma en que estos valoren la estabilidad financiera frente a la innovación financiera. La responsabilidad de regular el apalancamiento, fijar

normas de capital y supervisar los mercados financieros debería “ser directamente un asunto de incumbencia nacional”. Las empresas financieras internacionales deberían tener que cumplir con esos requisitos nacionales, de la misma manera que los fabricantes internacionales cumplen con las normas de seguridad de los productos que rigen en cada país. “La economía mundial será mucho más estable y próspera con el agregado de un delgado barniz de cooperación internacional a un conjunto de regulaciones nacionales sólidas que con intentos de construir un ambicioso marco de regulación y supervisión a nivel mundial”.

Matando al Consenso

En 1989, John Williamson, del Instituto de Economía Internacional, reunió una lista de 10 medidas de política que a su entender resumían el consenso entre los principales organismos internacionales acerca de lo que los países deberían hacer para impulsar el crecimiento. La expresión “Consenso de Washington” —a veces también “agenda neoliberal”— ha pasado a representar una orientación general hacia soluciones basadas en el mercado para generar crecimiento.

Rodrik piensa que “cuando comencé a criticar el Consenso de Washington, estaba haciendo lo obvio”. En una serie de documentos y libros escritos durante las décadas de 1990 y 2000, expuso tres argumentos contra el Consenso. Primero, a menudo el crecimiento ocurrió como resultado de “soluciones eclécticas” que combinaban el papel del mercado y del gobierno. Segundo, a menudo el crecimiento fue impulsado por uno o unos pocos cambios y no exigió una “lista exhaustiva” de reformas. Tercero, hay muchas vías para llegar al crecimiento, no un único conjunto de instituciones y reformas.

Rodrik citó numerosos ejemplos de industrias exitosas en muchos países que se basaron en una combinación del funcionamiento del mercado y de apoyo estatal. “Costa Rica no es un lugar natural para fabricar semiconductores”, señaló, pero el gobierno “logró que Intel entrara e hiciera precisamente eso”. Sostuvo que los antecedentes históricos no sustentan las afirmaciones de que el gobierno no puede escoger a los ganadores: “cuando los economistas dicen (esto), en realidad, en su mayor parte, están haciendo ciencia política amateur”.

Basándose en estudios de casos detallados hechos por otros expertos, Rodrik también dio ejemplos de “qué poco se requiere para que los países experimenten un crecimiento rápido y repentino”. En Mauricio, fue la creación de una zona de procesamiento de exportaciones; en China, la introducción del sistema de responsabilidad de los hogares y un régimen dual de precios; en India, un cambio en la actitud del gobierno, desde una hostilidad extrema al apoyo al espíritu empresarial. Por lo tanto, las transiciones hacia un mayor crecimiento no exigieron un largo listado de medidas. Los países podían impulsar el crecimiento identificando “los obstáculos limitantes” al crecimiento y superándolos mediante “intervenciones bien diseñadas pero relativamente menores” (recuadro siguiente).

Llegar a un diagnóstico correcto

Con los economistas Ricardo Hausmann y Andrés Velasco, Dani Rodrik propuso una metodología —diagnóstico de crecimiento— para ayudar a los países a decidir qué reformas deben adoptar para crecer. Como escribieron los tres en un artículo de *F&D* en marzo de 2006, los países deberían investigar un pequeño número de obstáculos limitantes para el crecimiento y concentrarse en superarlos, en lugar de encarar una “lista completa de reformas necesarias”. Aplicando su método a El Salvador, llegaron a la conclusión de que el obstáculo más limitante para el

crecimiento no era un déficit de ahorros sino una “escasez de ideas”: los sectores tradicionales del país (algodón, café y azúcar) habían declinado, pero no habían surgido nuevas ideas para invertir en otros posibles sectores. Según aconsejaron, alentar un mayor espíritu de empresa y nuevas oportunidades de negocios debería ocupar “el centro de las estrategias de desarrollo (de El Salvador)”. La metodología del diagnóstico de crecimiento ha sido utilizada por el Banco Mundial y el FMI como un complemento para diseñar estrategias de crecimiento. Por ejemplo, al ser aplicada por el personal técnico del FMI al caso Túnez en 2016, la metodología indicó que el principal obstáculo era la falta de “acceso al financiamiento”, no las restricciones de infraestructura o una escasez de capital humano.

Los estudios de casos también mostraron que había “muy poco en común entre los cambios de política” que impulsaron el crecimiento, según Rodrik, lo cual indicaba que había muchas formas de crecer. Además, observando los países que ya eran ricos —muchos de Europa, Japón y Estados Unidos de Norteamérica— se veía que “es posible terminar siendo muy rico” a pesar de las diferencias en materia de instituciones y políticas. Los países que se habían enriquecido más recientemente —los de Asia oriental en gran parte— habían “marchado a su propio ritmo y no son un ejemplo modélico del neoliberalismo. A los países de Asia oriental les habría ido mucho peor si se hubieran topado con algo como el Consenso de Washington. China habría estado en una situación mucho peor si no hubiera tenido ninguna otra alternativa que comenzar el proceso de crecimiento mediante un préstamo de ajuste estructural del Banco Mundial”.

Hoy, “el Consenso de Washington está esencialmente muerto”, dice Rodrik, “reemplazado por un enfoque mucho más humilde”, al reconocer que “necesitamos mucho menos consenso y mucha más experimentación”.

La revolución ha terminado

Andrei Shleifer, un colega de Harvard de Rodrik, solía saludarlo en los corredores preguntándole, “¿cómo marcha la revolución?”. La respuesta puede haber planteado alguna duda cuando Rodrik comenzó su carrera en Harvard en 1985, pero, tres décadas después, es evidente que la revolución ganó.

Sus advertencias acerca de las desventajas del comercio y su capacidad de crear posibles divisiones de clases son hoy objeto de amplia aceptación. El profesor de Harvard y ex secretario del Tesoro de Estados Unidos de Norteamérica Larry Summers escribió en abril de 2016 en el *Financial Times* que “la esencia de la rebelión contra la integración mundial no es la ignorancia. Es la sensación, no del todo injustificada, de que es un proyecto llevado a cabo por élites para élites, con escasa consideración de los intereses de las personas comunes”.

El enfoque cauteloso de Rodrik acerca de la globalización financiera es ahora ampliamente compartido, incluso en el FMI. Jonathan Ostry, un Director Adjunto del FMI que condujo la reciente investigación del organismo sobre los flujos de capital, afirma: “Que Dani pueda ahora mantener útiles conversaciones con el FMI acerca del diseño de los controles de capital es un tributo tanto a su persistencia como a la flexibilidad de la institución”.

Los ataques al Consenso de Washington han dado lugar a una mayor humildad en el asesoramiento sobre estrategias de crecimiento que ofrecen los organismos internacionales. Rodrik observó que el documento de 2013 del FMI sobre este tema es un “llamado a favor de un análisis y recetas contextuales que, en mi opinión, suena bastante bien”.

El mismo Rodrik parece haber adquirido un amor más profundo por la profesión que frecuentemente ha atacado. Después de dos años en el Instituto de Estudios Avanzados,

donde sus colegas provenían de diversas ciencias sociales, decidió volver al redil. Su nuevo libro, *Economics Rules* —candidato a recibir el “premio al mejor libro” que otorga el *Financial Times*— les dice a los no economistas que “en la ciencia económica hay mucho que criticar, pero también mucho que apreciar”.

Fuente de información:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2016/06/pdf/people.pdf>

Venezuela cada vez más cerca del abismo (RIE)

El 24 de mayo de 2016, el Real Instituto Elcano (RIE) publicó un artículo de Carlos Malamud titulado “Venezuela cada vez más cerca del abismo”. A continuación se presenta el contenido.

La situación en Venezuela se deteriora de forma creciente. Un desabastecimiento cada vez mayor unido a dificultades económicas en alza generan una espiral de descontento social. A esto se añade la intransigencia del gobierno y su rechazo a cualquier tipo de diálogo, todo lo cual ha forzado a la oposición a radicalizar su discurso y a propiciar movilizaciones callejeras. Para colmo, en los dos últimos meses, Nicolás Maduro ha perdido dos de sus más importantes aliados regionales, Argentina y Brasil, lo que aumenta su sensación de aislamiento internacional y, por tanto, su peligrosidad.

Al mismo tiempo se ha potenciado el nerviosismo en los Ministerios de Exteriores latinoamericanos. Nadie sabe cómo podrá afectar a la región un desenlace violento de la crisis venezolana, pero resulta indudable que sus efectos serán importantes. De momento, mientras muchos miran para otro lado por aquello de la no injerencia en los asuntos internos de terceros países, hay otros, pocos de momento, que se preguntan qué hacer o cómo mediar, pese a que nadie tenga la respuesta correcta acerca de la naturaleza de una posible mediación.

“Sólo un relevo en la cúpula del gobierno y la llegada de alguien más dialogante, permitiría avanzar mínimamente en la búsqueda de una solución de compromiso”

La iniciativa negociadora de Unión de América del Sur (Unasur) no ha producido los efectos esperados. El viaje de los ex-Presidentes Leonel Fernández (República Dominicana), Martín Torrijos (Panamá) y José Luis Rodríguez Zapatero (España) se movió entre las buenas palabras del gobierno (aunque no más que eso) y los recelos de la oposición dada la manifiesta falta de neutralidad de Ernesto Samper, secretario general de la organización regional.

Ante la postura actual de Maduro, decidido a que no prospere el referéndum revocatorio y contrario a cualquier medida, por simple que parezca, impulsada por la Asamblea Nacional, sólo un relevo en la cúpula del gobierno y la llegada de alguien más dialogante, permitiría avanzar mínimamente en la búsqueda de una solución de compromiso. Este razonamiento también es válido en relación a las duras manifestaciones efectuadas por Luis Almagro, secretario general de la OEA (Organización de Estados Americanos), que calificó a Maduro de “dictadorzuelo”.

Se ha argumentado que con sus palabras Almagro condenó al fracaso cualquier posible mediación de la organización que dirige. En realidad, como se ha visto desde antes de las elecciones parlamentarias de diciembre pasado, tal posibilidad había sido totalmente descartada por el radicalismo del gobierno bolivariano, contrario a cualquier observación imparcial de los comicios y a cualquier presencia de la OEA en Venezuela. Con toda probabilidad Almagro utilizó un tono de extrema virulencia sabedor de que todos los puentes ya habían sido previamente dinamitados por el chavismo.

“La posibilidad de perderlo todo, y con ello inclusive la libertad, podría decantar a algunos jefes y oficiales a tomar una solución drástica”

De forma paralela al aumento de la tensión se habla de una posible intervención militar. Antes que ello, se constata la existencia de divisiones en el seno de la FANB (Fuerza Armada Nacional Bolivariana). Algunos argumentan que la línea de fractura discurre entre los partidarios de reprimir cualquier exceso de violencia popular y los seguidores del régimen. Sin embargo, es posible entrever la existencia de una tercer línea de acción, contraria a la permanencia de Maduro al frente del gobierno y del PSUV (Partido Socialista Unido de Venezuela).

Es cierto que muchos militares han medrado a la sombra del poder en los largos años del chavismo. Que la corrupción infiltró poderosamente al estamento militar, a tal punto que muchos generales y otros altos mandos han sido vinculados al narcotráfico. Sin embargo, la posibilidad de perderlo todo, y con ello inclusive la libertad, podría decantar a algunos jefes y oficiales a tomar una solución drástica respecto al futuro de Maduro. Un tema importante sería qué hacer con él, dónde podría refugiarse.

Respecto a la participación en la represión, la línea roja estaría trazada por el tipo de intervención que se propicie desde el poder. La amenaza de víctimas mortales entre la población civil es algo que muchos uniformados no estarían dispuestos a asumir. Es evidente que la ejecución de maniobras militares no augura nada bueno y que sólo propicia tensar todavía más la cuerda.

Una solución destinada a interrumpir por la fuerza la continuidad del actual gobierno tendría más visos de prosperar en el caso de que fuera acompañada por algunos dirigentes connotados del movimiento bolivariano, comenzando por aquellos que pudieron estar en su momento más cerca de Hugo Chávez. Con todo una medida de este tipo tampoco sentaría las bases de un acuerdo inmediato y definitivo entre las partes enfrentadas.

Eso sí, podría permitir, en tanto exista voluntad de todos, el inicio de un diálogo que debería servir para sacar a Venezuela del estado de postración en la que actualmente se encuentra.

Fuente de información:

http://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/web/rielcano_es/contenido?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/elcano/elcano_es/zonas_es/malamud-venezuela-cada-vez-mas-cerca-abismo