IV. POSTCRISIS FINANCIERA MUNDIAL

Cinco enseñanzas obtenidas del examen de los programas aplicados durante la crisis reciente (FMI)

El 14 de julio de 2016, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó el documento "Cinco enseñanzas obtenidas del examen de los programas aplicados durante la crisis reciente". A continuación se presenta la información.

El FMI incrementó sus préstamos a niveles sin precedentes en respuesta a la crisis financiera mundial. A medida que surgían dificultades, ampliamos el apoyo financiero a países de todo el mundo: en la zona del euro, África, Oriente Medio y las economías emergentes de Europa.

El FMI intentó extraer enseñanzas en tiempo real a medida que la crisis evolucionaba a fin de adaptar nuestra actividad. Examinamos los distintos programas y, de forma periódica, hicimos una pausa y evaluamos nuestra experiencia en los diferentes países.

La última de estas evaluaciones fue nuestro examen de los programas aplicados para hacer frente a la crisis, realizado en diciembre de 2015. El examen analizó la experiencia del FMI con 32 programas aprobados durante aproximadamente los primeros cinco años posteriores a la crisis de 2008.

La crisis fue difícil y causó grandes estragos en los países, que debieron afrontar las consecuencias en circunstancias rápidamente cambiantes y, muchas veces, sin precedentes. La economía mundial se encontraba en un estado de suma fragilidad y reinaba la inestabilidad en los mercados financieros. En esta coyuntura, los responsables de la política económica de la zona del euro debieron enfrentar una amenaza seria de repercusiones sistémicas, dadas las interrelaciones existentes entre los

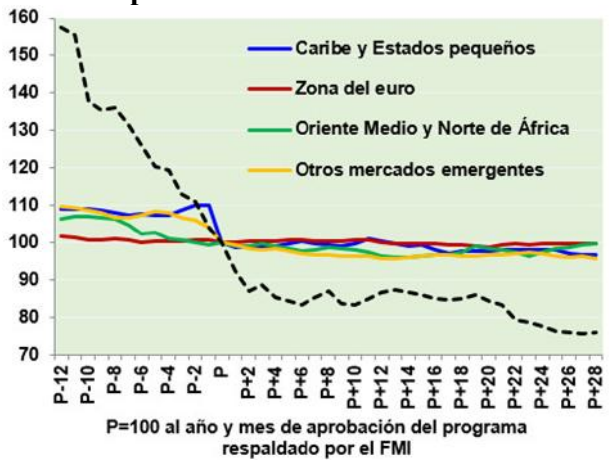
países y la ausencia de un cortafuegos y un marco de gestión adecuado para lidiar con las crisis.

Este examen arrojó dos conclusiones generales. En primer lugar, los programas respaldados por el FMI contribuyeron a ayudar al mundo a evitar el escenario hipotético que muchos temieron inicialmente: el colapso del sistema económico mundial, la repetición de la Gran Depresión y el contagio de país a país; y, en segundo lugar, el FMI adaptó el diseño de sus programas a medida que la crisis evolucionaba.

Estas son las cinco enseñanzas que obtuvimos:

Enseñanza 1: Si no es posible recurrir al tipo de cambio como instrumento para contribuir al ajuste de la economía a los *shocks*, tal vez deberíamos empezar a pensar en diseñar programas de mayor duración y con mayor financiación. Una diferencia notable entre los casos de los programas diseñados para enfrentar la crisis y otros programas aplicados en episodios pasados fue el ajuste sumamente limitado del tipo de cambio nominal que se efectuó en esta ocasión. En la gráfica que figura a continuación, la línea punteada en negro muestra la trayectoria del tipo de cambio nominal en episodios de programas anteriores y las líneas de colores muestran la trayectoria del tipo de cambio en diferentes regiones durante la crisis reciente.

POCA VARIACIÓN
El ajuste del tipo de cambio cumplió una función más limitada en los programas recientes respaldados por el FMI en comparación con los aplicados en episodios anteriores
-Tipo de cambio efectivo nominal-



FUENTE: Cálculos del personal técnico del FMI.

En algunos casos, la ausencia de variación en el tipo de cambio obedece a la calidad de miembro de una unión monetaria (la zona del euro); en otros, denota alguna forma de regulación cambiaria. En otros, por último, es reflejo del temor a un posible efecto de una depreciación significativa en los hogares y las empresas fuertemente endeudados en otra moneda. Pero sin importar la razón, la principal cuestión es que el tipo de cambio nominal no varió demasiado.

Por el contrario, la estrategia de ajuste en muchos países se basó en la denominada “devaluación interna”, que procura recuperar la competitividad externa mediante un descenso de los precios internos en lugar del tipo de cambio nominal. La devaluación interna resultó ser difícil de lograr. Una parte de la sobrevaluación del tipo de cambio efectivo real se corrigió, pero, en promedio, el ajuste del tipo de cambio efectivo real fue de solamente el 12% en los diferentes casos de los programas, frente al nivel del orden del 48% registrado en el pasado.

Volvió a ponerse de manifiesto una antigua verdad: efectuar ajustes en la economía de forma fluida y rápida es mucho más difícil cuando no se puede acudir a la ayuda del tipo de cambio nominal, como en el caso de los miembros de una unión monetaria. Se requiere un importante ajuste macroeconómico (especialmente fiscal) y reformas estructurales duraderas y profundas, y aun así lograrlo puede tomar más que el período típico de tres o cuatro años que lleva un programa respaldado por el FMI.

Enseñanza 2: El ritmo, y la composición, del ajuste fiscal son importantes. El ajuste fiscal es necesario para reducir la deuda pública y restablecer la sostenibilidad. Posiblemente deba ser rápido si la financiación es limitada o los desequilibrios iniciales muy pronunciados. En estas circunstancias, es especialmente importante obtener apoyo para establecer medidas complementarias, y aplicarlas, a fin de sustentar el crecimiento. De lo contrario, si se lleva a cabo una consolidación demasiado importante con demasiada rapidez es posible que, al disminuir el PIB, aumente la relación entre la deuda y el PIB en más de lo esperado en el corto plazo. El diseño de los programas en el contexto de un *shock* regional que tenga como resultado varios programas simultáneos en economías vecinas también debe tomar en cuenta los posibles efectos de contagio del ajuste fiscal.

Otros factores también contribuyeron a aumentar la deuda pública o disminuir el producto, como los costos de recapitalización de los bancos, la incertidumbre o las crisis políticas, los *shocks* de confianza, la aplicación inconclusa de las reformas y la escasa demanda mundial. A pesar del ajuste fiscal, la relación entre la deuda y el PIB aumentó más de lo previsto en Armenia, Bosnia y Herzegovina (2009), Grecia (2010), Islandia, Irlanda, Letonia, Maldivas, Portugal y Rumania. A medida que se hizo evidente el efecto contractivo mayor de lo esperado de la consolidación fiscal y otros factores sobre el producto, aconsejamos a los países que disminuyeran el ritmo de la consolidación (por ejemplo, en Armenia, Grecia, Hungría, Letonia, Portugal y Ucrania).

Nuestros equipos de país también prestaron cada vez mayor atención a la reestructuración de la deuda en los casos en que la deuda era tan cuantiosa que exigía aplicar un ajuste fiscal absurdamente importante para reducirla en un plazo razonable. Uno de los temores con respecto a la reestructuración de la deuda, en particular si no existen cortafuegos, es el riesgo de contagio. Si no existe este temor, es preferible aplicar una reestructuración anticipada y a fondo cuando sea necesario. Los países que así lo hicieron en general alcanzaron mejores resultados en materia de deuda y crecimiento.

La política fiscal prestó especial atención a las redes de protección social y la pobreza. Varios países explícitamente apuntaron a reducir la pobreza. Muchos incluyeron alguna especie de protección social en la condicionalidad de sus programas. Además, en general, los programas fueron eficaces en la protección del gasto en prestaciones sociales.

Enseñanza 3: Las reformas estructurales son importantes para la competitividad y el crecimiento. Esto es especialmente cierto cuando no es posible llevar a cabo un ajuste del tipo de cambio nominal y la estrategia utilizada es la de devaluación interna. Por ende, las reformas estructurales tuvieron, acertadamente, un lugar más prominente en los programas durante el período de crisis que el que ocuparon en los años inmediatamente anteriores. En general se aplicaron correctamente, aunque de forma más irregular en programas con reformas más numerosas o que continuaron durante períodos prolongados, lo cual puede ser un indicio de “fatiga de las reformas”. Y las reformas no siempre rindieron frutos tan rápidamente como se esperaba, ya que el aumento del crecimiento potencial parece haber sido más moderado de lo previsto en el corto plazo.

Esto no significa que no se deban emprender reformas estructurales; por el contrario, debemos respaldarlas aún más porque es posible que sus beneficios no se pongan de

manifiesto inmediatamente. Pero aprendimos a ser más realistas sobre la dimensión del impulso esperado como resultado de las reformas estructurales en el corto plazo, y sobre la capacidad de las autoridades para aplicarlas.

Enseñanza 4: A fin de reducir el riesgo, los países necesitan actuar anticipadamente para mejorar sus marcos de resolución de la deuda y su capacidad de supervisión y regulación bancaria. Los balances del sector privado (hogares, empresas y endeudamiento financiero) fueron factores importantes de la crisis, e intentamos asegurar que los programas los tomaran suficientemente en cuenta. Los países trataron de prevenir los "círculos viciosos" vinculados con el exceso de deuda, pero lo lograron solo parcialmente. Los efectos negativos de los balances deficitarios en las finanzas públicas y el crecimiento fueron mayores de lo previsto, en parte debido a una aplicación irregular, en parte porque se seguía demorando la resolución o la reestructuración de la deuda y en parte debido a que la crisis siguió evolucionando. De todas formas, también en este caso obtuvimos enseñanzas que incorporamos a los programas aplicados en los países.

Enseñanza 5: Sería beneficioso contar con pautas más claras para la colaboración futura entre el FMI y los mecanismos financieros regionales. La experiencia con los programas de la zona del euro pusieron de manifiesto la cuestión de cómo el FMI interactúa con los mecanismos financieros regionales y con los miembros de uniones monetarias. Nuestra interacción con los mecanismos regionales fue diferente de lo que era anteriormente en algunos aspectos clave, principalmente el enfoque conjunto para el diseño de programas, que se benefició de los conocimientos y el financiamiento regional con que cuentan estos mecanismos. Pudimos extraer enseñanzas de la experiencia con los programas aplicados en la zona del euro a fin de elaborar directrices más concretas para la colaboración futura, reconociendo, por supuesto, que los marcos y prácticas institucionales difieren entre los diferentes mecanismos en diferentes partes del mundo. Los programas con miembros de una unión monetaria deben tener en cuenta

que las políticas aplicadas a nivel de toda la unión pueden influir de forma importante en la situación económica de los respectivos miembros. Dichas políticas suelen ser difíciles de concertar, dado que pueden requerir un acuerdo político entre todos los miembros. En los casos en que era importante efectuar cambios de políticas a nivel de toda la unión, en general procuramos lograrlos a través de compromisos o recomendaciones de supervisión.

La prueba de superar el paso del tiempo

La durabilidad de los resultados positivos todavía debe superar la prueba del paso del tiempo pero, en gran medida, los resultados más negativos ya fueron evitados. El descenso del producto fue amortiguado y en muchos casos revertido, se redujeron los desequilibrios y se estabilizaron los sistemas financieros. La zona del euro ganó tiempo para obtener el apoyo político necesario para crear cortafuegos y un marco de gestión de crisis; las economías emergentes y los estados pequeños pudieron manejar el descenso abrupto del comercio mundial y los flujos de financiamiento; y se apuntaló la confianza en las economías de Oriente Medio y Norte de África después de la Primavera Árabe de 2011.

Se han escrito múltiples artículos y libros sobre la crisis financiera mundial y probablemente se escribirán muchos más.

Por ahora, lo que debemos hacer desde el punto de vista práctico es asegurar que el diseño de los programas siga siendo ágil y centrándose en las necesidades de los países miembros. Extraer enseñanzas en tiempo real y responder a ellas es una parte importante de lograrlo.

Fuente de información:
http://blog-dialogoafondo.org/?p=6664

Haciendo arrancar la economía de Europa (*PS*)

El 26 de junio de 2016, la organización Project Syndicate (*PS*) publicó los comentarios de Laura Tyson y Eric Labaye[1] sobre las políticas necesarias para impulsar la economía de Europa. A continuación se presenta su opinión.

No hace mucho, la noción de que el Banco Central Europeo otorgue dinero a los gobiernos o directamente a los ciudadanos —las llamadas entregas de "dinero helicóptero"— habría parecido estrafalaria. Pero hoy una cantidad sorprendente de economistas convencionales y políticos de centro respaldan la idea de un financiamiento monetario de medidas de estímulo en diferentes formas.

Esto representa un cambio muy necesario en la conversación —un cambio que, por fin, coloca el foco directamente en el estímulo del lado de la demanda de la economía europea—. Después de años de crecimiento estancado y de desempleo debilitante, todas las opciones, no importa lo poco convencionales que sean, deberían estar sobre la mesa.

La decisión del referendo del Reino Unido de abandonar la Unión Europea (UE) no hace más que fortalecer el argumento a favor de más medidas poco convencionales y de estímulo en Europa. Si una mayoría importante de ciudadanos de la UE ha de respaldar una continua integración política, un crecimiento económico sólido es vital.

Como demuestra la investigación del *McKinsey Global Institute* (MGI), a pesar de la flexibilización cuantitativa agresiva y de las tasas de interés en niveles bajos sin precedentes —el BCE fue el primer banco central importante en introducir tasas de interés negativas en 2014—, la demanda anémica sigue coartando el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) en toda Europa. En varios países de la UE, más de una

[1] Laura Tyson, ex presidenta del Consejo de Asesores Económicos del presidente de Estados Unidos de Norteamérica, es profesora de la Escuela de Negocios Haas de la Universidad de California, Berkeley, asesora superior en el grupo de Rock Creek, y miembro del Foro Económico Mundial de la Agenda del Consejo sobre Paridad de Género. Eric Labaye es Presidente del Instituto Global McKinsey.

cuarta parte de la población hace cerca de diez años que está desempleada, mientras que el descontento político se está transformando en extremismo. La incertidumbre y la volatilidad en los mercados financieros luego del voto del *Brexit* deteriorarán aún más la demanda.

La ola de inversión corporativa que supuestamente iba a liberarse gracias a una combinación de restricción fiscal (para frenar la deuda gubernamental) y alivio monetario (para generar tasas de interés ultra bajas) nunca se ha materializado. Por el contrario, las empresas europeas cercenaron la inversión anual en más de 100 mil millones de euros (113 mil millones de dólares) al año entre 2008 y 2015, y han acumulado unos 700 mil millones de euros de efectivo en sus balances.

Esto no sorprende: las empresas invierten cuando tienen confianza en la demanda futura y en el crecimiento de la producción. Inclusive antes del voto del *Brexit*, las empresas europeas y otras compañías globales no tenían confianza en las perspectivas de Europa. Ahora enfrentan riesgos elevados de una recesión europea y la posibilidad real de que tanto el Reino Unido como la UE puedan fragmentarse si prospera el contagio populista. Los inversionistas corporativos odian la incertidumbre y la votación del *Brexit* ha creado un mundo dramáticamente más incierto en Europa y otras partes.

La austeridad fiscal y las tasas de interés ultra bajas han demostrado ser ineficientes a la hora de estimular la demanda de los hogares —y pueden ser contraproducentes—. Cuando los individuos no encuentran rendimientos decentes, en verdad pueden aumentar sus ahorros para alcanzar sus objetivos de retiro. Y en la típica ciudad europea, donde la tierra y las viviendas asequibles escasean, las tasas de interés más bajas han venido impulsando los precios de la propiedad hacia arriba en lugar de estimular la construcción.

Llegó la hora de reconocer los límites de la política actual. En las condiciones precarias de hoy, la demanda en verdad podría estar mejor respaldada si se implementaran

estrategias diferentes a la flexibilización cuantitativa y las tasas de interés ultra bajas. Es más, las estrategias alternativas para estimular la demanda privada podrían tener menos consecuencias distributivas indeseables, según el análisis del MGI.

Quienes proponen el dinero helicóptero —otorgándoles créditos directamente a los ciudadanos con fondos del banco central, o dándoles dinero a los tesoros nacionales para financiar infraestructura y otras actividades generadoras de demanda— sostienen, con razón, que tiene la ventaja de poner el dinero directamente en manos de quienes lo van a gastar. Un programa de dinero helicóptero de dimensiones apropiadas también podría hacer subir la inflación de una manera controlada, evitando así la posibilidad de una trampa deflacionaria al estilo japonés.

Por cierto, el impulso de la demanda podría darles a los bancos centrales la oportunidad que necesitan para retrotraer las tasas de interés a las normas históricas. Esto podría desinflar las incipientes burbujas de activos que pudieran estar formándose y aliviar las presiones sobre los inversionistas institucionales que se esfuerzan por encontrar el rendimiento que necesitan para cumplir con sus compromisos de seguros y pensiones.

Pero un programa de dinero helicóptero —una idea inverosímil cuando Milton Friedman la propuso en 1969— también sería una desviación radical para los responsables de las políticas, que requeriría muchísima cautela respecto de la percepción y la confianza de los ciudadanos y los inversionistas, y las estructuras sólidas de gobernancia. Y una estrategia semejante consolidaría la noción de que la política del banco central es “la única alternativa”, desligando a los líderes gubernamentales electos de su responsabilidad de implementar políticas pro-crecimiento y las decisiones fiscales que controlan.

Un camino menos riesgoso y probado en el tiempo para estimular la demanda sería un incremento significativo de la inversión pública en infraestructura financiada con deuda del gobierno. Está bien documentado que Europa y Estados Unidos de Norteamérica

han invertido de manera ineficiente en infraestructura. Desde una perspectiva macroeconómica, la inversión en infraestructura es un “dos por uno” —fortalece la productividad y la competitividad en el largo plazo y, donde hay capacidad inutilizada, fomenta la demanda, la producción y el empleo con efectos multiplicadores significativos en el corto plazo—.

Sin embargo, los gobiernos en toda Europa han restringido la inversión en infraestructura durante años, dándole prioridad a la austeridad fiscal y a la reducción de deuda con la idea equivocada de que el endeudamiento del gobierno desplaza a la inversión privada y reduce el crecimiento. Pero la lógica del desplazamiento se aplica solamente a condiciones de pleno empleo —condiciones que claramente hoy no existen en la mayor parte de Europa—.

Por otra parte, la inversión en infraestructura no se puede posponer para siempre. Es necesario realizar una nueva evaluación de la situación, que tenga en cuenta los costos plenos de la desinversión en términos de empleo y crecimiento perdidos.

Una manera de romper el impasse es un cambio en los estándares de la contabilidad pública. Específicamente, si los gobiernos pudieran tratar la inversión en infraestructura como las empresas tratan el gasto de capital —como activos de los balances que se deprecian a lo largo de su ciclo vital y no como gastos excepcionales—, esa inversión entonces podría estar eximida de las reglas de déficit de Europa sin abrir la puerta a un derroche de gasto o aliviando la presión para planes creíbles para una consolidación fiscal a largo plazo. Por supuesto, sería crucial que se mejorara simultáneamente la planificación y la supervisión de los proyectos de infraestructura, según el MGI.

También se necesitan nuevas ideas sobre la reforma estructural. Durante décadas, las discusiones sobre la reforma en la UE se han centrado en reducir la regulación del mercado laboral, recortar la burocracia en los mercados de productos, privatizar empresas estatales y reducir las tasas de interés. Pero la reforma ahora debería seguir el

hilo de los esfuerzos por impulsar la demanda —por ejemplo, estimulando la economía plateada, impulsado la educación y la innovación digital y destrabando los mercados de tierra urbanos para allanar el camino para la inversión tan necesaria en vivienda—.

Cada una de estas opciones exigiría un debate sólido y una investigación más profunda. Pero resulta evidente que Europa necesita un conjunto más amplio de opciones de políticas. La flexibilización cuantitativa y las tasas de interés ultra bajas deberían dejar de ser las únicas flechas en la aljaba de políticas macroeconómicas. Esas herramientas, junto con una austeridad fiscal excesiva, pueden tener costos más elevados en términos de empleo y crecimiento perdidos —y de un creciente descontento político— que opciones alternativas "riesgosas". El voto del *Brexit* funciona como cabeza de turco para los responsables de las políticas económicas de Europa. Los tiempos no convencionales requieren la consideración de estrategias políticas audaces no convencionales.

Fuente de información:
https://www.project-syndicate.org/commentary/jumpstarting-european-economy-helicopter-drops-by-laura-tyson-and-eric-labaye-2016-06/spanish

La Unión Europea, ante una encrucijada: Sin margen para la autocomplacencia (FMI)

El 8 de julio de 2016, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó la nota "La Unión Europea, ante una encrucijada: Sin margen para la autocomplacencia", a continuación se presenta la información.

"La zona del euro se encuentra en un momento crítico. Los avances logrados durante la fase aguda de la crisis y la recuperación no deberían conducir a la autocomplacencia por los retos subyacentes. Las autoridades económicas deberían aprovechar la ocasión para invertir la tendencia al alza del euroescepticismo y reforzar la unión monetaria a

través de la acción conjunta. Los apaños son cada vez más insostenibles," afirmó Mahmood Pradhan, jefe de la misión de la zona del euro.

La frágil recuperación que se inició en la zona del euro en 2014 se ha fortalecido gracias al gasto de los hogares, coincidiendo con el aumento del empleo, el descenso de los precios del petróleo, una orientación fiscal neutra y una política monetaria acomodaticia. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento a mediano plazo siguen siendo menos optimistas. "La inflación sigue siendo demasiado reducida, y la debilidad de la inversión, el desempleo todavía elevado y el envejecimiento de la población seguirán perjudicando a la productividad, lo cual incrementará el riesgo de estancamiento," manifestó Pradhan.

Aumento de los riesgos políticos

Estas perspectivas económicas moderadas se ven agravadas por el aumento del riesgo político en la zona del euro y la Unión Europea (UE). El auge del euroescepticismo ha causado fuertes divisiones políticas, que obstaculizan la voluntad colectiva de tomar decisiones vitales para fortalecer la unión —para gestionar la oleada de refugiados o abordar problemas de seguridad, por ejemplo. Es probable que el referéndum del Reino Unido provoque incertidumbres constantes en torno a su nuevo estatus dentro de la UE. Una desaceleración del crecimiento mundial podría debilitar la recuperación y elevar la probabilidad de estancamiento.

Recuperar la fe en la unión monetaria

A menos que se resuelvan los problemas colectivos, es probable que la zona del euro experimente repetidos brotes de inestabilidad económica y política, que provocarían crisis de confianza y reveses económicos. La UE debería redoblar esfuerzos para garantizar los beneficios de la integración económica y así recuperar la fe, actualmente decreciente, en la unión monetaria. Los países deberían integrar rápidamente los

refugiados en sus mercados laborales, y el bloque debería reformar sus políticas comunes sobre fronteras y asilo, para contribuir a proteger la cohesión social y preservar el mercado único.

Ayuda a las empresas y el empleo

Para contrarrestar el riesgo de estancamiento, el informe aboga por dar un fuerte impulso a las reformas estructurales, con vistas a mejorar el clima empresarial y el empleo, puesto que las reformas incompletas frenan la inversión y reducen el potencial de crecimiento. Facilitar el acceso a los sectores de servicios profesionales y minoristas, mejorar la eficiencia de las administraciones públicas y fortalecer los regímenes de insolvencia son medidas que alientan la inversión y reafirman los efectos de las reformas del mercado laboral. Contar con un mercado único de servicios, energía, transporte y comercio digital plenamente operativo, unido a acuerdos de libre comercio, permite abrir mercados y mejorar la productividad, y a las empresas, crecer.

Reducir los costos de contratación de empleados y ampliar las políticas del mercado laboral activas y rentables puede atraer más trabajadores a la fuerza laboral. La recuperación es el momento oportuno para comprometerse a reducir la excesiva protección de los trabajadores con contrato regular y los desincentivos financieros exageradamente generosos para entrar en el mercado laboral, puesto que dichas perturbaciones hacen que el desempleo se mantenga demasiado elevado durante demasiado tiempo.

Para tener garantías de que las autoridades económicas pasan a la acción, la agenda de reformas debería incluir parámetros de referencia relativos a resultados de las reformas, sujetos al control directo de las autoridades, puesto que así se aumentarían la transparencia y la responsabilidad. Asimismo, el informe subraya la necesidad de aplicar de forma ecuánime las normas de buen gobierno económico de la UE, que

establecen el programa de reformas para los países miembros en una amplia gama de áreas de políticas.

Reforzar la política fiscal y ampliar el respaldo centralizado

La mayoría de países de la zona del euro cargan con una elevada deuda pública, por lo que difícilmente pueden prestar el respaldo fiscal necesario para impulsar la demanda. Estos países deberían modificar la composición de la política fiscal de forma que sirva de apoyo al crecimiento, y utilizar los ahorros en intereses obtenidos gracias a las condiciones monetarias expansivas para amortizar la deuda y regenerar sus reservas. Aquellos países con mayor margen de maniobra presupuestaria deberían utilizarlo para impulsar la inversión y respaldar las reformas.

En los países con una demanda todavía reducida y sin espacio fiscal, la UE podría aportar fondos nuevos o adicionales para apoyar los proyectos de inversión comunes, como la transmisión de la energía y el asentamiento de los refugiados. A más largo plazo, la UE debería tener capacidad para estabilizar los ciclos económicos.

Sin embargo, para obtener el respaldo político y superar el riesgo moral, este respaldo centralizado pasa por reforzar la aplicación de las normas fiscales de la zona del euro. Por tanto, debería supeditarse el acceso a la aplicación y el cumplimiento de las reformas estructurales. En el mediano plazo, habría que simplificar el marco fiscal, demasiado complejo tras las sucesivas reformas.

La política monetaria debe seguir siendo acomodaticia

La política monetaria de apoyo llevada a cabo por el Banco Central Europeo a través de las compras de bonos y unas tasas de interés negativas ha propiciado una relajación de las condiciones financieras y la oferta de crédito. No obstante, si la inflación

permanece obstinadamente baja o se reduce todavía más, será necesario ampliar la expansión monetaria, principalmente a través de un aumento de las compras de activos.

Sanear los balances bancarios y completar la unión bancaria

Los beneficios del sector bancario se han mantenido moderados, dificultando la obtención de capital nuevo. Los supervisores bancarios deberían fomentar la consolidación del sistema bancario.

Es necesario que los bancos se deshagan de los préstamos malos a un ritmo mayor, para poder recuperar la salud financiera y ampliar todavía más el crédito. Por tanto, hay que establecer objetivos ambiciosos para eliminar los activos malos, así como para reducir el margen de maniobra nacional en materia de supervisión bancaria. La mejora de los marcos para las quiebras y un mercado para la deuda problemática podrían ayudar en este proceso.

Es esencial contar con un fondo de garantía de depósitos, dotado de un mecanismo de apoyo fiscal común, para poder completar la unión bancaria. De este modo, se impulsará el flujo de liquidez y se fomentará la banca paneuropea. El Sistema Europeo de Garantía de Depósitos debería ponerse en marcha rápidamente e ir acompañado de medidas para reducir los riesgos del sector bancario. Un avance más rápido hacia la Unión de Mercados de Capitales ayudaría a reducir la dependencia excesiva del financiamiento bancario que muestra el capital y promovería la distribución del riesgo del sector privado.

Fuente de información:
http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/survey/so/2016/CAR070816AS.htm

Comentarios en torno al Referéndum en Reino Unido (FMI)

El 24 de junio de 2016, la Directora Gerente del Fondo Monetario Internacional (FMI) ofreció algunos comentarios a los resultados del Referéndum del 23 de junio de 2016 en Reino Unido. A continuación se presentan los comentarios.

La Directora Gerente del Fondo Monetario Internacional:

"Tomamos nota de la decisión del pueblo de Reino Unido. Instamos a las autoridades de Reino Unido y de Europa a trabajar en colaboración para asegurar una transición suave hacia una nueva relación económica entre el Reino Unido y la Unión Europea (UE), incluyendo la aclaración de los procedimientos y objetivos generales que guiarán el proceso.

"Apoyamos firmemente los compromisos del Banco de Inglaterra y del Banco Central Europeo (BCE) para suministrar liquidez al sistema bancario y reducir el exceso de volatilidad financiera.

Seguiremos vigilando la situación muy de cerca y estamos dispuestos a apoyar a nuestros miembros, según sea necesario."

Fuente de información:
http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2016/pr16303.htm
Para tener acceso a información relacionada visite:
http://www.fitchratings.mx/ArchivosHTML/Coment_15915.pdf
https://www.banamex.com/analisis/pdf/economia/reporteEconomicoDiario/Junio2016/ReporteEconomicoDiarioNo2290220616.pdf
https://www.banamex.com/analisis/pdf/economia/reporteEconomicoDiario/Junio2016/ReporteEconomicoDiarioNo2291230616.pdf
http://www.gob.mx/shcp/articulos/conferencia-de-prensa-sobre-el-brexit-y-su-impacto-en-la-economia-mexicana-que-ofrecieron-la-shcp-se-y-el-banco-de-mexico-en-palacio-nacional?idiom=es
https://www.theguardian.com/commentisfree/2016/jun/23/real-threat-britain-borders-flow-dirty-money-eu

Mantener el modelo de desarrollo imperante ya no es más una opción viable para el mundo (CEPAL)

El 15 de julio de 2016, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) publicó la nota "Mantener el modelo de desarrollo imperante ya no es más una opción viable para el mundo" a continuación se presenta la información.

"Vivimos un cambio de época. El mundo debe cambiar su insostenible modelo de desarrollo de cara a un contexto adverso en lo global, regional y nacional. El desarrollo inercial, '*business as usual*', ya no es más una opción viable para el mundo", señaló la Secretaria Ejecutiva de la CEPAL.

Participó, junto a los demás Secretarios Ejecutivos de las Comisiones Regionales de las Naciones Unidas y los Presidentes de los cinco foros regionales sobre desarrollo sostenible creados a instancias de los países que las integran, en un diálogo interactivo, parte del programa oficial de la primera reunión del Foro Político de Alto Nivel que tiene lugar en Nueva York tras la adopción en septiembre del año pasado de la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible.

En la ocasión, la máxima representante de la CEPAL destacó los importantes avances que exhibe la región en su esfuerzo por establecer un marco analítico e institucional para implementar, examinar y monitorear la Agenda 2030 y la Agenda de Acción de Addis Abeba sobre financiación del desarrollo.

La alta funcionaria hizo especial referencia al documento Horizontes 2030: la igualdad en el centro del desarrollo sostenible, la reflexión de la CEPAL que fue presentada durante su trigésimo sexto período de sesiones celebrado a fines de mayo en Ciudad de México, reunión intergubernamental en la que se creó el Foro de los Países de América

Latina y el Caribe sobre el Desarrollo Sostenible, mecanismo regional para el monitoreo y examen tanto de la Agenda 2030 como la de Addis Abeba.

En el documento Horizontes 2030, por mandato de sus países miembros, la CEPAL propone una lectura en clave latinoamericana y caribeña para la implementación de la Agenda 2030 en la región y ofrece una propuesta de arquitectura institucional. Allí se plantea, en primera lugar, la necesidad de una nueva alianza internacional para asegurar la provisión de bienes públicos globales, como la estabilidad financiera, la seguridad climática, la paz y el control de pandemias, entre otros.

A nivel regional, la CEPAL propone un cambio estructural progresivo con un gran impulso o *big push* ambiental mediante nuevas inversiones públicas y privadas y una transición hacia sectores intensivos en conocimiento para generar empleos decentes y de calidad. "Ésta es la llave maestra de la igualdad", expresó. Esto requiere, dijo, de la participación amplia del sector privado, la sociedad civil, los parlamentos y los pueblos indígenas, entre otros actores.

Durante el primer bloque del diálogo expusieron los presidentes de los cinco foros regionales sobre desarrollo sostenible existentes: Gamini Jayawickrama Perera (Asia Pacífico); Ghada Waly (África); Janis Karklins (Europa); Juan José Gómez Camacho (América Latina y el Caribe); y Amjad Mohammad Saleh Al-Moumani (Asia Occidental). También intervinieron Badre Eddine Allali, de la Liga de Estados Árabes; Virachai Plasai, de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN); y Missouri Sherman-Peter, de la Comunidad del Caribe (CARICOM).

El Embajador, Representante Permanente de México ante las Naciones Unidas y actual Presidente del Foro de los Países de América Latina y el Caribe sobre el Desarrollo Sostenible, compartió algunas de las prioridades del mecanismo y aseguró que la región "decidió apoyarse en las enormes capacidades técnicas que la CEPAL ha desarrollado" en esta área.

En el segundo bloque, intervinieron Christian Friis-Bach, Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica de Europa (CEE) y coordinador de las comisiones regionales de la ONU; Shamshad Akhtar, Secretaria Ejecutiva de la Comisión Económica y Social para Asia y el Pacífico (CESPAP); Rima Khalaf, Secretaria Ejecutiva de la Comisión Económica y Social para Asia Occidental (CESPAO); y Giovanie Biha, Secretaria Ejecutiva Adjunta de la Comisión Económica para África (CEPA).

El Foro de los Países de América Latina y el Caribe sobre el Desarrollo Sostenible, dijo la Secretaria Ejecutiva de la CEPAL, espera reunirse por primera vez en abril de 2017 bajo los auspicios de la CEPAL. Este mecanismo está abierto no solo a los Gobiernos, sino también a la sociedad civil y el sector privado, e involucrará, asimismo, a los órganos subsidiarios de la Comisión, a los bancos de desarrollo, a otros organismos de las Naciones Unidas y a los bloques de integración regional, acotó.

El Foro debería ser un puente entre el nivel regional y el global, enfatizó.

Durante el diálogo la Secretaria Ejecutiva reafirmó el compromiso de continuar el trabajo conjunto con los países de la región y mencionó tres áreas prioritarias: el fortalecimiento de los medios de implementación de la Agenda 2030; el apoyo a la integración de los ODS en los planes y presupuestos nacionales de desarrollo; y el fortalecimiento de las capacidades de los sistemas nacionales de estadística para el seguimiento de esta agenda.

Fuente de información:
http://www.cepal.org/es/comunicados/alicia-barcena-mantener-modelo-desarrollo-imperante-ya-es-mas-opcion-viable-mundo

Del *Brexit* al futuro (*PS*)

El 6 de julio de 2016, la organización Project Syndicate (*PS*) publicó los comentarios de Joseph Stiglitz[2] sobre algunas de las consecuencias del *Brexit* y las lecciones que deben aprenderse. A continuación se presenta su opinión.

Pasará mucho tiempo antes de que Gran Bretaña y Europa asimilen, en su plenitud, las implicaciones del referéndum "Brexit" del Reino Unido. Las consecuencias más profundas, por supuesto, dependerán de la respuesta de la Unión Europea (UE) a la retirada del Reino Unido. En un principio, la mayoría de las personas asumieron que la UE no "se patearía a sí misma, autocastigándose", al fin y al cabo, un divorcio amigable parece ser lo mejor para todos. Sin embargo, el divorcio —como pasa en muchos casos— podría llegar a ser problemático.

Los beneficios del comercio y la integración económica entre el Reino Unido y la EU son mutuos y si la UE tomó en serio su convicción de que una mayor integración económica es la mejor alternativa, sus líderes deberían buscar garantizar los vínculos *más cercanos* posibles teniendo en consideración las circunstancias. Sin embargo, el arquitecto de los mecanismos de evasión de impuestos corporativos masivos de Luxemburgo y en la actualidad Presidente de la Comisión Europea, está tomando una línea dura: "fuera significa fuera", dice él.

Es posible que esta reacción precipitada sea comprensible, si se tiene en cuenta que él puede llegar a ser recordado como la persona que presidió la etapa inicial de disolución de la UE. Él argumenta que para disuadir a otros países que pudiesen querer salir de la

[2] Joseph E. Stiglitz, ganador del premio conmemorativo Nobel de Economía en 2001 y la Medalla John Bates Clark en 1979, es profesor de la Universidad de Columbia, Co-Presidente del Grupo de Expertos de Alto Nivel sobre la Medición del Desempeño Económico y el Progreso Social en la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y economista en jefe del Instituto Roosevelt. Ex vicepresidente y economista en jefe del Banco Mundial y presidente del Consejo De Asesores Económicos del Presidente de Estados Unidos de Norteamérica en el gobierno de Bill Clinton, en 2000 fundó la Iniciativa para el Diálogo de Políticas, un grupo de reflexión sobre el desarrollo internacional con sede en la Universidad de Columbia. Su libro más reciente es "Reescribiendo las reglas de la economía estadounidense".

UE, se debe actuar de manera inflexible; y, se debe ofrecer al Reino Unido solamente un poco más de lo que ya está garantizado mediante los acuerdos de la Organización Mundial del Comercio.

En otras palabras, no se debe mantener unida a Europa por los beneficios que brinda, mismos que superan con creces los costos. La prosperidad económica, el sentido de la solidaridad y el orgullo de ser un europeo no son suficientes, según el presidente de la Comisión Europea. Se debe mantener unida a Europa mediante amenazas, intimidación y miedo.

Esa posición ignora una lección enseñada tanto por el voto *Brexit* como por las elecciones primarias del Partido Republicano de Estados Unidos de Norteamérica: grandes porciones de la población no tienen una vida próspera. La agenda neoliberal de las últimas cuatro décadas puede haber sido buena para el 1% en la cúspide de la pirámide, pero no lo fue para el resto. Yo predije tiempo atrás que, con el pasar del tiempo, llegaría el día en el que este estancamiento tendría consecuencias políticas. Ese día ya ha llegado.

A ambos lados del Atlántico, los ciudadanos culpabilizan a los acuerdos comerciales, señalándolos como una de las fuentes de sus males. Si bien esa es una simplificación excesiva, es comprensible. Los tratados comerciales de hoy en día se negocian en secreto, en estos tratados los intereses corporativos están muy bien representados, pero los ciudadanos o trabajadores de a pie están completamente excluidos. Como era de esperar, los resultados han sido parcializados: la posición de negociación de los trabajadores se ha debilitado aún más, agravando los efectos que tienen las leyes que socaban los derechos de sindicatos y empleados.

Si bien los tratados comerciales desempeñaron un papel en la creación de esta desigualdad, hubo mucho más que contribuyó a inclinar la balanza política en dirección al capital. Las normas de propiedad intelectual, por ejemplo, han aumentado el poder

que tienen las compañías farmacéuticas para elevar los precios. Sin embargo, cualquier aumento en el poder de mercado de las corporaciones de hecho se traduce en una reducción de los salarios reales —hoy en día, el aumento de la desigualdad se ha convertido en una característica principal de la mayoría de los países avanzados—.

A lo largo y ancho de muchos sectores, la concentración industrial es cada vez mayor —así como también lo es el poder del mercado—. Los efectos de los salarios reales estancados y en descenso se han combinado con los efectos de la austeridad, lo que hace que se ciernan amenazas de recortes de los servicios públicos, de cuyas prestaciones sociales dependen grandes cantidades de trabajadores de medianos y bajos ingresos.

La incertidumbre económica resultante para los trabajadores, al combinarse con la migración, fermentó una pócima tóxica. El Occidente contribuyó a muchas de las guerras y opresiones de las que hoy son víctimas los refugiados. Proporcionar ayuda es una responsabilidad moral de todos, pero especialmente de las Potencias que en el pasado fueron colonizadoras.

Y, sin embargo, a pesar de que muchos podrían negarlo, un aumento en la oferta de mano de obra poco cualificada conduce —siempre y cuando se tengan curvas de demanda normales con pendientes negativas— a salarios de equilibrio más bajos. Y, cuando los salarios no se pueden bajar, o directamente no se los baja, el desempleo aumenta. Esto es más preocupante en los países donde la mala gestión económica ya ha dado lugar a un nivel alto de desempleo generalizado. Europa, especialmente en la eurozona, ha sido mal administrada durante las últimas décadas, hasta llegar al punto de que su desempleo promedio es de dos dígitos.

La migración libre dentro de Europa, de manera predecible, se traduce en que los países que han tenido un mejor desempeño en cuanto a la reducción del desempleo van a ser los países que terminen con una proporción de refugiados superior a la que se

consideraría como equitativa. Los trabajadores de estos países asumen el costo de los salarios disminuidos y el aumento del desempleo, mientras que los empleadores se benefician de tener a disposición mano de obra barata. No es de extrañar que la carga de los refugiados recaiga sobre quienes tienen menor capacidad para llevar su peso.

Por supuesto, se habla mucho acerca de los beneficios netos de la migración de lugares menos poblados a lugares más poblados. En el caso de un país que proporciona a todos sus ciudadanos un bajo nivel de prestaciones garantizadas —es decir, niveles bajos de protección social, educación, salud y otros— eso sí puede ser cierto. Sin embargo, en países que proporcionan una red de seguridad social bastante decente es todo lo contrario.

El resultado de toda esta presión a la baja que se ejerce sobre los salarios y para incrementar los recortes en los servicios públicos ha aniquilado a la clase media, extrayendo sus entrañas; y ha tenido consecuencias similares en ambos lados del Atlántico. Los hogares de clase media y trabajadora no han recibido los beneficios del crecimiento económico. Ellos están conscientes de que los bancos son los causantes de la crisis del año 2008; sin embargo, acto seguido vieron que se destinaron miles de millones para salvarlos y montos triviales para salvar sus hogares y puestos de trabajo. Si se considera que el ingreso promedio real (ajustado por la inflación) de un trabajador a tiempo completo en Estados Unidos de Norteamérica está en un nivel más bajo del que estuvo hace cuatro décadas, la presencia de un electorado enojado no debería causar ninguna sorpresa.

Para añadir a todo esto, los políticos que prometieron el cambio no cumplieron con lo esperado. Los ciudadanos de a pie sabían que el sistema no era justo, pero tuvieron que enfrentarse a la realidad de que el sistema es incluso más amañado de lo que habían imaginado, y perdieron la poca confianza que aún tenían en la capacidad o la buena voluntad de los políticos tradicionales para corregir dicha situación. Eso, también, es

comprensible: los nuevos políticos compartían la visión de futuro de aquellos quienes habían prometido que la globalización beneficiaría a todos.

Sin embargo, emitir un voto iracundo no resuelve los problemas, y puede hacer que una situación política y económica pase del sartén a las brasas. Esta apreciación también es válida con respecto a la respuesta que se da frente a dicho voto iracundo.

El pasado pisado es un principio básico en economía. A ambos lados del Canal de la Mancha, el ámbito político ahora debería dirigir sus esfuerzos a comprender cómo, dentro de una democracia, la clase política pudo hacer tan poco por abordar las preocupaciones de tantos ciudadanos. Todos y cada uno de los gobiernos de la UE deben ahora considerar la mejora del bienestar de los ciudadanos de a pie como su objetivo principal. Una mayor cantidad de ideología neoliberal no ayudará en lo absoluto. Y, debemos dejar de confundir los fines con los medios: por ejemplo, el libre comercio, en el caso de ser bien administrado, podría traer mayor prosperidad compartida; pero, si es mal administrado, sin lugar a dudas reducirá el nivel de vida de muchos ciudadanos —posiblemente de la mayoría—.

Existen alternativas al actual régimen neoliberal, son alternativas que pueden crear prosperidad compartida, al igual que también hay alternativas —como por ejemplo la Asociación Transatlántica para el Comercio y la Inversión con la UE que propone el presidente estadounidense— que podrían causar muchísimo más daño. Hoy en día el desafío es aprender del pasado, con el fin de abrazar las alternativas mencionadas primero y evitar las segundas.

Fuente de información:
https://www.project-syndicate.org/commentary/brexit-future-of-advanced-economies-by-joseph-e--stiglitz-2016-07/spanish

La alarma del *Brexit* (*PS*)

El 7 de julio de 2016, la organización Project Syndicate (*PS*) publicó los comentarios de Adair Turner[3] en torno a las repercusiones del *Brexit*. A continuación se presenta su opinión.

Como el entusiasta europeísta que soy, el resultado del referendo británico sobre su calidad de miembro de la Unión Europea (UE) me horrorizó. Casi con seguridad hará que abandonemos la UE. De todos modos, por años había albergado el temor de que la inmigración de gran escala al Reino Unido produjera una respuesta populista nociva.

Ahora las élites globales tienen que aprender de la crucial lección del "Brexit" y actuar en consecuencia. Contrariamente a las suposiciones simplistas, la globalización del capital, el comercio y los flujos migratorios no es "beneficiosa para todos". Si no abordamos sus efectos adversos, puede que el *Brexit* no sea la última consecuencia, ni la peor.

La inmigración neta a Inglaterra era cercana a cero en los años 90. Comenzó a aumentar más entrada esa década y creció con rapidez después de que ocho países ex comunistas se unieran a la UE en 1994, cuando (a diferencia de, por ejemplo, Francia o Alemania) el país prefirió no usar su derecho de imponer una demora de siete años antes de permitir la libre circulación de personas procedentes de los nuevos estados miembro. El año pasado la inmigración neta fue de 333 mil y la población total creció en cerca de 500 mil personas. Los pronósticos creíbles sugieren que la población británica, que ahora asciende a 64 millones, podría superar los 80 millones hacia mediados de siglo.

[3] Adair Turner, fue presidente de la Autoridad de Servicios Financieros del Reino Unido y miembro del Comité de Política Financiera del Reino Unido, ahora es Presidente del Instituto del Nuevo Pensamiento Económico. Su último libro es "Entre la deuda y el diablo".

Sin duda, la migración aporta muchos beneficios: Londres es una ciudad maravillosa en parte debido a que es un crisol de diversas culturas. Pero, como argumentara ya en 2008 el Comité de Asuntos Económicos de la Cámara de los Lores, de los cuales entonces yo era miembro, la inmigración a gran escala ha generado importantes desventajas para muchas personas.

Entre los economistas se debate mucho el impacto preciso de la migración sobre los salarios, pero ninguna economía puede enfrentar un aumento repentino de la oferta de trabajo sin que haya algunas consecuencias adversas para al menos algunos grupos de trabajadores "nativos". Si la población aumenta de improviso, y en particular si se concentra en zonas específicas, también habrá un alza de la demanda de servicios públicos clave, como la educación y la atención de salud, a menos que se compense con un aumento bien planificado y financiado de la inversión pública. En el Reino Unido, tal inversión no se hizo.

En Inglaterra —que compite con los Países Bajos por ser el país más densamente poblado de Europa— muchos temen que un mayor crecimiento de la población signifique una presión indeseada sobre las muy apreciadas zonas rurales. Esto ha causado una intensa oposición local a nuevos e importantes proyectos de infraestructura, inevitablemente causando retrasos interminables, mayores costos o un persistente resentimiento.

Por todas estas razones, era inevitable que el aumento de la migración a Gran Bretaña produjera una reacción política, que en parte reflejó una xenofobia acrecentada por una exageración deliberada: por ejemplo, quienes hicieron campaña por la opción de salir de la UE afirmaron falazmente que Turquía, con su población de gran tamaño y en veloz crecimiento, pronto entraría a la UE sin el consentimiento británico. Pero fueron mentiras que funcionaron porque se crearon en torno a un núcleo de verdad, y negarse a reconocer esa verdad no hizo más que intensificar la reacción populista.

De hecho, frente a la creciente inquietud sobre la inmigración, los políticos y académicos del *establishment* respondieron ya sea desestimándolos como racismo encubierto o negando que incluso la existencia misma de esas consecuencias adversas; de cualquier modo, parecía que millones de ciudadanos sufrían de falsa conciencia. Pero si al menos algunos padecen problemas reales, darles sermones sobre los beneficios de la migración no hará más que aumentar su furia.

El hecho de que la campaña para permanecer ("Remain") no haya refutado las preocupaciones sobre la inmigración refleja la incapacidad general de la élite global de convencer a la gente de que la libre circulación del capital, los bienes y las personas es buena para todos en términos generales. De hecho, no lo es, y una buena fundamentación económica nos puede explicar la razón.

Según la teoría económica, cada una de estas tres libertades puede aumentar el tamaño del pastel global, pero también nos indica que inevitablemente habrá perdedores y ganadores, por lo que la liberalización y la globalización serán beneficiosas para todos sólo si la cantidad de ganadores compensa la de perdedores. En todo el mundo, esa compensación ha sido notablemente pequeña.

En los Estados Unidos de Norteamérica, el principal reto del futuro será el impacto del comercio más que la inmigración, porque es probable que pronto llegue a su fin la era de los flujos de entrada en gran escala desde América Latina, a medida que la baja de los índices de fertilidad estabiliza la cantidad de habitantes de la región. Paradójicamente, el candidato presidencial estadounidense Donald Trump se las ha arreglado para entusiasmar a muchos votantes con su absurdo plan de construir una muralla en la frontera con México en el momento mismo en que la migración neta desde ese país se vuelve negativa.

Pero su argumento de que muchos trabajadores estadounidenses han sufrido efectos negativos (y podrían sufrir más) del libre comercio ha tocado una fibra porque tiene

una parte de verdad. A menos que el sistema político estadounidense pueda poner en práctica respuestas eficaces a esta realidad, es probable que se fortalezca el rechazo populista al libre comercio, combinado con el antagonismo hacia los inmigrantes.

En contraste, en Europa el enorme reto del futuro será la migración, no tanto al interior de la UE sino desde fuera. Según las Naciones Unidas, la población de África podría aumentar de los 1.2 mil millones actuales a más de 4.3 mil millones para 2100. A menos que este crecimiento vaya acompañado de una mayor prosperidad y un gran aumento de las oportunidades laborales, será inevitable que se produzcan flujos migratorios continuos y de grandes proporciones.

En consecuencia, toda Europa se encuentra frente a dos enormes desafíos: ayudar a impulsar el desarrollo económico en África y Oriente Próximo, y enfrentar de la mejor manera posible los importantes flujos migratorios que sin duda ocurrirán, con significativas consecuencias adversas para algunos ciudadanos.

Para dar respuesta a estos desafíos será necesaria una respuesta coordinada a nivel europeo, y lamento mucho que Gran Bretaña pase a jugar un papel mucho menor en la determinación de los planes para abordar los retos futuros del continente. Si algún beneficio se puede derivar de este triste resultado, será el que ha sonado una llamada de alerta sobre los aspectos negativos de la globalización. A menos que se los reconozca y aborde, seguirá creciendo la fuerza de la reacción que dio origen al *Brexit*.

Fuente de información:
https://www.project-syndicate.org/commentary/brexit-migration-fear-justified-by-adair-turner-2016-07/spanish

Impacto económico del *Brexit* (RIE)

El 25 de junio de 2016, el Real Instituto Elcano (RIE) publicó el artículo "Impacto económico del *Brexit*", elaborado por Federico Steinberg[4]. A continuación se presenta el contenido.

La Unión Europea (UE) llevaba demasiado tiempo jugando con fuego y, al final, se ha quemado. La victoria del *Brexit* en un referéndum innecesario e irresponsable puede haber abierto la mayor crisis de la historia de la integración europea. Paradójicamente, la UE se nos resquebraja por donde menos lo esperábamos. Aunque llevamos varios años acercándonos al borde del precipicio –para luego recular– en la crisis del euro, han sido los votantes mayores de "*Little England*" (y no los pauperizados griegos), los que han abierto la caja de pandora.

El impacto inmediato en los mercados está siendo devastador. Aunque el Banco Central Europeo (BCE) ha anunciado en un comunicado que está dispuesto a proveer de liquidez y divisas al sistema financiero para evitar quiebras bancarias, las bolsas se hunden, la libra cae a mínimos en décadas frente al euro y al dólar, los inversionistas huyen hacia los activos refugio de renta fija y las primas de riesgo de la periferia del euro vuelven a subir. Este pánico se explica tanto porque los mercados no esperaban este resultado en el referéndum, como porque lo que se abre ahora es un largo período de enorme incertidumbre. *Brexit*, de producirse si a partir de octubre el nuevo Primer Ministro británico activa el artículo 50 del Tratado de la UE para comenzar las negociaciones de salida (algo que todavía está por ver), supondrá importantes costos económicos a todos los niveles. Pero el impacto económico concreto para el Reino Unido, el resto de la Unión Europea y la economía mundial en su conjunto dependerán de cómo se gestione el divorcio entre el Reino Unido y el resto de la Unión. Además, en el caso de producirse un efecto contagio en la convocatoria de referenda —que por

[4] Investigador principal del Real instituto Elcano y Profesor de la Universidad Autónoma de Madrid.

una parte puede romper el Reino Unido por la salida de Escocia e Irlanda del Norte y, por otra, lleve a otra crisis existencial en la zona euro si se produce en países como Italia o Francia—, el impacto económico final dependerá de la capacidad de la zona euro de aprovechar esta crisis para dar un salto adelante en la integración política, algo difícil de anticipar en este momento. Vayamos por partes.

Los mercados digieren muy mal la incertidumbre. Pero incertidumbre es lo que vamos a tener tanto a lo largo de los próximos meses como durante los dos años que se prevé que duren como máximo las negociaciones de salida del Reino Unido (es importante subrayar que durante este período Reino Unido sigue siendo un miembro de la Unión sujeto a su normativa jurídica). Por lo tanto, lo que cabe esperar es una prolongada fase de gran volatilidad en los mercados, parones en las decisiones de inversión y la certeza de que *Brexit* supondrá un *shock* permanente que hará al Reino Unido (y en menor medida al resto de la UE) más pobre por la reducción del comercio y la inversión, pero que a día de hoy es imposible de cuantificar porque depende de si el Reino Unido establece una relación con el resto de la Unión "a la noruega", "a la suiza", "a la turca" o de otro modo.

En cualquier caso, y más allá de este impacto económico específico, que será mayor para Irlanda que para el resto de países europeos y que a nivel global debería ser reducido, lo más peligroso es lo que *Brexit* puede suponer a mediano y largo plazo para el futuro del euro. Es la primera vez que un país decide abandonar el proyecto de convivencia más exitoso de la historia europea, y esto pone en duda la capacidad de seducción y atracción del proyecto, en particular para sus miembros más comprometidos, que son los que han optado por compartir moneda. Por eso, para que el *Brexit* no ponga en marcha dinámicas financieras que vuelvan a poner al euro contra las cuerdas, sería muy importante que en esta coyuntura tan difícil Alemania, Francia, Italia y España presentaran una nueva visión para profundizar la unión económica que resolviera algunos de sus fallos de diseño y legitimidad. Solo mostrando un liderazgo

claro, que hasta ahora desgraciadamente las autoridades europeas no han sabido ejercer, podrán disiparse los temores de que esta crisis acabe por llevarse por delante algo más que al Reino Unido.

La Unión Europea sólo avanza ante las crisis. Durante la crisis del euro se produjeron muchos avances, pero no se completó la arquitectura de la unión monetaria con una unión fiscal y se adoptaron políticas que nutrieron el euroescepticismo. Nadie esperaba que pudiera haber avances en la integración hasta después de las elecciones francesas y alemanas de 2017. Ahora todo ha cambiado.

Fuente de información:
http://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/web/rielcano_es/contenido?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/elcano/elcano_es/zonas_es/economia+internacional/steinberg-impacto-economico-del-brexit

La promesa de un *Regrexit* (*PS*)

El 8 de julio de 2016, la organización Project Syndicate (*PS*) publicó los comentarios de George Soros[5] sobre el deseo de muchos ciudadanos del Reino Unido de un segundo referendo. A continuación se presenta su opinión.

Hasta que el pueblo del Reino Unido votó por la salida de la Unión Europea (UE), la crisis de los refugiados era el principal problema al que se enfrentaba Europa. De hecho, esa crisis fue un factor crucial de la calamidad mayor, el *Brexit*.

El voto *pro-Brexit* fue un baldazo de agua fría; la mañana después del referendo, la desintegración de la Unión Europea parecía prácticamente inevitable. Diversas crisis

[5] George Soros es presidente de *Soros Fund Management* y presidente de *Open Society Foundations*. Pionero en la industria de fondos de cobertura, autor de muchos libros, incluyendo "La alquimia de las finanzas", "El nuevo paradigma de los mercados financieros: La crisis de crédito de 2008 y lo que significa", y "La tragedia de la Unión Europea".

en formación en otros países de la UE (especialmente Italia) profundizaban el pronóstico aciago para la supervivencia de la Unión.

Pero ahora que comienza a amainar la conmoción inicial del resultado del referendo, está sucediendo algo inesperado: la tragedia ya no parece un *fait accompli*. Muchos votantes británicos comienzan a arrepentirse de su decisión ahora que lo hipotético se volvió real. La libra se derrumbó; es muy probable la celebración de otro referendo en Escocia; los que antes lideraron la campaña *pro-Brexit* se han lanzado a destruirse en una peculiar guerra fratricida; y algunos de sus seguidores comenzaron a vislumbrar el ominoso futuro que les espera, como país y personalmente. Una señal de este giro de la opinión pública es el lanzamiento de una campaña (que ya cuenta con más de cuatro millones de firmas) para peticionar al Parlamento la celebración de un segundo referendo.

Así como el *Brexit* fue una sorpresa negativa, la respuesta espontánea que produjo es una sorpresa positiva. Se han movilizado personas de ambos bandos (y lo más importante, algunas que ni siquiera votaron en el referendo, particularmente jóvenes de menos de 35 años). Es la clase de participación de base que la UE nunca pudo generar.

La conmoción posterior al referendo dejó a la vista del pueblo británico lo que perderá abandonando la UE. Si este sentimiento se extiende al resto de Europa, lo que parecía la desintegración inevitable de la UE puede ser en cambio motor de una Europa mejor y más fuerte.

El proceso podría comenzar en Gran Bretaña. El voto popular no puede revertirse, pero la campaña de recolección de firmas puede transformar el panorama político al revelar un nuevo entusiasmo por la pertenencia a la Unión Europea. Esto podría luego trasladarse al resto de la UE y generar un movimiento en pos de salvarla por medio de una reestructuración profunda. Estoy convencido de que a medida que en los meses

venideros se vayan desarrollando las consecuencias del *Brexit*, cada vez más gente querrá unirse a este movimiento.

Lo que la UE no debe hacer es penalizar a los votantes británicos e ignorar sus legítimas inquietudes sobre las deficiencias de la Unión. La dirigencia europea debe admitir sus errores y reconocer el déficit democrático de la estructura institucional presente. En vez de tratar el *Brexit* como negociación de un divorcio, hay que aprovechar la oportunidad para reinventar la UE y convertirla en el tipo de club al que el Reino Unido y otros en riesgo de irse querrían ingresar.

Si los votantes descontentos en Francia, Alemania, Suecia, Italia, Polonia y los demás países ven que la permanencia en la UE los beneficia, esta saldrá fortalecida. Si no, se romperá mucho antes de lo que gobernantes y ciudadanos creen.

El próximo punto candente es Italia, que se enfrenta a una crisis bancaria y a un referendo en octubre. El primer ministro está en un dilema: si no resuelve la crisis bancaria a tiempo, perderá el referendo, lo que podría llevar al gobierno al Movimiento Cinco Estrellas, socio en el Parlamento Europeo del Partido de la Independencia del Reino Unido (que estuvo a favor del *Brexit*). Para hallar una solución, el primer ministro necesita ayuda de las autoridades europeas, pero éstas son demasiado lentas e inflexibles.

Los líderes europeos deben reconocer que la UE está al borde del colapso. En vez de culparse unos a otros, deben ponerse de acuerdo y adoptar medidas excepcionales.

En primer lugar, hay que trazar una distinción clara entre la pertenencia a la UE y a la eurozona. Aquellos países que tienen la suerte de no ser miembros de la segunda no deben ser blanco de discriminación. Si la eurozona desea una integración más estrecha (como debería ser), necesita un presupuesto y un organismo de hacienda propio que

actúe como autoridad fiscal a la par de la autoridad monetaria (el Banco Central Europeo).

En segundo lugar, la UE debe poner en acción su excelente (y casi no utilizada) capacidad crediticia. Sería irresponsable que los líderes no lo hagan, cuando la existencia misma de la UE está en juego.

En tercer lugar, la UE debe fortalecer sus defensas para protegerse de los enemigos externos, que probablemente buscarán aprovechar su debilidad actual. El mayor activo de la UE es Ucrania, cuyos ciudadanos están dispuestos a morir en defensa de su país; al defenderse, también defienden a la UE (algo infrecuente en la Europa de hoy en día). Ucrania tiene la suerte de contar con un gobierno nuevo con más determinación y capacidad para implementar las reformas por las que tanto sus ciudadanos como sus amigos externos han estado clamando. Pero la UE y sus estados miembros no están dando a Ucrania el apoyo que se merece (a diferencia de Estados Unidos de Norteamérica).

En cuarto lugar, hay que revisar totalmente los planes de la UE para el manejo de la crisis de refugiados: son ineficaces por la multitud de equívocos y contradicciones que contienen, están terriblemente mal financiados y usan medidas coercitivas que generan resistencia. En otro lugar propuse una solución detallada para estos problemas.

Si la UE logra avances en esta dirección, se convertirá en una organización a la que la gente querrá pertenecer. Entonces volverá a ser posible una modificación de los tratados (y una mayor integración).

Si los líderes europeos no actúan, los que quieren salvar a la UE para reinventarla deben seguir el ejemplo de los jóvenes activistas británicos.

Hoy más que nunca, los defensores de la UE deben hacerse oír.

Fuente de información:
https://www.project-syndicate.org/commentary/the-promise-of-regrexit-by-george-soros-2016-07/spanish

Europa se está rompiendo por donde menos esperábamos (RIE)

El 27 de junio de 2016, el Real Instituto Elcano (RIE) publicó la entrevista realizada a Federico Steinberg, su investigador principal de economía Internacional, que se presenta a continuación.

Con la sorpresa todavía a medio digerir. Federico Steinberg no pone paños calientes al inesperado resultado del referendo británico. Y apunta a la necesidad de acabar con la incertidumbre cuanto antes: "Es lo que menos le gusta a los mercados".

¿Es el resultado tan grave como se está interpretando?

Es muy grave, sí. La reacción de los mercados ha sido muy mala, sobre todo porque nadie lo esperaba. Pero hay que tener en cuenta que la salida se debe negociar en los próximos dos años; es decir, durante dos años seguirá habiendo libre circulación. Lo más preocupante es que se trata de la primera vez que alguien sale del proyecto europeo.

¿Cuáles cree que serán las primeras consecuencias?

Se abre una etapa de una incertidumbre enorme y habrá que ir viendo cómo se desarrollan los acontecimientos, que pueden incidir incluso en la misma desintegración del Reino Unido. También se ha revelado una posición de gente mayor contra gente joven que apunta hacia una brecha generacional que ya existe en toda Europa.

Han decidido los que menos sufrirán las consecuencias a largo plazo.

Sí, ha decidido la Inglaterra del centro, más xenófoba; la que añora el Imperio y es temerosa de Europa contra la opinión del resto del Reino Unido que es más joven y pluricultural.

¿Habrá contagio?

Eso es un interrogante. Probablemente no en los países de la zona euro. Pero habrá que ver cómo reacciona Europa, si da un salto hacia una mayor integración o si se pone de perfil y permite que crezca el debate. En los países de la zona euro es más difícil plantear una salida, porque es precisamente lo que se ha intentado evitar durante la crisis de estos años. Pero ahí están los movimientos que encabezan Beppe Grillo en Italia o Marine Le Pen en Francia.

¿Le parece que estamos ante un acontecimiento histórico, que es el principio del fin de la Unión Europea?

Yo diría que no es para tanto. Como digo, lo más probable es que se mantengan aquellos que están en la zona euro, pero el resto, como Dinamarca, es posible que se replanteen su postura. Vamos a esperar un poco. Lo que está claro es que Europa se está rompiendo por donde menos lo esperábamos.

A estas alturas pocos dudan ya de que convocar el referendo ha sido un grave error.

Desde luego. Es la clásica decisión que se toma en clave de política interna y luego acarrea unas implicaciones mucho más importantes de las que se podían prever. Ha sido una enorme irresponsabilidad por parte de Cameron. Si criticamos a Tsipras cuando convocó el referendo sobre los recortes, este caso ha sido mucho más grave, porque la salida es irreversible y si hubiera triunfado el *remain*, el debate no habría terminado.

¿Diría que han triunfado más las razones emocionales que las económicas?

El argumento económico no se ha planteado bien y se ha convertido en un argumento del miedo. Sin embargo, los partidarios de irse han apelado más al corazón.

Igual es una pregunta tonta, porque seguramente nadie gana con esta decisión, pero ¿quién cree que pierde más, el Reino Unido o la UE?

Es difícil de saber. Si esto se queda solo en el *brexit*, pierden más los británicos. Pero si hay contagios, habrá que valorarlo cuando se produzcan.

Fuente de información:
http://www.realinstitutoelcano.org/wps/wcm/connect/b7ebe4804d494b598c5fede5d911ddc4/Steinberg-Entrevista-Europa-esta-rompiendo-por-donde-menos-esperabamos.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=b7ebe4804d494b598c5fede5d911ddc4

El *Brexit* y el futuro de Europa (FEM)

El 26 de junio de 2016, el Foro Económico Mundial (FEM), en colaboración con *Project Syndicate*, publicó el artículo de opinión de George Soros. A continuación se presenta la opinión del inversionista Soros.

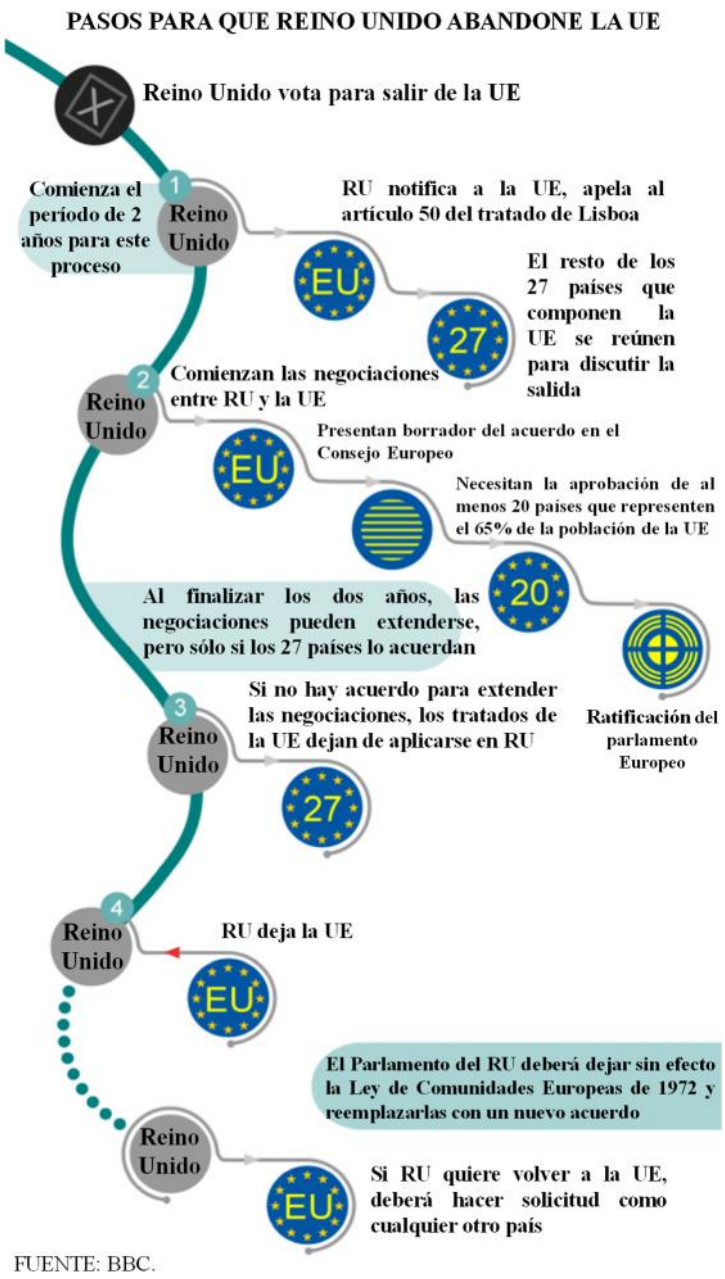
En mi opinión, Gran Bretaña tenía con la Unión Europea (UE) el mejor de los arreglos posibles; era miembro del mercado común sin pertenecer al euro y había conseguido otras exenciones a las reglas de la UE. Pero eso no bastó para evitar que el electorado británico votara por la salida del bloque. ¿Por qué?

La respuesta puede hallarse en las encuestas de opinión realizadas los meses previos al referendo por el “Brexit”. La crisis migratoria europea y el debate por el Brexit se reforzaron mutuamente. La campaña por el “*Leave*” (la salida de la UE) explotó el empeoramiento de la situación de los refugiados (simbolizado por atemorizadoras imágenes de miles de solicitantes de asilo concentrados en Calais y desesperados por

entrar a Gran Bretaña a cualquier costo) para atizar el temor a la inmigración "descontrolada" desde otros países de la UE. Las autoridades europeas demoraron decisiones importantes sobre la política de refugiados para no incidir negativamente en el referendo británico, lo que perpetuó escenas de caos como la de Calais.

La decisión de la canciller alemana Angela Merkel de abrir las puertas de su país a los refugiados fue un gesto inspirador, pero sin la suficiente reflexión, ya que no se tuvo en cuenta el factor de atracción. Una súbita afluencia de solicitantes de asilo trastornó la vida cotidiana de la gente en toda la UE.

Además, la falta de controles adecuados creó un pánico que afectó a todos: a la población local, a las autoridades a cargo de la seguridad pública y a los refugiados mismos. También facilitó el veloz ascenso de partidos xenófobos antieuropeos, como el Partido de la Independencia del RU, que lideró la campaña por el "*Leave*" mientras los gobiernos nacionales y las instituciones europeas parecían incapaces de manejar la crisis.



FUENTE: BBC.

Ahora el escenario catastrófico que muchos temían se materializó, con lo que la desintegración de la UE es prácticamente irreversible. A la larga puede que la salida de la UE deje a Gran Bretaña relativamente mejor que otros países o no, pero en el corto a mediano plazo su economía y su pueblo van a sufrir considerablemente. Inmediatamente después de la votación, la libra se hundió a su nivel más bajo en más de tres décadas, y es probable que la conmoción financiera mundial se prolongue

mientras se desarrolla el largo y complicado proceso de negociación del divorcio político y económico de la UE. Las consecuencias para la economía real serán comparables solo a la crisis financiera de 2007 y 2008.

Es seguro que ese proceso estará cargado de más incertidumbre y riesgo político, porque lo que estaba en juego nunca fue simplemente alguna ventaja real o imaginaria para Gran Bretaña, sino la supervivencia misma del proyecto europeo. El *Brexit* deja la vía libre a otras fuerzas antieuropeas dentro de la Unión. Apenas se había anunciado el resultado del referendo, y en Francia el Frente Nacional pidió un "Frexit", mientras que el populista neerlandés Geert Wilders promovió un "Nexit".

Además, es posible que RU tampoco sobreviva. Es de esperar que Escocia, donde el voto por la permanencia en la UE obtuvo una mayoría abrumadora, haga otro intento de independizarse, y algunos funcionarios en Irlanda del Norte, cuyos votantes también respaldaron el "*Remain*", ya pidieron la unificación con la República de Irlanda.

La respuesta de la UE al *Brexit* puede convertirse en otra trampa. Es posible que los líderes europeos, preocupados por disuadir a otros estados miembros de seguir el ejemplo británico, no estén dispuestos a ofrecer a RU condiciones (en particular, en relación con el acceso al mercado común europeo) que le hagan menos dolorosa la salida del bloque. Como la UE supone la mitad del intercambio comercial británico, el impacto en los exportadores puede ser devastador (aunque mejore la competitividad del tipo de cambio). Y con la reubicación de instituciones financieras y de su personal a ciudades de la eurozona en los próximos años, la City (y el mercado inmobiliario) de Londres acusarán el golpe.

Pero las derivaciones para Europa pueden ser mucho peores. Las tensiones entre los estados miembros alcanzaron un punto crítico, no solo en relación con los refugiados, sino también por las dificultades excepcionales entre los países deudores y acreedores dentro de la eurozona. Al mismo tiempo, los gobiernos de Francia y Alemania,

debilitados, ahora están obligados a concentrar la atención en los problemas locales. En Italia, una caída bursátil del 10% tras el *Brexit* dejó en claro la vulnerabilidad del país a una crisis bancaria con todas las letras, algo que podría llevar al poder al populista Movimiento Cinco Estrellas (que acaba de obtener la alcaldía de Roma) tan pronto como el año entrante.

Nada de esto es buen presagio para un programa serio de reformas en la eurozona, que debería incluir una auténtica unión bancaria, una unión fiscal limitada y mecanismos de rendición de cuentas democrática mucho más sólidos. El tiempo no está del lado de Europa, conforme presiones externas de países como Turquía y Rusia (que están sacando provecho de la discordia) agravan la competencia política interna europea.

Esa es la situación actual. A toda Europa (Gran Bretaña incluida) la perjudica la pérdida del mercado común y de los valores comunes para cuya protección se creó la UE. Pero lo cierto es que la UE dejó de funcionar y de satisfacer las necesidades y aspiraciones de sus ciudadanos. Va camino de una desintegración caótica que dejará a Europa peor que si la UE nunca hubiera existido.

Pero no debemos abandonar. La UE es, hay que reconocerlo, una creación imperfecta. Después del *Brexit*, todos los que creemos en los valores y principios que ella encarna debemos agruparnos para salvarla reconstruyéndola por completo. Estoy convencido de que a medida que en las semanas y los meses siguientes se revelen las consecuencias del *Brexit*, cada vez más gente se nos unirá.

Fuente de información:
https://www.weforum.org/es/agenda/2016/06/el-brexit-y-el-futuro-de-europa
Para tener acceso a información relacionada visite:
https://www.weforum.org/es/agenda/2016/06/el-brexit-gana-el-referendo-reino-unido-elige-salir-de-la-union-europea-que-pasa-ahora

El Reino Unido se fue por un exceso de Unión Europea (*PS*)

El 28 de junio de 2016, la organización Project Syndicate (*PS*) publicó los comentarios de Martin Feldstein[6] sobre los motivos por los que el Reino Unido optó por salir de la Unión europea. A continuación se presenta su opinión.

Un pensativo amigo británico me dijo unos pocos días antes del referendo por el "*Brexit*" que votaría por la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea (UE), porque le preocupaba la incertidumbre económica que se produciría en caso contrario. Pero añadió que si hubiera sabido de antemano en qué se convertiría la UE, no hubiera apoyado el ingreso de Gran Bretaña en 1973.

Los motivos de los votantes que eligieron salir de la UE son muy diversos, pero una inquietud en que muchos coinciden es cómo la dirigencia europea se extralimitó de su mandato original y creó una organización cada vez más grande e invasiva.

El sueño de Jean Monnet de crear un Estados Unidos de Europa no era lo que querían los británicos cuando se unieron a la UE hace 40 años. Tampoco buscaban que Europa hiciera de contrapeso a Estados Unidos de Norteamérica, como quería Konrad Adenauer, el primer canciller alemán de la posguerra. Gran Bretaña solo quería las ventajas de una mayor integración comercial y del mercado laboral con los países al otro lado del Canal de la Mancha.

La UE fue en sus inicios un acuerdo entre seis países para lograr el libre movimiento de bienes y capital, y eliminar barreras a la movilidad de la mano de obra. Cuando los

[6] Martin Feldstein, profesor de economía en la Universidad de Harvard y Presidente Emérito de la Oficina Nacional de Investigación Económica, designado Presidente del Consejo de Asesores Económicos del presidente Ronald Reagan de 1982 a 1984. En 2006, fue llamado al Consejo Asesor de Inteligencia Exterior del presidente Bush, y, en 2009, se adhirió al Consejo Asesor de recuperación Económica del presidente Obama. Actualmente, es miembro de la junta directiva del Consejo de Relaciones Exteriores, la Comisión Trilateral y el Grupo de los 30, un organismo internacional sin fines de lucro, que busca una mayor comprensión de los problemas económicos globales.

líderes de la UE quisieron reforzar la idea de solidaridad europea con la creación de una unión monetaria, Gran Bretaña pudo felizmente quedarse afuera y conservar la libra (y con ella, el control de su política monetaria). Pero con esa decisión, Gran Bretaña quedó relativamente apartada dentro de la UE.

Cuando la UE se expandió de seis países a 28, Gran Bretaña no pudo limitar en forma permanente la entrada a su mercado laboral de trabajadores de los nuevos estados miembros. Eso llevó a que la cantidad de trabajadores extranjeros en Gran Bretaña se haya duplicado desde 1993 hasta llegar a más de seis millones (10% de la fuerza laboral), que en su mayoría ahora proceden de países de bajos salarios que no formaban parte de la UE original.

A los votantes pro-*Brexit* les preocupa la presión resultante sobre los salarios británicos, pero en general no rechazan el objetivo original de incrementar los flujos comerciales y de capital, esencia de la globalización. Algunos partidarios del *Brexit* pueden señalar el ejemplo del exitoso tratado de libre comercio que firmó Estados Unidos de Norteamérica con Canadá y México, que no estipula la movilidad de la mano de obra.

A diferencia de Gran Bretaña, los otros países de la UE (liderados por Francia y Alemania) querían más que libre comercio y un mercado laboral ampliado. Desde el primer momento, los líderes europeos estaban resueltos a ampliar el “proyecto europeo” para lograr lo que el Tratado de Roma denominó “una unión cada vez más estrecha”. Los partidarios del traspaso de autoridad a las instituciones de la UE lo justificaron con el principio de “soberanía compartida”, por el cual la soberanía británica podía quedar supeditada a decisiones de la UE, sin que hubiera ningún acuerdo formal con el gobierno o el pueblo del Reino Unido.

El “pacto de estabilidad y crecimiento” de 1998 impuso un límite al déficit anual que podían tener los países miembros y exigió que el cociente de endeudamiento respecto del Producto Interno Bruto (PIB) se redujera a no más de 60%. Al comenzar la crisis

financiera global en 2008, la ahora canciller alemana vio una oportunidad de fortalecer todavía más la UE mediante la aprobación de un nuevo "pacto fiscal" que autorizaba a la Comisión Europea a vigilar los presupuestos anuales de los países miembros y multar a los que no cumplieran las metas presupuestarias y de deuda (aunque no se han aplicado). Alemania también lideró el intento de establecer una "unión bancaria" europea con un único marco normativo y un mecanismo de resolución vinculante para las instituciones financieras en problemas.

Aunque ninguna de estas políticas afectó directamente al Reino Unido, todas ampliaron el abismo intelectual y político entre Gran Bretaña y los miembros de la UE agrupados en la eurozona, reforzando la diferencia fundamental entre los gobiernos británicos promercado y los de muchos países de la UE, con sus tradiciones de socialismo, planificación estatal y fuerte regulación.

La división de poderes entre la burocracia de la UE y los países miembros se rige por el ambiguo principio (tomado de la doctrina social de la Iglesia católica) de subsidiariedad, por el que las decisiones se deben tomar en el nivel "más bajo" o menos centralizado de "autoridad competente". Pero en la práctica, eso no limitó a los reguladores de Bruselas y Estrasburgo. La subsidiariedad ofrece a los gobiernos de los países miembros de la UE mucho menos protección que la dada por la Décima Enmienda de la Constitución de los Estados Unidos de Norteamérica (que niega al gobierno federal todo poder que no le sea delegado por la Constitución) a los gobiernos de los estados.

La opinión pública británica no es la única disconforme con la UE. Una encuesta reciente realizada en países de la UE por la Fundación *Pew* encontró que una mayoría de votantes en tres de los países más grandes (Gran Bretaña, Francia y España) tienen mala imagen de la UE. En Alemania, la opinión pública está dividida en mitades iguales. En Italia, una clara mayoría se consideró beneficiada por la pertenencia a la

UE; y, sin embargo, el populista Movimiento Cinco Estrellas, que hace poco ganó las elecciones municipales en 19 de las 20 ciudades en las que se presentó (incluido el 70% de los votos en Roma), prometió que si este año gana la elección parlamentaria celebrará un referendo sobre la salida de la eurozona.

Muchos funcionarios y expertos predicen que el *Brexit* traerá terribles consecuencias económicas, pero no es inevitable. Mucho depende ahora de los términos de la futura relación entre la UE y Gran Bretaña.

Además, el Reino Unido ahora está en mejor posición para negociar un tratado de comercio e inversión más favorable con Estados Unidos de Norteamérica. La propuesta de Asociación Transatlántica de Comercio e Inversión (ATCI) entre Estados Unidos de Norteamérica y la UE está empantanada, pero a un gobierno británico fuera de la UE le resultará más fácil negociar con aquel país, ya que los estadounidenses tendrían que hablar con un solo país en vez de 28, muchos de los cuales no comparten las políticas británicas promercado.

La cuestión de la pertenencia de Gran Bretaña a la UE ya está decidida. Ahora su futuro económico depende de lo que haga con esta nueva independencia.

Fuente de información:
https://www.project-syndicate.org/commentary/europe-overreach-drove-britain-out-by-martin-feldstein-2016-06/spanish

¿Es China el próximo Japón? (*PS*)

El 27 de junio de 2016, la organización Project Syndicate (*PS*) publicó los comentarios de Stephen S. Roach[7] sobre si China es el próximo Japón. A continuación se presenta su opinión.

A pesar de que se profundizan las preocupaciones sobre la economía de China, el país no se encamina hacia "décadas perdidas" de estancamiento al estilo japonés. Y, sin embargo, una ambigüedad preocupante nubla este veredicto. El destino de Japón fue sellado por su renuencia a abandonar un modelo de crecimiento disfuncional. Si bien China se distingue de Japón por haber adoptado el reequilibrio estructural, este país está esforzándose por poner en práctica dicha estrategia. A menos que los esfuerzos de China tengan éxito, los resultados podrían ser similares.

La misma conclusión se desprende de un seminario sobre "Las lecciones de Japón" que he enseñado en Yale durante los últimos seis años. El curso es principalmente un curso sobre macroeconomía forense —en el curso se destilan lecciones clave sobre el alza y caída de la economía japonesa moderna y luego se averigua la relevancia de dichas lecciones para otras economías importantes—.

El seminario culmina con trabajos de investigación realizados por los estudiantes, trabajos que están dirigidos a determinar qué países serían candidatos a ser el próximo Japón. Tan recientemente como el año 2012, Estados Unidos de Norteamérica se presentaba como la opción favorita, ya que este país luchaba por recuperar su posición tras la gran Crisis Financiera del año 2008. No es sorprendente que, al llegar el año 2013, el enfoque se desplazara a la Europa maltratada por la crisis. Pero este año, más

[7] Stephen S. Roach, ex presidente de Morgan Stanley Asia y economista jefe de la firma, antiguo miembro del Instituto Jackson de Asuntos Globales de la Universidad de Yale y profesor en la Escuela de Administración de Yale. Es el autor de "Desequilibrada: La codependencia de América y China".

de la mitad de los estudiantes en el seminario (13 de 23) eligieron examinar si China podría ser el próximo Japón.

Un entorno académico ofrece un laboratorio intelectual maravilloso. Sin embargo, un par de viajes rápidos a China después del final del período de primavera me dieron una perspectiva diferente. En extensas conversaciones con funcionarios, líderes empresariales, académicos e inversionistas de la China, encontré un gran interés en las lecciones de Japón y cómo dichas lecciones podrían influir en el enigma de China.

El siempre presente tema favorito de discusión fue la deuda. La deuda no financiera de China ha aumentado de 150% del Producto Interno Bruto (PIB) en el año 2008 al 255% hoy en día, concentrándose dos tercios de dicho aumento en el sector empresarial, en su mayoría empresas de propiedad estatal (EPE). La deuda rápidamente creciente de China, que es el mayor ahorrista del mundo —con un nivel de ahorro interno bruto promedio de 49% del PIB desde el año 2007— no es sorprendente para nada, ni para nadie. Las economías con altos niveles de ahorro son propensas a la alta inversión, y la falta de reforma de los mercados de capitales en China —exacerbada por el estallido de la burbuja de los bienes raíces en el año 2015— refuerza el papel desproporcionado que el crédito bancario ha desempeñado en el financiamiento del auge de la inversión de China.

La comparación de Japón es especialmente instructiva en la evaluación de los riesgos de crecimiento intensivo de la deuda. Situándose en casi el 390% del PIB a finales del año 2015, la proporción total de deuda de Japón es mayor en unos 140 puntos porcentuales en comparación con el de China. Pero, debido a que Japón tiene una alta tasa de ahorro —un promedio de 24% del PIB desde el año 2007— básicamente debe pagar esa deuda a sí mismo. Esto significa que no es vulnerable a la fuga de capitales de los inversionistas extranjeros que a menudo es el factor que desencadena las crisis.

Ya que desde el año 2007 la tasa de ahorro de China dobla la de Japón, esta conclusión es aún más pertinente para su economía intensiva en deuda. El susto que pasó China a principios del año 2016 —avivado por nerviosismos sobre fuga de capitales y riesgos relativos al tipo de cambio— no consideró por completo este punto. Los temores de un aterrizaje forzoso derivado de una crisis de la deuda china son ampliamente exagerados.

Las empresas zombis —las "muertas vivientes"— son también un tema de intensa discusión en China. En su calidad de actores clave en la primera década perdida de Japón durante los años 1990, se mantuvieron con vida a las empresas zombis mediante "renovaciones perpetuas" de préstamos bancarios subvencionados —enmascarando así una enorme acumulación de cartera vencida (cartera en mora) que finalmente provocó la caída del sistema bancario japonés—. De manera significativa, la interacción insidiosa entre corporaciones zombis y bancos zombis obstruyó las arterias de la economía real —provocando una fuerte desaceleración en el crecimiento de la productividad que Japón aún tiene la tarea de revertir—.

En recientes declaraciones públicas, los líderes chinos han hecho referencia explícita a las EPE zombis. Pero, a diferencia de Japón, que se mantuvo en negación del problema por casi una década, las autoridades chinas se han movilizado con relativa rapidez para frenar los excesos en dos industrias clave —las industrias del acero y el carbón— y simultáneamente muestran señales sobre que también se movilizarán en las industrias del cemento, vidrio y construcción naval.

El deterioro de la calidad crediticia de China también es una reminiscencia de la experiencia de Japón. La tasa de morosidad oficial del 1.7% para el grupo de bancos cuyas acciones se transan en la bolsa es sólo la punta del iceberg. Debajo de la superficie se encuentran los "préstamos con mención especial" —que son prestamos en los que los prestatarios están en las primeras etapas de dificultades de pago— mismos que junto con los créditos morosos en el sector bancario en la sombra, podrían, al sumarse ambos,

aumentar la tasa de morosidad de China a una carga total de alrededor del 8%. En tal caso y con el transcurso del tiempo, las autoridades enfrentarían la necesidad de inyectar capital en el sistema bancario chino.

Nada de esto es un oscuro secreto en Pekín. Por el contrario, se publicó una entrevista a principios de mayo con una "persona de altas esferas del gobierno que contaba con información privilegiada" en el diario oficial de China, *People's Daily*, en la cual esta persona subrayó el debate cada vez más abierto e intenso entre los altos funcionarios sobre cómo evitar terminar como Japón. Esta persona, supuestamente cercana al presidente de la nación destacó la conexión insidiosa entre los problemas chinos con la deuda y con las empresas zombi, problemas que bien podría culminar en curvas que muestren resultados en forma de "L", parecidos a los de Japón, es decir que muestren una caída seguida por un largo período sin crecimiento o curva plana.

Todo esto nos lleva al corazón de la comparación entre China y Japón. Dos décadas y media pérdidas (y aún no finaliza el cómputo) es simplemente un resultado inaceptable para China. Pero, saber lo que China no quiere no es suficiente para garantizar que este país no vaya a quedar atrapado en una trampa propia de estilo japonés.

Las reformas son el factor diferenciador decisivo. La incapacidad de Japón para adoptar reformas estructurales fue una característica que marcó la década de 1990, y es un impedimento igualmente grave para el actual programa de recuperación llamado "Abe-economía". Por el contrario, la estrategia de China hace hincapié en el trabajo arduo de cambio estructural y de reequilibrio. Al final, el éxito o el fracaso dependerán de la voluntad de las autoridades de China para hacer frente a los poderosos intereses que se oponen a la reforma.

Curiosamente, de los 13 estudiantes en mi seminario que eligieron considerar a China como el próximo Japón, dos tercios en última instancia rechazaron la comparación. Ellos argumentaron que las lecciones de la China moderna —especialmente las

reformas y la apertura liderada por Deng Xiaoping— son más importantes que las lecciones de Japón. Y, ellos obtuvieron buenas calificaciones.

Fuente de información:
https://www.project-syndicate.org/commentary/no-lost-decades-for-china-by-stephen-s--roach-2016-06/spanish

Aprovechar el potencial de la presidencia de China en el G-20 (*PS*)

El 8 de julio de 2016, la organización Project Syndicate (*PS*) publicó los comentarios de José Antonio Ocampo[8] sobre la oportunidad de aprovechar el potencial de la presidencia de China en el G-20. A continuación, se presenta su opinión.

En las preliminares para la cumbre del G-20 en septiembre en Hangzhou, China, se ha hablado mucho sobre la necesidad de fortalecer la cooperación macroeconómica global y reformar el sistema monetario internacional. Si bien de ningún modo es la primera vez que se plantean estos temas (por ejemplo, en 2011 Francia propuso la reforma monetaria, pero le salió al paso la crisis de la eurozona), puede que ahora sea el momento para dar pasos genuinos.

La economía global de hoy está plagada por la incertidumbre. Últimamente, la inconsistencia de los datos ha sembrado dudas sobre la solidez de la economía de Estados Unidos de Norteamérica. En el caso de Japón, la información es todavía más errática. La Unión Europea (UE) no sólo se enfrenta a una recuperación que sigue siendo débil, sino también a la posibilidad de perder a Gran Bretaña como miembro.

Mientras tanto, el mundo emergente vive una aguda desaceleración económica. En particular, China es un riesgo importante, ya que muchos temen que su desaceleración

[8] José Antonio Ocampo, profesor de la Universidad de Columbia y Presidente del Comité del Consejo Económico y Social de las Naciones Unidas para la Política de Desarrollo, fue ministro de Hacienda de Colombia y Secretario General de las Naciones Unidas para Asuntos Económicos y Sociales. Es el co-autor (con Luis Bértola) de “El desarrollo económico de América Latina desde la independencia”.

sea más acusada de lo previsto. Esta situación ha motivado a que muchos saquen sus capitales del país, generando una fuerte presión a la baja sobre el renminbi.

Esto subraya otra fuente de incertidumbre actual: los tipos de cambio. Las principales monedas del mundo han tenido problemas en los últimos años: el euro sufrió una importante baja en 2014-2015, el dólar estadounidense bajó después de que la Reserva Federal diera señales de querer postergar el aumento de sus tipos y ahora la libra británica ha ido cayendo por la incertidumbre en torno al referendo sobre su calidad de miembro de la UE. Incluso ha habido quienes han planteado sospechas de que existe una devaluación competitiva.

En tiempos que los cambios en la política de un país repercuten en toda la economía global, podría ser vital fortalecer la cooperación para mejorar la estabilidad general. Y de hecho, en cierta medida los líderes mundiales ya han reconocido este imperativo.

Desde el inicio de la crisis financiera mundial en 2008, se han emprendido muchas iniciativas para reforzar la cooperación macroeconómica. Por ejemplo, el G-20 lanzó el Proceso de Evaluación Mutua, por la cual se evalúa a los países miembro siguiendo indicadores acordados en común. También ha mejorado la supervisión de las políticas macroeconómicas por parte del Fondo Monetario Internacional (FMI), con la implementación de un nuevo conjunto de herramientas de supervisión multilateral centradas en las economías principales. Se ha dicho que estas reformas constituyen el sistema de cooperación macroeconómica multilateral más elaborado de la historia.

Y, aun así, al G-20 le resulta extremadamente difícil cumplir el objetivo acordado en 2009 de “actuar en conjunto para generar un crecimiento global sólido, sostenible y equilibrado”. Entre los obstáculos más importantes se encuentra la incapacidad de motivar a algunas economías en superávit a impulsar políticas de estímulo del crecimiento para compensar los efectos recesivos del ajuste en los países deficitarios.

Esto se ve de manera bastante clara en la eurozona, donde Alemania y Holanda no han reducido sus superávit, a pesar de que las economías deficitarias han aplicado ajustes masivos. Como resultado, la eurozona ha pasado de tener un déficit general en 2008 a ser una importante zona con superávit, generando un shock que ha reducido la demanda global en cerca de un 1 por ciento.

Está claro que es necesario hacer que la cooperación macroeconómica sea más eficaz. Pero, tal como ha mostrado la reciente volatilidad de los tipos de cambio, incluso eso no bastará para estabilizar la economía global. También se necesita una reforma monetaria.

En ella podría reconsiderarse el papel desproporcionado del dólar estadounidense en el sistema monetario internacional. En un mundo cada vez más multipolar, ¿no tendría más sentido crear un sistema multidivisas y hacer mayor uso de la única moneda global que se ha creado hasta hoy, los Derechos Especiales de Giro (SDR) del FMI?

Si se estableciera como moneda de reserva mundial principal se lograrían muchos beneficios de largo alcance. Todos los países (no sólo las principales potencias económicas) disfrutarían de "señoreaje", o las utilidades que aportara la emisión de moneda. Más aún, como sugiriera hace ya algún tiempo el economista del FMI Jacques Polak, el FMI podría financiar sus programas emitiendo SDR, eliminando así las engorrosas negociaciones para asegurar créditos o elevar las cuotas de los miembros. Asimismo, los SDR podrían apoyar el desarrollo: por ejemplo, se los podría asignar en mayores proporciones a los países en desarrollo, que tienen mayor demanda de reservas en moneda extranjera.

La Presidencia del G-20 por China podría ser el impulso necesario para este cambio. El Gobernador del Banco Popular de China, fue de los primeros en cuestionar el papel del dólar hace unos siete años, y China ha trabajado con constancia para internacionalizar

el renminbi, logrando que en 2015 la Junta del FMI aceptara añadir el renminbi a la canasta de monedas internacionales que determina el valor del SDR.

Más allá de su mayor uso en los programas del FMI, los gobiernos podrían emitir bonos denominados en SDR. Además, los bancos privados podrían aumentar el uso de esta unidad monetaria, tal como algunos bancos europeos hicieron uso de la llamada Unidad Monetaria Europea que ayudó a comentar el camino para el euro.

La Cumbre del G-20 en China es una oportunidad importante para mejorar la cooperación macroeconómica y adoptar reformas de peso para el sistema monetario internacional. Convendría no desperdiciarla, para beneficio tanto de los países en desarrollo como de los desarrollados.

Fuente de información:
https://www.project-syndicate.org/commentary/G-20-summit-global-monetary-reform-by-jose-antonio-ocampo-2016-07/spanish

Aterrizaje suave, el escenario más probable en China (RIE)

El 11 de julio de 2016, el Real Instituto Elcano (RIE) publicó el artículo "Aterrizaje suave, el escenario más probable en China". A continuación se presenta el contenido.

Tema

A pesar de la incertidumbre, el escenario más probable para la economía china parece el de un aterrizaje suave.

Resumen

Una de las dudas que se ciernen sobre la economía global es si China está abocada a sufrir una desaceleración abrupta o si, por el contrario, el país cuenta con los márgenes

de actuación suficientes como para permitir un aterrizaje suave de la economía. El presente artículo discute los desequilibrios acumulados por China en los últimos años (que son los que sirven para que muchos defiendan el escenario de desaceleración abrupta como el más probable) pero también hace un repaso de los significativos márgenes de maniobra con los que cuenta un país, como China, que es acreedor neto respecto del resto del mundo. Aunque es difícil conocer con detalle lo que sucede en el gigante asiático, pues la información estadística es claramente mejorable, el artículo llega de forma tentativa a la conclusión de que el escenario de aterrizaje suave continúa siendo el más probable.

Análisis

Introducción

El desarrollo económico de China en las últimas décadas ha sido espectacular. Sin embargo, desde hace bastante tiempo el gigante asiático está en boca de todos más como fuente de problemas para la economía global que como ejemplo de éxito económico. ¿Por qué es esto así? ¿Está China abocada a una desaceleración abrupta o existen márgenes de maniobra suficientes para permitir un escenario de aterrizaje suave?

El presente artículo reflexiona sobre dos tipos de cuestiones. En primer lugar, nos preguntamos cuáles son los desequilibrios que se han ido generando en China durante su proceso de desarrollo económico. Son estos desequilibrios, sin duda importantes, los que sirven a muchos para mantener una visión muy negativa sobre el futuro de la economía china.

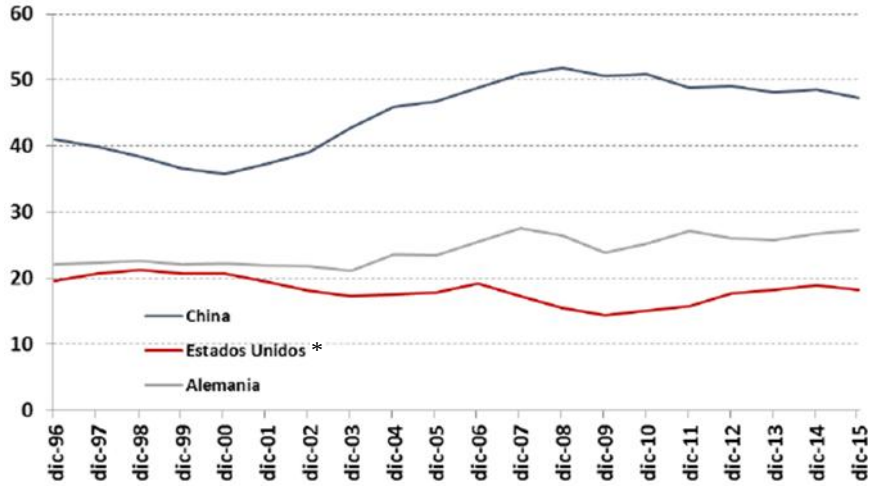
En segundo lugar, analizamos cuáles son las fortalezas (que las hay) con las que cuenta el gigante asiático para afrontar esos desequilibrios.

Aun a riesgo de equivocarnos, pues es mucho lo que se desconoce sobre la economía china, la conclusión tentativa a la que se llega al analizar los retos y las fortalezas es que existen razones para pensar que el escenario de aterrizaje suave para China continúa siendo el más probable.

Los desequilibrios que han acompañado al desarrollo económico chino

El crecimiento económico chino se ha caracterizado desde hace mucho tiempo por unas tasas de ahorro y de inversión extraordinariamente elevadas, algo que difícilmente resulta sostenible en el mediano y largo plazo.

TASA DE AHORRO
-Porcentaje del PIB-

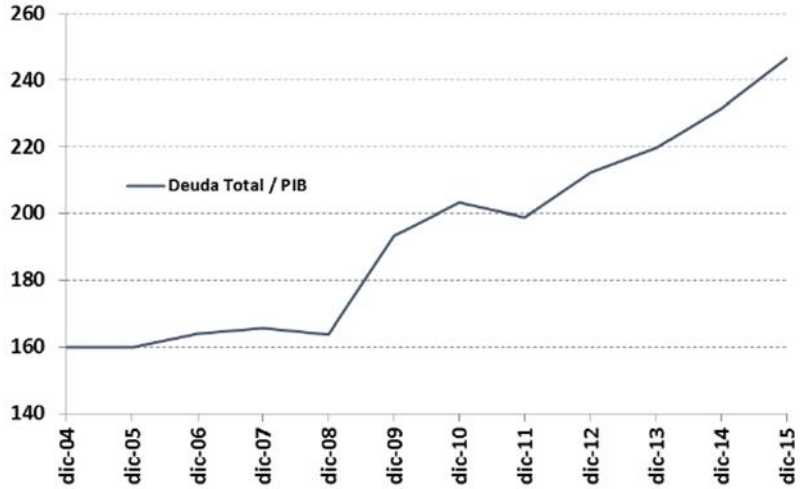


* Estados Unidos de Norteamérica
FUENTE: *Factset*.

Además, en un contexto en que el mercado de acciones ha estado y sigue estando insuficientemente desarrollado, la forma de canalizar ahorro interno hacia inversión se ha hecho mucho más a través de deuda que de capital. Así las cosas, y pese a que China es acreedor neto del resto del mundo, en los últimos años se ha producido un incremento espectacular de la deuda bruta (no de la neta) tanto en el sector corporativo como en el de gobiernos locales. A finales de 2015, la deuda bruta china suponía alrededor de un

250% del Producto Interno Bruto (PIB), una cifra a todas luces muy elevada y motivo de preocupación para mucha gente. Cuando se observa lo ocurrido históricamente en otros países en los que se llegó a producir un crecimiento similar de la deuda, en la mayoría de casos se concluye que ha resultado muy difícil evitar escenarios de estrés y bajo crecimiento.

DEUDA BRUTA EN CHINA
-Porcentaje del PIB-



FUENTE: *Bloomberg*.

En parte ayudando a intensificar el proceso anterior, los fuertes estímulos introducidos por las autoridades con el objetivo de minimizar los efectos de la crisis financiera internacional han provocado importantes excesos de oferta en amplios segmentos de la industria (hierro, acero, cemento, aluminio, construcción de buques, minería del carbón, cristal…) y del sector inmobiliario.

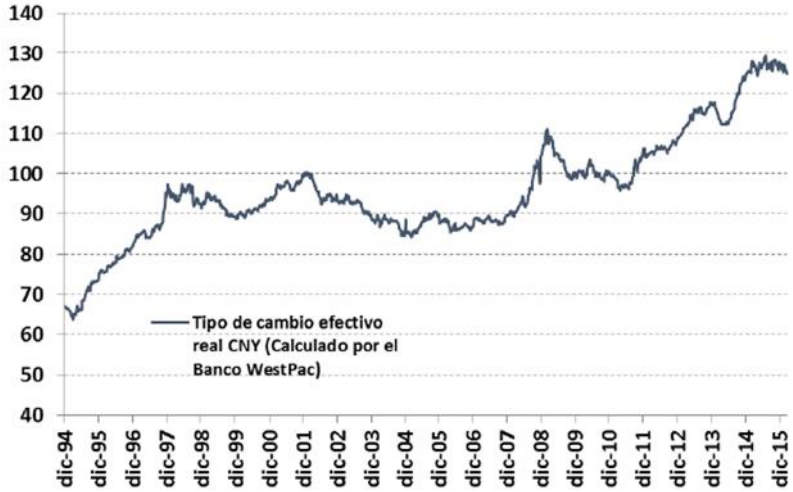
Por lo demás, el elevado intervencionismo público ha llevado también a que el enorme ahorro chino no se haya dirigido a sus usos más rentables, sino que haya ido a parar en una proporción demasiado alta a sectores tradicionales y a empresas públicas poco eficientes.

Al mismo tiempo, los controles de capital existentes en China han forzado a que una parte excesiva del ahorro del país se haya destinado a inversiones internas en lugar de haberse podido dirigir hacia fines potencialmente más productivos en otros países. Esta mala asignación de recursos ha agravado los problemas de sobrecapacidad y ha hecho que la rentabilidad de las inversiones reales en China en los últimos años haya sido ínfima, probablemente incluso negativa.

La otra cara del importante aumento de la deuda y de la baja rentabilidad marginal de la inversión interna china es el riesgo de que en el futuro se pueda producir un crecimiento significativo de los créditos fallidos en el sector bancario. De nuevo aquí, las cifras que se manejan en algunos análisis son considerables: el sector bancario del gigante asiático representa el 340% del PIB y, por tanto, pérdidas del 10% (algo nada descartable según muchos analistas) supondrían más del 30% del PIB chino.

Cuando se destacan aspectos negativos sobre China, otro de los elementos que suelen citarse es la aparentemente importante pérdida de competitividad-precio que ha supuesto para el país la apreciación secular del tipo de cambio efectivo real del yuan. Siendo esto así, se argumenta, China podría necesitar una depreciación significativa de su divisa si no quiere que el sector exterior se acabe convirtiendo un lastre significativo para el crecimiento.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL DEL YUAN



FUENTE: *Bloomberg*.

Todo lo señalado hasta aquí lleva a muchos a señalar que China se enfrenta a un riesgo elevado de desaceleración abrupta, caracterizada por un ajuste desordenado en los sectores aquejados de exceso de capacidad y por un aumento significativo de la morosidad bancaria, que a su vez podría acabar derivando en situaciones de *credit crunch* que no harían sino agravar una situación ya de por sí potencialmente muy negativa.

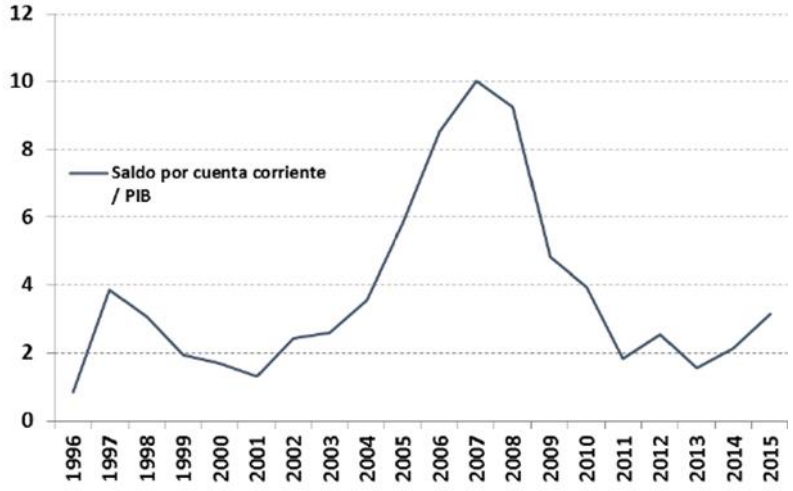
Para complicar aún más las cosas, y aunque de forma retrasada respecto del mundo desarrollado, China se enfrenta a un proceso preocupante de envejecimiento de la población que tenderá a lastrar su crecimiento potencial en el futuro. Si a lo anterior unimos un comportamiento cada vez menos espectacular de la productividad, hay quien piensa que China corre un riesgo de quedar atrapada en la denominada “trampa de la renta media” o, dicho de otra manera, que China podría volverse “vieja” antes de volverse “rica”.

¿Se están subestimando las fortalezas de la economía china a la hora de enfrentarse a sus innegables desequilibrios?

En este apartado tratamos de analizar cuáles son las capacidades que tiene China para enfrentarse a los muy significativos retos que tiene ante sí. El objetivo de este análisis no es despejar todas las dudas ni tampoco decir que no existen riesgos. Sí se pretende, sin embargo, dedicar suficiente atención a los aspectos positivos que hoy caracterizan al gigante asiático, que tampoco son irrelevantes y que como mínimo deberían hacer pensar dos veces a quien da por hecho que a China le espera un futuro muy poco halagüeño.

Uno de los aspectos que suelen pasarse por alto cuando se habla sobre China es que, aunque es cierto que su deuda bruta ha crecido mucho en los últimos años, también lo es que el ahorro interno lo ha hecho más y eso implica que la deuda neta del país no sólo no ha aumentado, sino que ha caído. China, de hecho, no le debe nada al resto del mundo, sino que, al contrario, es un país acreedor neto. Por tanto, hablamos de un país que tiene mucho margen en términos de balance para afrontar las pérdidas que puedan surgir como consecuencia de haber realizado inversiones con poco sentido económico.

SALDO POR CUENTA CORRIENTE EN CHINA
-Porcentaje del PIB-



FUENTE: *Factset*.

¿Y qué podemos decir sobre la morosidad bancaria? Pues que, sin duda, es altamente probable que, dadas las evidencias sobre inversiones poco eficientes en China, la

morosidad real del sector bancario del país sea muy superior a la oficial. Al mismo tiempo, sin embargo, también es muy posible que algunos de los escenarios de horror que se han venido manejando sean muy exagerados. Dado que la mayoría de bancos son públicos y que existe margen de balance,[9] el escenario más probable mirando hacia adelante no es uno de colapso sino más bien otro caracterizado por un reconocimiento progresivo de la morosidad en los balances de los bancos, compatible con un mantenimiento de condiciones monetarias laxas que ayude a evitar escenarios de *credit crunch* como los que se observaron en el mundo desarrollado durante la crisis financiera internacional. A esta evolución no tan negativa como la que algunos temen también deberían contribuir tres elementos adicionales. En primer lugar, el hecho de que la proporción de préstamos sobre depósitos en el sector bancario chino sea inferior a lo que ha sido usual en el mundo desarrollado, lo cual sin duda es un factor de estabilidad. En segundo lugar, la constatación de que la inmensa mayoría del endeudamiento chino está denominado en yuanes, algo que también reduce la probabilidad de que se puedan producir situaciones desordenadas similares a las que se vivieron en el final de la década de los 90 durante la denominada crisis asiática. En tercer lugar, la evidencia de que la existencia de controles de capital limita las posibilidades de que se puedan producir crisis de liquidez.

Mirando hacia adelante, el hecho de que el crecimiento de China en el pasado se haya caracterizado por un uso muy intensivo de la deuda no significa que eso tenga que ser necesariamente así en el futuro. A medida que se desarrollen los mercados de acciones, lo normal es que el ahorro se dirija hacia la inversión a través de vías más diversificadas, que otorguen un peso relativo mayor al financiamiento vía recursos propios. Aunque pueda parecer paradójico, el muchas veces criticado intervencionismo excesivo por parte de las autoridades chinas en el mercado local de acciones podría interpretarse

[9] Según estimaciones de *Capital Economics*, en un escenario en que la morosidad del crédito corporativo subiera al 25% y la tasa de recuperación de créditos fallidos fuera cero (un escenario sin duda muy estresado), cubrir esas pérdidas por parte del sector público llevaría a la deuda pública al 90% del PIB. Una cifra alta, pero desde luego no desmesurada, sobre todo teniendo en cuenta el relativamente alto crecimiento nominal del que todavía disfruta la economía china.

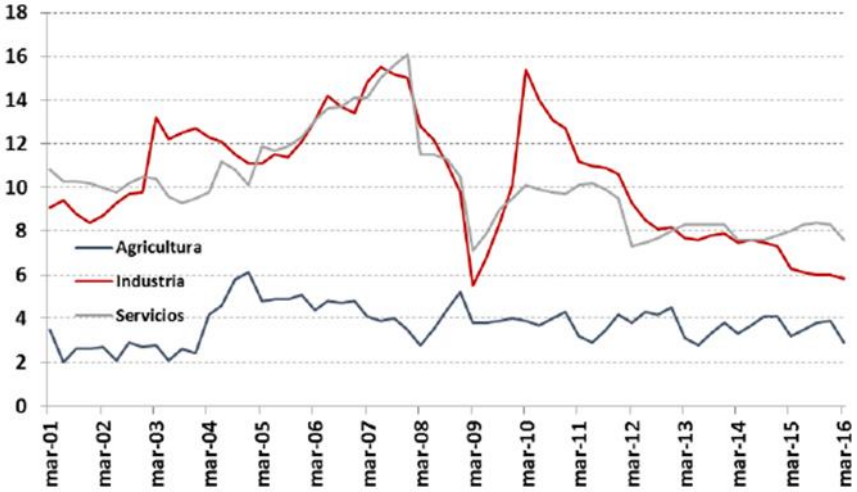
como un intento (mejorable, sin duda) de hacer más factible que las empresas del país puedan acceder a financiamiento vía recursos propios en lugar de aumentar constantemente su grado de endeudamiento. Los planes de llevar a cabo conversiones de deuda en recursos propios en el caso de empresas viables también tendrían el mismo objetivo: permitir que la canalización de ahorro hacia inversión en la economía china se hiciera sobre la base de una mezcla más equilibrada entre recursos propios y ajenos de lo que ha sido la norma en el pasado.

Por otro lado, hay que señalar que, junto a la China mala, la del exceso de capacidad, la de la deuda demasiado alta y la que necesita una significativa reestructuración, hay una China buena que está creciendo de forma dinámica y que está comenzando a modificar de forma significativa lo que ha sido el modelo tradicional de desarrollo económico del país. En efecto, en los últimos años se observa claramente un peso creciente de los servicios frente a la industria (en 2015, los servicios representaron por primera vez más del 50% del PIB chino)[10]; y, también, un cada vez mayor protagonismo del consumo frente a la inversión. En efecto, la contribución del consumo al crecimiento lleva superando a la de la inversión desde el año 2010, algo que debería consolidarse en el futuro por un doble motivo. En primer lugar, porque las familias chinas parten de niveles de endeudamiento comparativamente muy bajos, lo que otorga margen para que el consumo privado pueda seguir ganando protagonismo en el crecimiento económico del país en los próximos años y pueda así compensar la previsible caída del peso de la inversión en el PIB. En segundo lugar porque, a medida que las autoridades sigan progresando en el desarrollo de redes de protección social, lo normal es que el ahorro

[10] Muchos analistas han destacado que una parte no despreciable del aumento del peso del sector servicios se debe a que el sector financiero gana importancia y que eso es algo que no se podrá mantener en el tiempo. En relación con esta cuestión, puede argumentarse que las señales de dinamismo del sector servicios chino va mucho más allá del sector financiero. Además, tampoco puede hablarse de que el hecho de que el sector financiero gane peso es algo insostenible, sobre todo porque es lo que ha sucedido en todos los países que han ido progresando en términos de renta *per cápita*.

precaución tienda caer y, consecuentemente, la propensión a consumir tienda a aumentar.

COMPOSICIÓN SECTORIAL DEL PIB CHINO
-Porcentaje interanual-



FUENTE: *Factset, Buerau of Statistics* of China.

Resulta destacable también que el cambio en el modelo de crecimiento hacia un peso creciente del sector servicios está permitiendo a China mantener ritmos muy notables de creación de empleo en los últimos años. Sin ir más lejos, y aunque las cifras oficiales de empleo hay que tomarlas con especial cautela, en 2015 consiguió crear alrededor de 13 millones de puestos de trabajo frente a un objetivo inicial de 10 millones y a pesar de que el crecimiento se situó ligerísimamente por debajo de los objetivos marcados por las autoridades. Este tipo de crecimiento más intensivo en empleo supone, a su vez, un factor importante de estabilidad social que no debería pasarse por alto.

El cambio de modelo de crecimiento en China, que como se acaba de ver se está produciendo ya, no implica sólo un mayor peso de consumo y servicios. Se está produciendo también en los últimos años un aumento significativo en el contenido tecnológico del sector manufacturero chino. Esto no es casual: China se gasta actualmente el 2% de su PIB en I+D (investigación y desarrollo) y planea incrementar esa cifra hasta el 2.5%; además, el país viene haciendo un esfuerzo notable en la

promoción del capital humano, a lo que se une un factor intangible que muchas veces se olvida pero que no deja de tener su importancia. Nos referimos al hecho de que una parte significativa de la población china tiene una motivación de progreso comparable a la que en su día caracterizó a Estados Unidos de Norteamérica, lo que sin duda es un elemento de progreso económico de gran importancia en el mediano y largo plazo.

Con estos ingredientes, es difícil no pensar que China es de los países emergentes que, desde una perspectiva de mediano y largo plazo, se encuentra en una mejor posición para superar lo que más arriba hemos denominado “trampa de la renta media”. Es más, cuando uno observa la cada vez más evidente presencia de empresas chinas que se asientan como marcas globales en los sectores más variopintos uno tiende a interpretar de forma distinta las quejas de muchas empresas de países desarrollados sobre la desaceleración económica china y sobre cómo ésta perjudica a sus ventas en ese país: ¿No será que una parte de sus problemas no venga de la tan manida desaceleración china sino que proceda de una pérdida de cuota de mercado ante el empuje de competidores locales?

En todo caso, y aunque se pueda ser optimista sobre las nuevas fuentes de crecimiento en China, todavía quedan dudas: ¿tiene margen China para, más allá de afrontar los problemas de malas inversiones en el pasado y sus consecuencias en términos de morosidad, permitir una orientación de política económica que facilite una transición suficientemente suave entre las nuevas fuentes de crecimiento y las antiguas?

A la hora de matizar esas dudas, merece la pena dedicar algo de atención a los márgenes de política económica con los que cuenta China para reducir los riesgos de desaceleración abrupta a corto plazo. Por el lado fiscal, y aunque los grados de libertad nunca son infinitos, parece claro que la capacidad de actuación es relevante, sobre todo porque los niveles de endeudamiento público son relativamente moderados, incluso cuando uno tiene en cuenta los pasivos contingentes. En este sentido, no es de extrañar

que para el ejercicio 2016 las autoridades hayan optado por diseñar una política presupuestaria "proactiva", convirtiendo a la misma en el principal elemento de estabilización macroeconómica. Por lo demás, y pese a que en muchas ocasiones se quiere señalar lo contrario, el margen de maniobra en política monetaria también es significativo, y desde luego mayor que el que existe en muchos otros países.

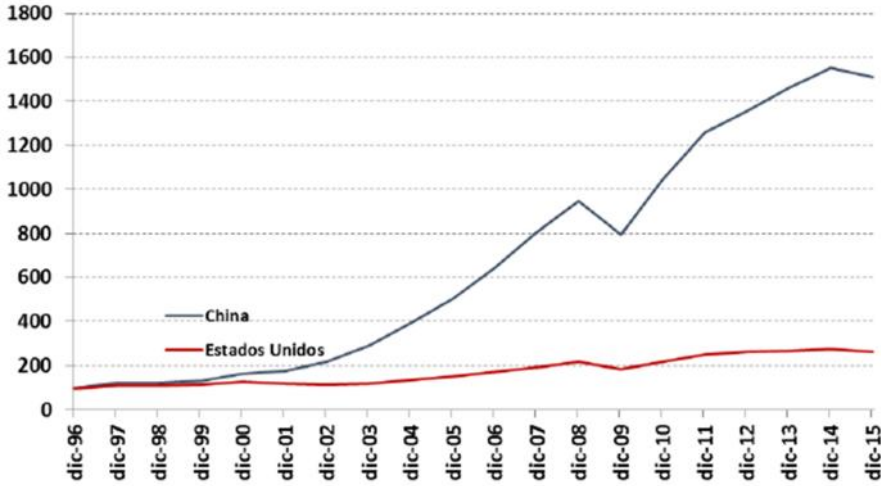
Y es que quienes hablan del denominado problema de la trinidad imposible en China, olvidan elementos importantes. En primer lugar, que aunque China está en un proceso progresivo de eliminación de las restricciones a los movimientos de capital, éstas están todavía muy presentes. En segundo lugar, que China cuenta con un importantísimo margen de reducción del coeficiente de reserva, lo que le permite aumentar en caso necesario el grado de acomodación monetaria sin tener que tocar los tipos de interés (evitando así meter presión excesiva sobre el yuan). Y, en tercer lugar, que las políticas monetarias en muchas partes del mundo son todavía extraordinariamente laxas y que, por tanto, China puede mantener el tipo de cambio del yuan relativamente constante contra una cesta de divisas que vaya más allá del dólar sin que eso la obligue ni mucho menos a llevar a cabo una política monetaria restrictiva.

CONDICIONES MONETARIAS LAXAS EN CHINA

FUENTE: *Bloomberg*.

El punto anterior sobre política monetaria nos lleva a considerar si China necesita de verdad (o no) llevar a cabo una depreciación masiva del yuan para recuperar competitividad. Nosotros creemos que no es así, por varias razones. Por un lado, porque una parte significativa de la apreciación tendencial del tipo de cambio efectivo real del yuan en los últimos años puede considerarse sostenible por estar asociada al comportamiento diferencial de la productividad (efecto Balassa-Samuelson) y al aumento de calidad relativa de los productos chinos. Por otro lado porque, cuando uno observa el superávit comercial chino y el hecho de que las exportaciones procedentes de ese país han seguido ganando cuota de mercado en los mercados internacionales en el período reciente, resulta difícil encontrar evidencias de una pérdida nociva de competitividad-precio.

EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES: CHINA *VERSUS* ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA
-Base 100, diciembre de 1996-



FUENTE: *Factset*.

Pero, entonces: ¿Por qué decidió China devaluar el yuan el verano pasado? La respuesta, quizá sorprendente para algunos, es que no es verdad (o al menos no es seguro) que China haya estado buscando depreciar artificialmente el yuan en los últimos tiempos. Lo que sí ha hecho el gigante asiático, con cierta lógica y en línea con lo que hacen casi todos los países, es dejar más margen al mercado en la determinación

de su tipo de cambio y poner el énfasis en la cotización del yuan frente a una cesta relevante de países en lugar de centrarse en un dólar americano que por momentos ha dado síntomas de apreciación excesiva (hasta el punto de haber llegado a crear problemas visibles en el sector manufacturero de la primera economía del mundo). En este sentido, parecería que lo que está intentando China (y consiguiendo) es mantener el tipo de cambio del yuan relativamente estable frente a una cesta de divisas, algo que no tiene por qué generar ruidos para la economía global y algo, además, que es perfectamente factible para China, por las razones arriba comentadas (poca necesidad de depreciar el yuan por motivos de competitividad precio y margen para llevar a cabo una política monetaria suficientemente expansiva sin que eso deba implicar presión sobre el yuan teniendo en cuenta el bajísimo nivel de tipos de interés a nivel global).

Como se mencionó en el apartado anterior, la caída de crecimiento potencial asociada al envejecimiento de la población y a la pérdida de pulso de la productividad es otro de los elementos de preocupación que se citan cuando se habla de China. Y es evidente que esa caída del crecimiento potencial se está produciendo. Sin embargo, la situación no tiene por qué ser alarmante, y mucho menos a corto plazo.

China tiene todavía mucha capacidad de crecimiento *per cápita* por la vía de la urbanización (la renta *per cápita* china es alrededor de un 25% de la norteamericana en paridad del poder de compra, lo que es un signo de que el gigante asiático tiene mucho margen de crecimiento incluso en un escenario de caída de la población en edad de trabajar, sobre todo si como se apuntaba antes es capaz de superar la denominada trampa de renta media). Y también hay márgenes evidentes para retrasar la edad de jubilación.

Por otro lado, la reciente eliminación de la política de hijo único tendrá un efecto positivo sobre la evolución de la población a largo plazo y contribuirá a reducir la

probabilidad de algunos de los escenarios más catastrofistas que se han llegado a dibujar en relación con el problema de envejecimiento de población en China.

En cuanto a la productividad, parece evidente que parte de la desaceleración que se viene observando en los últimos años no sólo es normal para cualquier país que avanza en renta *per cápita*, sino que se explica también por el aumento de peso relativo del sector servicios (que, como se sabe, es más intensivo en empleo que el industrial, lo cual sesga a la baja la productividad promedio sin que eso sea una señal en absoluto de reducción de la capacidad del país para generar progreso tecnológico).

Relacionado también con la productividad, y con el papel de la mala asignación de ahorro hacia la inversión como elemento moderador de la misma, conviene también señalar que el hecho de que China haya invertido mucho y muy mal en los últimos años no implica en absoluto que no exista margen para nuevas inversiones productivas en el país durante los próximos años. Al contrario, China tiene todavía importantes necesidades de infraestructuras en áreas como el transporte, el agua, la sanidad y el cuidado medioambiental. Y también hay un margen significativo para inversiones potencialmente rentables en el sector privado.

La necesidad de inversión es incluso evidente en sectores aquejados de problemas de sobrecapacidad en algunos segmentos, como sin duda es el caso del inmobiliario. Aunque es cierto que las ciudades *tier* 3 y *tier* 4 están afectadas por un muy significativo volumen de viviendas vacías, lo anterior no aplica a las ciudades de primer y segundo nivel. Al contrario, estas últimas se siguen beneficiando de la imparable tendencia a la urbanización de la sociedad china y, de hecho, están viendo cómo los precios de la vivienda están volviendo a crecer a tasas peligrosamente elevadas.

También resulta innegable que China tiene un margen importante para mejorar su crecimiento potencial por la vía de las reformas estructurales. Y es que en esta área es todavía mucho lo que queda por hacer y por mejorar. En este sentido, es fundamental

que China siga esforzándose por reducir los privilegios de las empresas públicas respecto de las privadas, tanto en lo que a financiamiento como a subsidios públicos se refiere. Al mismo tiempo, las autoridades deben seguir aumentando el papel del mercado en la asignación de recursos; mejorando el marco institucional; reforzando los derechos de propiedad de la población rural; facilitando la inmigración interna; aumentando la protección social en las áreas rurales… Por lo demás, es asimismo esencial que se siga profundizando en la promoción del capital humano como elemento crucial tanto para el crecimiento potencial a largo plazo como para minimizar los costos de ajuste asociados a la transición hacia un nuevo modelo de crecimiento.

Conclusiones

El propósito de este artículo no es despejar todas las dudas que hoy se ciernen sobre la economía china. Es indudable que China ha ahorrado y ha invertido demasiado durante muchos años, y también es cierto que lo ha hecho con un elevado grado de intervencionismo público y con un recurso excesivo a la deuda como vía principal de canalización del ahorro interno hacia la inversión. La probabilidad de que se haya invertido mal es pues muy elevada, con lo que eso implica en términos de pérdidas futuras, de morosidad y de excesos de oferta en varios sectores.

Pero, aun reconociendo lo anterior, el artículo sí ha pretendido introducir algo de sosiego y matizar lo que muchas veces es, en la opinión del autor, un juicio demasiado catastrofista sobre el futuro del gigante asiático. Primero, porque China es acreedora neta respecto del resto del mundo y, por tanto, tiene margen de balance suficiente para hacer frente a los errores del pasado. Segundo, porque el hecho de que hasta ahora el método favorito de financiamiento de la inversión haya sido la deuda no implica que eso deba seguir siendo así en el futuro, sobre todo porque ya se están introduciendo medidas para favorecer un recurso más amplio al financiamiento vía recursos propios. Tercero, porque hay evidencias crecientes de que las nuevas fuentes de crecimiento (el

consumo privado, el sector servicios y las manufacturas de mayor contenido tecnológico) están comenzando a ganar protagonismo en el desarrollo económico chino. Y, cuarto porque, en general, resulta tranquilizador observar que los responsables de política económica parecen ser plenamente conscientes de cuáles son los retos que es necesario afrontar para que China pueda transitar de un modo suave hacia un nuevo modelo de crecimiento.

¿Significa todo lo anterior que no hay nada de qué preocuparse? Por supuesto que no. China es sin duda uno de los riesgos (quizá el principal) que se ciernen sobre la economía global. Pero, al mismo tiempo, también hay que decir que hay razones suficientes como para no tener que caer en esa especie de pesimismo militante que se ha puesto de moda en los últimos años. El aterrizaje suave del gigante asiático continúa siendo bastante más probable que un proceso de desaceleración abrupta que acabara generando problemas para la economía global.

Fuente de información:
http://www.realinstitutoelcano.org/wps/wcm/connect/a1769e804d741833996bdf0a4d441db6/ARI56-2016-Sanmartin-Aterrizaje-suave-escenario-mas-probable-China.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=a1769e804d741833996bdf0a4d441db6