

---

---

## 4. POSTCRISIS FINANCIERA MUNDIAL

---

---

### **Los economistas cuestionan las cifras de crecimiento de China (WSJ)**

El 19 de octubre de 2016, el periódico *The Wall Street Journal* (WSJ) publicó la nota “Los economistas cuestionan las cifras de crecimiento de China”. A continuación se presenta la información.

Nuevas dudas emergieron sobre la confiabilidad de las estadísticas de China después que funcionarios dijieran que la economía creció 6.7% por tercer trimestre consecutivo.

Ésta fue la primera vez desde que Beijing comenzó a publicar las cifras trimestrales en 1992 en las que ha alcanzado tal hazaña de consistencia.

Los economistas dicen que es poco común que una economía de rápido crecimiento se expanda exactamente a la misma tasa trimestre tras trimestre. En China, sucede porque Beijing fija una meta económica explícita 6.5 a 7% este año y luego hace lo que sea necesario para llegar a ese nivel, ya sea a través de estímulos fiscales, presión a las empresas estatales o contabilidad creativa, dicen las fuentes.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) y numerosos economistas le han pedido a Beijing que acabe con ese sistema, asegurando que lleva a un exceso de estímulos fiscales que alimenta un exceso de capacidad de manufactura y deuda.

“Es muy poco plausible que el crecimiento fuera de 6.7% por tres trimestres seguidos”, dijo Julian Evans-Pritchard, un economista de *Capital Economics Pte.* “Obviamente están suavizando los datos”, dijo. “Incluso para los estándares chinos, éste es un nuevo nivel de estabilidad”.

El Estado de un partido de China otorga una prima a la estabilidad, el control y el gradualismo, dicen los economistas. Las metas de mayor crecimiento también ayudan a frenar el desempleo, el cual podría alimentar la inestabilidad social y amenazar el control del partido, agregan. La tasa oficial de desempleo de China se ha mantenido entre 4 y 4.3% desde 2002. Sin embargo, un estudio de un grupo sin ánimo de lucro de Estados Unidos de Norteamérica, el *National Bureau of Economic Research*, asegura que la tasa real estuvo en un promedio de cerca de 11% entre 2002 y 2009.

Los economistas dicen que los datos de crecimiento de China parecen haber sido masajeados en uno o dos décimos de punto porcentual, lo cual representa entre 10 mil millones de dólares y 20 mil millones de dólares en producción. Una cifra más alta atraería un mayor escrutinio global, dicen.

“Parece que siempre hay una tendencia a redondear hacia arriba en vez de hacia abajo”, dijo el economista de *IHS Markit Ltd.* Brian Jackson. “Tienden a usar algo como la categoría de “otros servicios”.

La Oficina Nacional de Estadísticas de China no respondió a preguntas inmediatamente, pero en el pasado ha dicho que su metodología es sólida y ajustada a los estándares globales aceptados.

En períodos anteriores de crecimiento de dos dígitos, Beijing a menudo parecía ir en la dirección opuesta, ajustando las cifras de crecimiento e inflación a la baja, dicen los economistas. Un estudio publicado este año por los economistas Emi Nakamura, Jon Steinsson y Miao Lui en el *American Economic Journal* concluyó que China subreportó su crecimiento por varios puntos porcentuales al año a finales de la década de los 90 y luego sobreestimó el crecimiento y la inflación después de 2002. “Las estadísticas oficiales de China son ‘demasiado finas’”, dijo, lo que según el estudio podría ser el resultado de las sensibilidades políticas, así como los flojos métodos de recopilación de datos.

Las estadísticas de China también han sido cuestionadas en casa. Cuando el premier chino Li Keqiang era secretario del partido de la provincia noroccidental de Liaoning en 2007, fue citado en un cable estadounidense filtrado quejándose de la exactitud de lo que llamó estadísticas “fabricadas por el hombre”, agregando que él dependía de mediciones presumiblemente mucho más difíciles de manipular, incluyendo la generación de electricidad y el tráfico de carga.

Desde entonces, numerosos bancos han creado su propia versión de un “índice Li Keqiang”, inspirados por su aparente escepticismo.

China ha hecho esfuerzos periódicos para mejorar, o al menos defender, la veracidad de sus cifras de crecimiento. A principios de este mes, el presidente Xi Jinping recalcó la importancia de prevenir estadísticas estatales falsas, prometiendo castigar a los que manipulen los datos, según la Agencia de Noticias Xinhua.

A finales del año pasado, los funcionarios locales en las provincias de Liaoning, Heilongjiang y Jilin admitieron haber falsificado las estadísticas del Producto Interno Bruto durante una investigación anticorrupción, dijo Xinhua.

Los funcionarios tienen fuertes incentivos para manipular las estadísticas, dicen los economistas. Aunque Beijing se ha alejado de evaluar a los funcionarios locales únicamente por las estadísticas de crecimiento, las cifras siguen siendo un criterio importante para ser ascendido. Los conteos dobles son otro factor para cuando, por ejemplo, las transacciones a través de las fronteras son registradas por ambas provincias. Los estadísticos nacionales ahora recopilan sus datos de provincias de manera independiente en un esfuerzo por mejorar la exactitud de los datos. En 2015, China adoptó el estándar del FMI, con el que busca fortalecer su sistema de datos.

La cifra de crecimiento oficial de 6.7% para el período de enero a marzo, cuando el crecimiento parecía particularmente débil, fue la más cuestionable de las tres, dicen muchos economistas.

Evans-Pritchard dijo que el crecimiento en el tercer trimestre quizás haya excedido 6.7% mientras que la del primer trimestre fue más baja. “Esto permite que China revierta algunos de los ajustes que le hicieron a las cifras, acercando sus datos a la realidad”, dijo.

El economista de *RHB Capital Bhd.* Fan Zhang advirtió: “Podría haber mucha más intervención a medida que se desacelera el crecimiento. Ellos han fijado una meta de 6.5% hasta 2020 y necesitan cumplir ese objetivo”.

**Fuente de información:**

<http://lat.wsj.com/articles/SB12102181175383733663704582384671035085952?tesla=y>

### **Proteger Europa en la era de Trump (PS)**

El 7 de noviembre de 2016, la organización *Project Syndicate* (PS) publicó los comentarios de Guy Verhofstadt<sup>1</sup> sobre las discusiones políticas que giran alrededor de tres cuestiones clave: los controles inmigratorios, el acceso al mercado único y los derechos de establecimiento para los servicios financieros. A continuación se presenta su opinión.

Igual que las encuestas antes del referendo del *Brexit* en el Reino Unido, se equivocaron las de antes de las elecciones presidenciales de Estados Unidos de Norteamérica. Y justo como el *Brexit*, ocurrió lo impensable: ahora Donald Trump es presidente electo de Estados Unidos de Norteamérica, marcando el triunfo del nativismo sobre el

---

<sup>1</sup> Guy Verhofstadt, ex primer ministro belga, es presidente del Grupo de la Alianza de los Liberales y Demócratas por Europa (ALDE) en el Parlamento Europeo. Su libro *La última oportunidad de Europa. Por qué los Estados europeos deben formar una Unión más perfecta* será publicado por Basic Books en enero de 2017.

internacionalismo. En la competencia entre sociedades abiertas y cerradas, es evidente que estas últimas van ganando y que la democracia liberal se está convirtiendo cada vez más en un movimiento de resistencia.

Con Trump en la Casa Blanca, Estados Unidos de Norteamérica se obsesionará consigo mismo. Se puede decir con propiedad que la Asociación Transatlántica para el Comercio y la Inversión entre Estados Unidos de Norteamérica y la Unión Europea (UE) no tiene la menor posibilidad. Pero la presidencia de Trump afectará negativamente a Europa de muchas otras maneras. Hoy está en juego la integridad territorial misma de la UE.

Trump ha dejado bastante claro que entre sus prioridades de política exterior no está la seguridad europea. No reconoce la necesidad estratégica de la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN) y solo ha mostrado algún interés en las relaciones transatlánticas cuando ha aludido a pagar cuentas pendientes. La presidencia de Trump llevará a un cambio geopolítico de inmensas proporciones: por primera vez desde 1941, Europa no puede confiar en la protección de Estados Unidos de Norteamérica para su defensa, sino que debe velar por sí misma.

Europa ha estado demasiado cómoda en ese papel. En el último siglo las relaciones transatlánticas han seguido una dinámica perversa e implícita por la cual mientras más activo haya estado Estados Unidos de Norteamérica, más inactiva ha estado Europa. Cuando los estadounidenses han intervenido en el exterior (como en Irak), Europa ha respondido con grandilocuentes sermones sobre la “extralimitación imperial”. Y cuando no ha intervenido, o lo ha hecho de forma tardía o ineficiente (como en Siria y Libia), los europeos han pedido más liderazgo estadounidense.

Esa época ya acabó. Trump sabe que Europa tiene el dinero, la tecnología y los conocimientos para ser una potencia global a la par que Estados Unidos de Norteamérica, y no es problema suyo el que carezca de la voluntad política para

alcanzar todo su potencial. Los europeos hemos asumido durante demasiado tiempo que es más barato y seguro dejar que Estados Unidos de Norteamérica arregle nuestros problemas, incluso en nuestro patio trasero. Con la elección de Trump (y considerando el desigual legado de política exterior estadounidense), debemos descartar esa creencia.

La UE debería ver la elección de Trump como una llamada de atención para hacerse cargo de su propio destino. Los conflictos actuales, como la sangrienta guerra civil en Siria y la anexión de Crimea por parte de Rusia, así como su intervención en Ucrania del Este, afectan directamente la seguridad, las economías y las sociedades de los estados miembro de la UE. Y, sin embargo, hasta ahora los rusos y los estadounidenses, en lugar de los europeos, han determinado el destino de Ucrania y el de otros países fronterizos de Europa. Como resultado, la UE ha renunciado al control último de su propia seguridad, sus relaciones comerciales y sus flujos migratorios.

En 2014, una reveladora conversación entre la Vice Secretaria de Estado de Estados Unidos de Norteamérica para Asuntos Europeos y Eurasiáticos, y el ex Embajador de Estados Unidos de Norteamérica en Ucrania, se filtró y publicó en línea. Hablando sobre la respuesta estadounidense en Ucrania, tras la huida del ex Presidente ucraniano a Rusia, la diplomática dice, “Que se joda la UE”. Es una actitud que Europa ha permitido. Si bien ya era suficientemente malo escuchar que un funcionario de la administración Obama manifestara esos sentimientos, mejor ni imaginarse lo que nos encontraremos con Trump, que quizás ni siquiera se moleste en nombrar a nadie a cargo de los “Asuntos Europeos y Eurasiáticos”.

Por esta razón la UE no puede seguir postergando la creación de su propia Comunidad Europea de Defensa y desarrollar su estrategia de seguridad. Debería comenzar por simplificar y ampliar sus relaciones bilaterales y regionales, no en menor medida entre los países escandinavos y bálticos, así como entre Bélgica y Holanda, y Alemania y

Francia. Todas estas relaciones dispares se deben unir bajo un solo comando europeo que reciba financiamiento y un sistema de adquisiciones de defensa común.

La UE debe volverse capaz de protegerse a sí misma, o no podrá garantizar la integridad de su territorio. Se trata de una decisión difícil pero vital que ha pospuesto por demasiado tiempo. Ahora que Trump ha sido electo, ya no puede esperar más.

**Fuente de información:**

<https://www.project-syndicate.org/commentary/trump-european-defense-community-by-guy-verhofstadt-2016-11/spanish>

### **Triangular el *Brexit* (PS)**

El 7 de noviembre de 2016, la organización *Project Syndicate* (PS) publicó los comentarios de Daniel Gros<sup>2</sup> sobre las discusiones políticas que giran alrededor de tres cuestiones clave: los controles inmigratorios, el acceso al mercado único y los derechos de establecimiento para los servicios financieros. A continuación se presenta su opinión.

Más de 100 días después de que el Reino Unido votara por un estrecho margen a favor de abandonar la Unión Europea (UE), todavía no está para nada claro qué acuerdo regulará el comercio a través del Canal después del *Brexit*. Las discusiones políticas tienden a girar alrededor de tres cuestiones clave: los controles inmigratorios, el acceso al mercado único y los derechos de establecimiento para los servicios financieros. ¿Qué equilibrio deberían alcanzar los líderes europeos?

Muchos en Gran Bretaña saben exactamente lo que quieren: imponer controles al movimiento de trabajadores desde el resto de la UE, protegiendo así el mercado laboral

---

<sup>2</sup> Daniel Gros es Director del Centro de Estudios de Política Europea con sede en Bruselas. Ha trabajado para el Fondo Monetario Internacional, y se desempeñó como asesor económico de la Comisión Europea, el Parlamento Europeo, y primer ministro de Finanzas de Francia. Es el editor de *Economía Internacional y Finanzas Internacionales*.

interno, pero sin perder acceso al mercado único o a los derechos de establecimiento, que les permiten a las empresas británicas vender sus servicios financieros en el continente. Después de todo, ese fue el tipo de acuerdo que muchos líderes de la campaña “*Leave*” (Irse) prometieron antes del referendo de junio.

Pero la promesa de los defensores del *Brexit* sigue siendo una expresión de deseo. Como señaló el ministro de Finanzas alemán, el acceso al mercado único está inexorablemente asociado al movimiento libre de las personas. Por cierto, él llegó a ofrecer enviarle al secretario de Relaciones Exteriores del Reino Unido, una copia del tratado de Lisboa, donde se estableció ese vínculo.

Esto puede sonar legalista y, en verdad, refleja motivaciones políticas. Pero los principios económicos básicos implican que el movimiento libre es cuando menos tan importante como el libre comercio.

El comercio normalmente beneficia a ambas partes. Por lo tanto, es evidente que el interés común del Reino Unido y de la UE es minimizar las pérdidas generadas por la introducción de nuevas barreras a través del *Brexit*. Desde el punto de vista del bienestar europeo, lo que importa es el tamaño de las barreras comerciales, no cuál de las partes es un exportador o un importador neto. Las barreras bajas normalmente tienen bajos costos, a menos que se vean afectados grandes volúmenes comerciales. Pero cuando las barreras se vuelven más altas, el impacto negativo en el bienestar aumenta desproporcionadamente.

La buena noticia para el Reino Unido es que probablemente no enfrentaría barreras comerciales sustancialmente más altas aún si decidiera abandonar el mercado único. Después de todo, la UE tiene, en general, un régimen comercial liberal, con aranceles externos bajos. Es por eso que muchos estudios no consideran los beneficios económicos del comercio transatlántico sin aranceles como la razón principal para llevarlo a la práctica.

Inclusive si el Reino Unido enfrentara algunas barreras adicionales —como nuevos requerimientos aduaneros y certificados de origen—, es probable que su impacto sea relativamente menor.

El caso de Suiza —que está aún más integrada a las cadenas de producción de la UE que el Reino Unido— muestra que basta con tener administraciones aduaneras eficientes en ambos lados para poder mantener esas barreras en un mínimo. De cualquier modo, las exportaciones de bienes a la UE generan sólo alrededor del 6% del PIB del Reino Unido.

Sin embargo, otra razón por la cual es poco probable que la introducción de algunas barreras comerciales bajas produzca pérdidas importantes es que las diferencias en el costo de producir bienes en un mercado o el otro son pequeñas. Producir un auto en Gran Bretaña, por ejemplo, cuesta aproximadamente lo mismo que producirlo en Alemania.

Las barreras al libre movimiento de la mano de obra son una historia diferente. La productividad y el ingreso por trabajador en el Reino Unido siguen siendo significativamente más altos que, digamos, en Polonia. Un trabajador recibiría alrededor de 25 euros (27.70 dólares) por una hora de trabajo en el Reino Unido, pero sólo 8.50 euros en Polonia. En otras palabras, no permitirle a un trabajador polaco trabajar en el Reino Unido implicaría grandes costos económicos para Europa. Es más, si la primera ministra británica lleva adelante su objetivo manifiesto de reducir la inmigración neta anual a menos de 100 mil, el Reino Unido tendría que implementar medidas drásticas —y potencialmente costosas— para bloquear el mercado laboral británico.

Esto significa que las barreras que los negociadores de la UE están en condiciones de imponer —que afectan, en gran medida, el comercio de productos— probablemente tengan un impacto mucho menor que las barreras impuestas por el Reino Unido, como

las cuotas a los trabajadores de la UE. Pero existe otra cuestión que los negociadores deben considerar: los servicios financieros.

Si bien es poco probable que el comercio general de servicios sufra marcadamente como consecuencia del *Brexit* —el mercado interno para servicios, de todos modos, nunca funcionó del todo bien—, las finanzas constituyen un caso especial, principalmente por los acuerdos de establecimiento que rigen para los bancos.

Los economistas suelen ser ambivalentes respecto de los beneficios de la integración financiera, en particular porque los grandes flujos de crédito bancario pueden tener un serio impacto en la estabilidad macroeconómica. Mientras que la titularización, por ejemplo, puede ayudar a reducir el riesgo y aumentar la disponibilidad de crédito para prestatarios riesgosos en un marco apropiado, la crisis financiera global de 2008 demostró sin ambages que puede implicar costos enormes si llega demasiado lejos.

Sin embargo, se pueden tomar medidas para maximizar los beneficios de una provisión de servicios financieros a través del Canal después del *Brexit*. La clave es basar las decisiones no en defender el papel de la City de Londres como el centro financiero de Europa, sino en asegurar que los servicios ofrecidos fortalezcan los mercados de capital europeos. Eso requeriría un énfasis en instrumentos patrimoniales más que en instrumentos de deuda, y en financiamiento basado en el mercado más que en el crédito bancario.

Desde un punto de vista económico, las prioridades que deberían guiar las negociaciones del *Brexit* son claras. Los negociadores deben centrarse en minimizar las nuevas barreras al libre movimiento de mano de obra; por cierto, ésta debería ser una prioridad aún mayor que mantener el libre movimiento de productos. Y los servicios financieros británicos deberían ser bien acogidos en la UE, pero sólo si la ayudan a alejarse de su sistema centrado en los bancos y a completar la unión del mercado de capitales.

Pero la política sigue distorsionando las discusiones y lleva a los líderes a trazar líneas rojas respecto del movimiento libre y a adoptar posturas mercantilistas en materia de servicios financieros. Hará falta cierta habilidad política de ambas partes para virar la atención hacia el bien común.

**Fuente de información:**

<https://www.project-syndicate.org/commentary/economically-balanced-brexit-agreement-by-daniel-gros-2016-11/spanish>

### **Trumponomics (RIE)**

El 10 de noviembre de 2016, el Real Instituto Elcano (RIE) publicó el artículo “*Trumponomics*”, elaborado por Federico Steinberg<sup>3</sup>. A continuación se presenta el contenido.

¿Alguien recuerda Reaganomics? ¿Y Clintonomics? Así se bautizó a las políticas económicas que los presidentes estadounidenses Ronald Reagan y Bill Clinton pusieron en práctica en los años ochenta y noventa del siglo pasado. *Reaganomics* fue una suerte de keynesianismo de derechas. Bajadas de impuestos (confiando en la efectividad de la Curva de Laffer), desregulación de los mercados y aumento del gasto militar, que terminó generando enormes déficit públicos y comerciales, que a su vez fueron clave para que Estados Unidos de Norteamérica ganara la guerra fría. *Clintonomics*, por su parte, se centró en la estabilidad presupuestaria, los acuerdos de libre comercio, las bajas tasas de interés, el desarrollo de la “nueva economía” y el espectacular aumento de la bolsa. Fue la época en la que Estados Unidos de Norteamérica promovió con más

---

<sup>3</sup> Investigador principal del Real Instituto Elcano y profesor del Departamento de Análisis Económico de la Universidad Autónoma de Madrid. Es Doctor en Economía por la Universidad Autónoma de Madrid, Master en Economía Política Internacional por la London School of Economics y Master en Relaciones Internacionales por la Universidad de Columbia (Nueva York), becado por la Fundación La Caixa. Ha realizado estancias de investigación en las universidades de Georgetown y Harvard y es o ha sido profesor invitado en los programas de postgrado del Instituto de Empresa, de la Universidad Pontificia de Comillas (ICADE), del Instituto Universitario Ortega y Gasset y de la Fundación FIAAPP, entre otros. Entre 2002 y 2004 trabajó en distintos proyectos de desarrollo económico como consultor para el Banco Mundial en Washington DC, Ghana y Bolivia, así como en la Oficina Ejecutiva del Secretario General de las Naciones Unidas en Nueva York.

fuerza la globalización, confiando en sus bondades e ignorando sus efectos adversos, como el aumento de la desigualdad o la excesiva influencia de las finanzas.

¿Qué podemos esperar de Trump en política económica? ¿Terminaremos hablando de *Trumponomics*? ¿O sus políticas serán tan erráticas e incongruentes que no tendrá sentido acuñar este término?

El nuevo presidente de Estados Unidos de Norteamérica ha logrado ganar las elecciones con un discurso xenófobo y proteccionista que ha entusiasmado sobre todo a los votantes blancos rurales. Se ha presentado como un *outsider* del sistema capaz de conseguir que la economía vuelva a funcionar para una clase media cada vez más desencantada con el *establishment* y con la idea de que las buenas cifras macroeconómicas son suficientes para que la prosperidad se reparta de una forma equitativa entre los ciudadanos (recordemos que Estados Unidos de Norteamérica está en pleno empleo y que durante la Administración Obama se ha evitado una segunda Gran Depresión, pero que nada de eso ha servido para que los Demócratas conserven la Casa Blanca).

Es difícil anticipar cuál será el impacto económico de sus políticas porque una de las principales características del magnate es su impredecibilidad. Por lo tanto, lo primero que podemos esperar es un aumento de la volatilidad en los mercados, que ya se aprecia en una caída de las bolsas europeas (la estadounidense ha abierto al alza), una depreciación del dólar y un aumento del costo del endeudamiento a largo plazo de Estados Unidos de Norteamérica. Sin embargo, también hay que subrayar que estos movimientos están siendo relativamente pequeños si se los compara con los que sucedieron al *Brexit* el pasado junio, lo que indica que la victoria de Trump no puede ser calificada como un auténtico cisne negro.

Pero más allá de la volatilidad en los mercados financieros, lo que sí parece probable es que la Administración Trump sea proteccionista en materia comercial y expansiva

en materia fiscal. Durante la campaña, el presidente ha dicho que está en contra de los acuerdos comerciales, que impondrá aranceles a los productos chinos para proteger y regenerar la industria norteamericana, y que incluso está dispuesto a sacar a Estados Unidos de Norteamérica de la Organización Mundial del Comercio (OMC) si esta institución multilateral, que actúa como guardiana de los mercados abiertos, resultara ser un impedimento para conseguir sus objetivos. En materia fiscal ha abogado por bajadas de impuestos —sobre todo para las rentas más altas—, y por un popurrí de medidas confusas en relación al gasto público, que en conjunto se aventuran más bien expansivas. Así, se ha mostrado partidario de recortar gasto en política exterior y de hacer que los países europeos paguen mayoritariamente la factura de la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN), pero también ha abogado por un aumento del gasto interno para aumentar la seguridad y proteger a los perdedores de la globalización. Y, por último, ha hecho declaraciones que es difícil tomarse en serio, como su intención de no pagar la deuda de Estados Unidos de Norteamérica o reducir la independencia de la Reserva Federal.

Más allá de su retórica, lo más probable es que Trump promueva un mayor aislacionismo económico de Estados Unidos de Norteamérica, volviendo al espíritu de la Doctrina Monroe (“América para los americanos”), lo que supondrá que dedicará mucha más atención y energía a los asuntos internos que a liderar (o contribuir en el liderazgo de) las iniciativas globales, como el G-20, los aspectos climáticos o la gobernabilidad de la globalización. Es poco probable que apoye los nuevos acuerdos comerciales (TTP en el Pacífico y TTIP con la UE)<sup>4</sup>, aunque tampoco es probable que dé marcha atrás en los hoy existentes (como el NAFTA<sup>5</sup> en Estados Unidos de Norteamérica, Canadá y México o la propia OMC).

---

<sup>4</sup> Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica (por sus siglas en inglés: *Trans-Pacific Partnership*, TPP). Asociación Transatlántica de Comercio e Inversión (por sus siglas en inglés: *Transatlantic Trade and Investment Partnership* TTIP).

<sup>5</sup> Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), por sus siglas en inglés North American Free Trade Agreement (NAFTA).

En materia fiscal es muy posible que termine siendo parecido a Reagan, un keynesiano encubierto que genere enormes déficit públicos. Como el impacto negativo del proteccionismo sólo se dejará notar a mediano y largo plazo, el impulso fiscal podría elevar el crecimiento y la inflación, y la FED se tomará con calma el incremento de las tasas de interés para reducir la incertidumbre, es probable que la economía estadounidense continúe creciendo. Cosa distinta que *Trumponomics* haga más difícil la cooperación económica internacional en un mundo que cada vez la necesita más.

**Fuente de información:**

<http://www.realinstitutoelcano.org/wps/wcm/connect/63a509804eeb58068684e6ec4c5d114f/Steiberg-Trumponomics.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=63a509804eeb58068684e6ec4c5d114f>

### **Rasgos básicos sobre la evolución económica y monetaria de la Zona del Euro (BCE)**

El 3 de noviembre de 2016, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Económico, el cual incluye el artículo denominado: “Rasgos básicos sobre la evolución económica y monetaria de la Zona del Euro”.

La información disponible desde principios de septiembre confirma la continuación de una recuperación moderada, aunque sostenida, de la economía de la zona del euro y un aumento gradual de la inflación, conforme a las expectativas previas. La economía de la zona del euro ha seguido mostrando su capacidad de resistencia frente a los efectos adversos de la incertidumbre económica y política a nivel mundial, ayudada por el amplio paquete de medidas de política monetaria del BCE, que asegura condiciones de financiamiento muy favorables para empresas y hogares. Sin embargo, en general, el escenario de referencia sigue estando sujeto a riesgos a la baja.

Los indicadores globales disponibles apuntan a un moderado repunte de la actividad y el comercio mundial en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, la inflación mundial se ha mantenido en bajos niveles, dado que las anteriores caídas de los precios de la

energía han afectado el avance de los precios. Los riesgos para las perspectivas de actividad global continúan situándose a la baja y están relacionados especialmente con la incertidumbre política y los desequilibrios financieros.

Desde principios de septiembre, los rendimientos de la deuda soberana han aumentado y la curva de tasas *forward* del *eonia* se ha movido al alza; en particular, los rendimientos en los plazos intermedios han alcanzado niveles cercanos a los registrados a finales de junio tras el referéndum celebrado en Reino Unido sobre su pertenencia a la Unión Europea (UE). Los diferenciales de los valores de renta fija privada se incrementaron ligeramente y, en general, fueron significativamente inferiores a los observados a principios de marzo de 2016, cuando se anunció el programa de compras de bonos corporativos. Los precios de las acciones se han mantenido prácticamente sin variación, y las valoraciones del sector bancario permanecen en niveles especialmente bajos en comparación con principios de 2016.

La recuperación económica de la zona del euro continúa. De cara al futuro, se espera que la expansión de la economía avance a un ritmo moderado, pero sostenido. La demanda interna debería seguir estando apoyada por la transmisión de las medidas de política monetaria del BCE a la economía real. Las favorables condiciones de financiamiento y la mejora de la rentabilidad empresarial continúan estimulando la recuperación de la inversión. Además, los precios del petróleo aún relativamente bajos y el aumento sostenido del empleo, favorecido también por las reformas estructurales realizadas en el pasado, prestan un respaldo adicional a la renta real disponible de los hogares y al consumo privado. Asimismo, la orientación de la política fiscal en la zona del euro será prácticamente neutral en 2017. No obstante, se espera que la recuperación económica de la zona se vea frenada por una demanda exterior todavía débil, los necesarios ajustes en los balances de algunos sectores y el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento en la zona

del euro siguen apuntando a la baja y están relacionados con el entorno exterior principalmente.

Según *Eurostat*, la inflación anual medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) de la zona del euro se situó en 0.4% en septiembre de 2016, frente al 0.2% registrado en agosto. Este aumento obedeció principalmente a un incremento continuado de la inflación anual de los precios de la energía, si bien aún no se observan señales de una clara tendencia al alza en la inflación subyacente. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que las tasas de inflación repunten en los dos próximos meses, debido en gran parte a efectos de base en la tasa de variación anual de los precios de la energía. Con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE y de la recuperación económica esperada, las tasas de inflación deberían continuar incrementándose en 2017 y 2018.

Las medidas de política monetaria puestas en marcha desde junio de 2014 han contribuido a mejorar las condiciones de financiamiento y los flujos crediticios en toda la zona del euro, respaldando con ello la recuperación económica. En concreto, en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al tercer trimestre de 2016 se indicó que el programa de compra de activos del BCE y el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito habían propiciado unas condiciones crediticias más favorables. Asimismo, las entidades han seguido señalando una mejora de la demanda de préstamos, en un contexto de nuevos descensos de las tasas de interés del crédito bancario, que se situaron en mínimos históricos en agosto de 2016. Por tanto, la recuperación del crecimiento de los préstamos ha continuado a un ritmo moderado, pese a perder algo de impulso durante el verano. Con respecto al financiamiento en los mercados, la emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras registró un acusado avance en septiembre de 2016.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno, en su reunión del 20 de octubre de 2016, decidió mantener sin variación las tasas de interés oficiales del BCE y sigue esperando que estos permanezcan en los niveles actuales, o inferiores, durante un período prolongado, que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos. En lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que está previsto que las compras mensuales de activos por importe de 80 mil millones de euros continúen hasta el final de marzo de 2017 o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno confirma su compromiso de mantener el grado muy considerable de acomodación monetaria necesario para asegurar una convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a mediano plazo. Para ello, continuará actuando, si fuera preciso, utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato. En diciembre, la valoración del Consejo de Gobierno se servirá de las nuevas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos que abarcan hasta 2019 y del trabajo de los comités del Eurosistema sobre las distintas alternativas para garantizar la ejecución fluida del programa de compras hasta marzo de 2017, o hasta una fecha posterior, si fuera necesario.

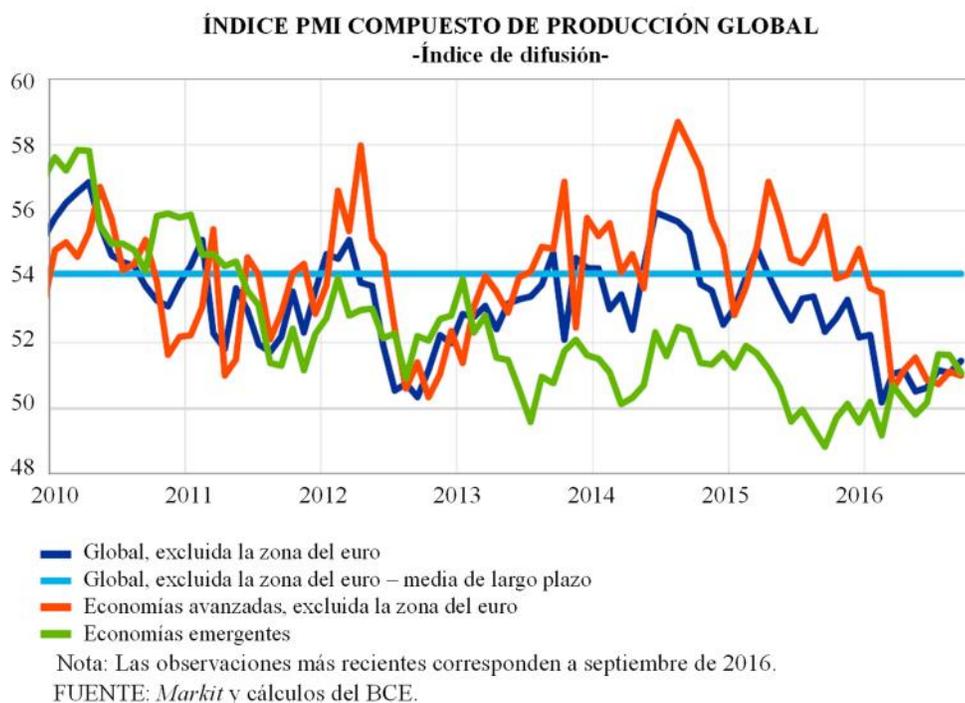
**Fuente de información:**

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1607-1.pdf>

## Entorno exterior de la Zona del Euro (BCE)

El 3 de noviembre de 2016, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Económico. A continuación se presenta el artículo “Entorno exterior de la Zona del Euro”.

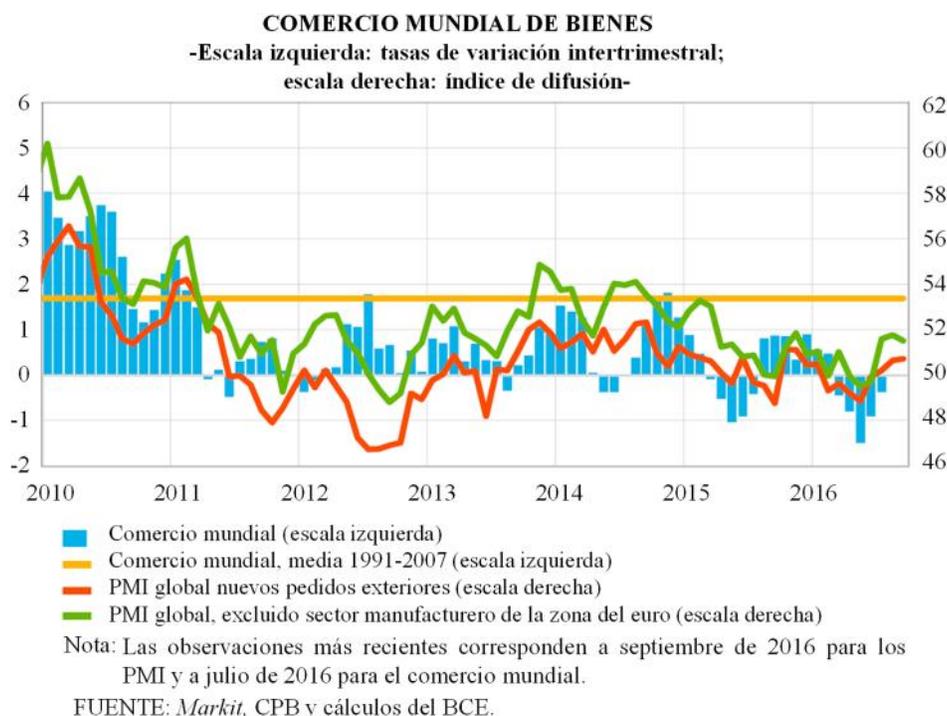
Pese a la modesta recuperación observada en algunas economías emergentes, la recuperación económica mundial sigue siendo gradual. El Índice PMI (Purchasing Managers Index) compuesto de producción global volvió a aumentar ligeramente en septiembre de 2016, y el leve descenso de la producción de las manufacturas quedó compensado con el repunte registrado en los servicios. En términos trimestrales, el índice PMI de producción global se incrementó hasta situarse en 51.5 en el tercer trimestre, desde 51.3 del trimestre anterior. La evolución de las economías avanzadas fue heterogénea, ya que el índice aumentó en Estados Unidos de Norteamérica y en Japón en el tercer trimestre, pero disminuyó en Reino Unido



Las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes han mejorado con respecto a la primera mitad del año, y las encuestas indican que la actividad económica puede haber empezado a recuperarse.

Las condiciones financieras globales han seguido siendo favorables. Las economías emergentes han continuado beneficiándose de la mejora observada en la percepción de los riesgos, y los flujos de capitales a esas economías han mostrado capacidad de resistencia en un contexto de mejora generalizada de las condiciones financieras. El apetito por el riesgo a nivel mundial se ha visto estimulado, en cierta medida, por las medidas adoptadas por los bancos centrales de algunas de las principales economías avanzadas. En agosto, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra disminuyó las tasas de interés y anunció nuevas medidas de expansión cuantitativa. En septiembre, el Comité de Política Monetaria del Banco de Japón decidió imprimir un tono más acomodaticio a su política monetaria mediante la introducción de lo que denominó “expansión monetaria cuantitativa y cualitativa con control de la pendiente de la curva de rendimientos”. También se comprometió a expandir la base monetaria hasta que la tasa de inflación observada supere su objetivo de estabilidad de precios y se mantenga por encima de ese nivel de manera estable. Por otra parte, en Estados Unidos de Norteamérica, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal indicó en septiembre que “los argumentos a favor de un incremento del tipo de interés de los fondos federales son más sólidos”.

El comercio mundial de bienes continúa siendo débil, pese a la modesta mejora observada. El comercio mundial de bienes volvió a disminuir en julio por quinto mes consecutivo, aunque el dinamismo subyacente siguió mejorando. Ese mes, las importaciones mundiales de bienes en términos reales descendieron 0.4% en tasa trimestral, tras registrar una caída del 0.9% en junio. Sin embargo, datos recientes sugieren que el crecimiento del comercio mundial puede haber tocado fondo, y el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores aumentó en el tercer trimestre.



Los bajos niveles de inflación de los precios de la energía continúan afectando a la inflación general a escala mundial. En los países pertenecientes a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación anual medida por el índice de precios al consumidor (IPC) repuntó levemente y se situó en el 0.9% en agosto. Por su parte, el IPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo invariable en el 1.8%. Los precios de la energía continuaron cayendo en agosto, aunque a un ritmo más lento que en el mes precedente, y descendieron un 6.7% en tasa anual, mientras que los precios de los alimentos disminuyeron ligeramente. Aunque se espera que los efectos de base de las anteriores caídas de los precios de las materias primas contribuyan a un aumento de la inflación general en los próximos meses, la existencia de una holgada capacidad productiva sin utilizar seguirá afectando a la inflación mundial en el mediano plazo.

El precio del Brent ha aumentado de manera acusada tras el anuncio de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) en relación con un acuerdo para recortar la producción de petróleo. La decisión de la OPEP de reducir la producción entre 500 mil

y un millón de barriles diarios aproximadamente -que debe ratificarse en su próxima reunión de finales de noviembre- fue, en gran medida, inesperada. No obstante, el hecho de que las existencias se sitúen próximas a máximos históricos tendrá un efecto moderador en el proceso de reajuste del mercado. Aunque la decisión sea ratificada, el exceso de existencias de los países de la OCDE se reducirá a la mitad como mucho a lo largo de los seis próximos trimestres. Los precios de las materias primas no energéticas básicamente no se han modificado desde principios de septiembre.

Los indicadores sugieren que el crecimiento del PIB de Estados Unidos de Norteamérica se recuperó en el tercer trimestre, tras la leve desaceleración registrada a principios de este año. El PIB real de este país avanzó a una tasa anualizada del 1.4% en el segundo trimestre de 2016. Sin embargo, las encuestas y los indicadores cuantitativos sugieren que el ritmo de expansión se aceleró en el tercer trimestre. Se espera que el gasto en consumo siga siendo el principal factor impulsor del crecimiento, sustentado en la mejora continua de las condiciones del mercado de trabajo. En el sector no agrícola, el incremento medio mensual del número de empleados fue de 192 mil en el período de tres meses transcurrido hasta septiembre. La inflación anual medida por el IPC de Estados Unidos de Norteamérica aumentó hasta situarse en el 1.5% en septiembre, mientras que el IPC, excluidos la energía y los alimentos, cayó hasta el 2.2 por ciento.

En Japón, el crecimiento económico sigue siendo modesto. Tras mostrar cierta debilidad en julio, las exportaciones y la producción se recuperaron en agosto. En la construcción, los nuevos pedidos registrados en julio también indicaron cierta mejora del mercado de la vivienda. Mientras tanto, las encuestas a los hogares apuntan a cierto deterioro del consumo privado, aunque el mercado laboral está mejorando. La tasa de desempleo descendió hasta el 3% en julio, al tiempo que los salarios nominales aumentaron un 1.2% en términos anuales. La inflación anual medida por el IPC siguió adentrándose en territorio negativo en agosto, situándose en el -0.5%. El IPC, excluidos

los alimentos frescos y la energía, que es el indicador de la inflación subyacente más utilizado por el Banco de Japón, también disminuyó situándose en el 0.4 por ciento.

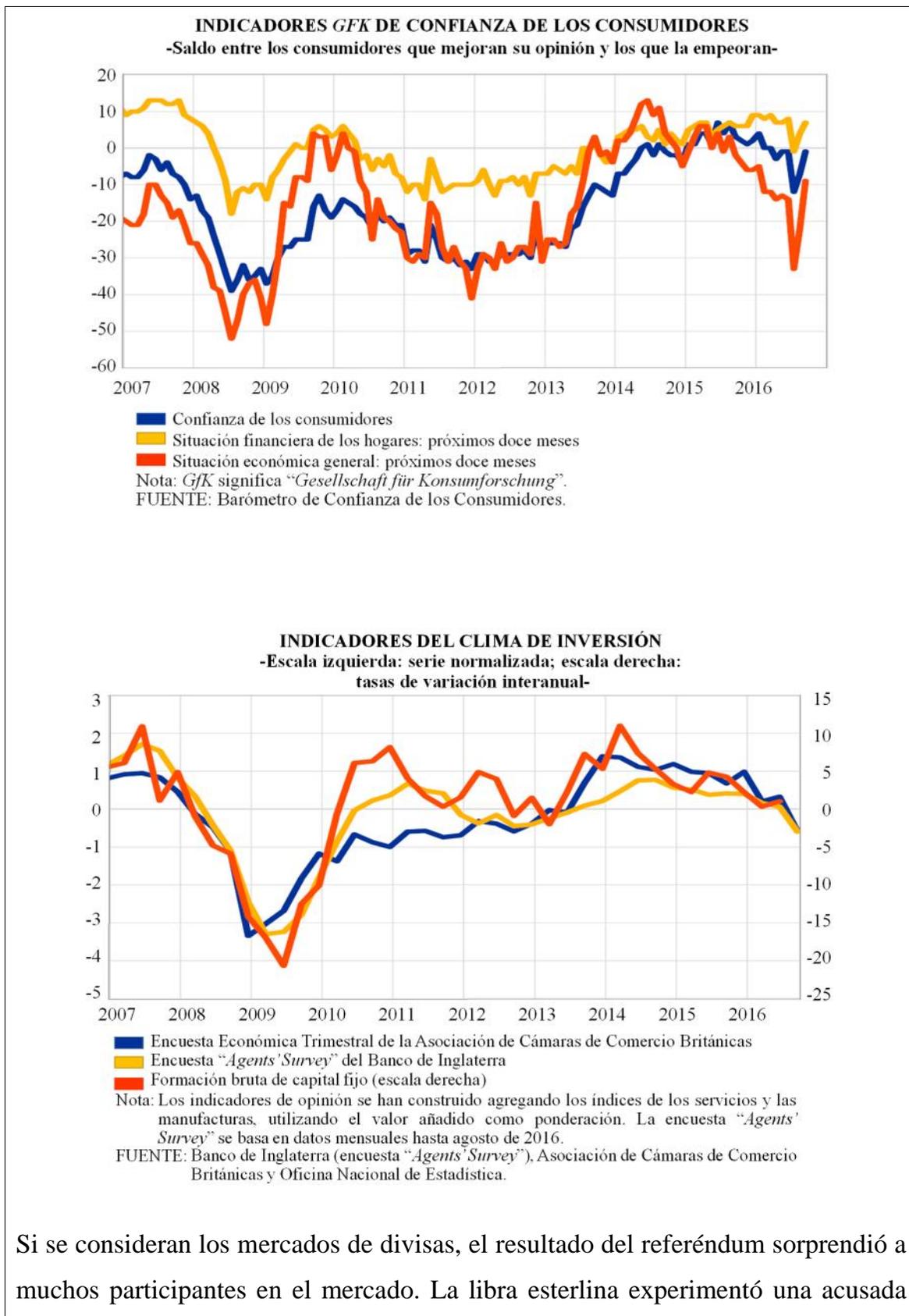
En Reino Unido, el crecimiento económico sigue siendo vigoroso. Tras los acusados descensos observados en los días inmediatamente posteriores al referéndum sobre la pertenencia a la Unión Europea (UE) celebrado en Reino Unido, muchos indicadores de corto plazo se recuperaron en agosto y septiembre. Sin embargo, se espera que la incertidumbre en torno a las negociaciones relacionadas con la salida de la Unión Europea modere la demanda interna, en especial la inversión (véase el recuadro: *Evolución económica tras el referéndum del Reino Unido sobre la pertenencia a la Unión Europea*). La inflación anual medida por el IPC se aceleró hasta situarse en el 1% en septiembre, y se prevé que siga aumentando como consecuencia de la reciente depreciación de la libra esterlina. Ciertamente, datos recientes sobre los precios de los bienes intermedios apuntan a la acumulación de algunas presiones latentes.

La economía china continúa expandiéndose a un ritmo vigoroso. Los datos más recientes confirman un crecimiento estable del PIB, el 6.7% en tasa anual, en el tercer trimestre, impulsado principalmente por el consumo, mientras que la contribución de la formación bruta de capital fijo descendió ligeramente en comparación con el segundo trimestre, en línea con el lento proceso de reajuste de la economía. La demanda exterior neta siguió representando un ligero lastre para el crecimiento. En las grandes ciudades, los precios de la vivienda han estado aumentando de manera acusada, con tasas anuales de alrededor del 30%. En consecuencia, algunas autoridades locales han empezado a imponer restricciones a las compras. Por su parte, en las ciudades más pequeñas, los precios son más estables, en un contexto de exceso de oferta de viviendas. La inflación repuntó en septiembre, y la inflación anual medida por el IPC disminuyó hasta el 1.9%, mientras que la inflación anual de los precios de producción, que lleva en niveles negativos desde marzo de 2012, aumentó hasta situarse en 0.1 por ciento.

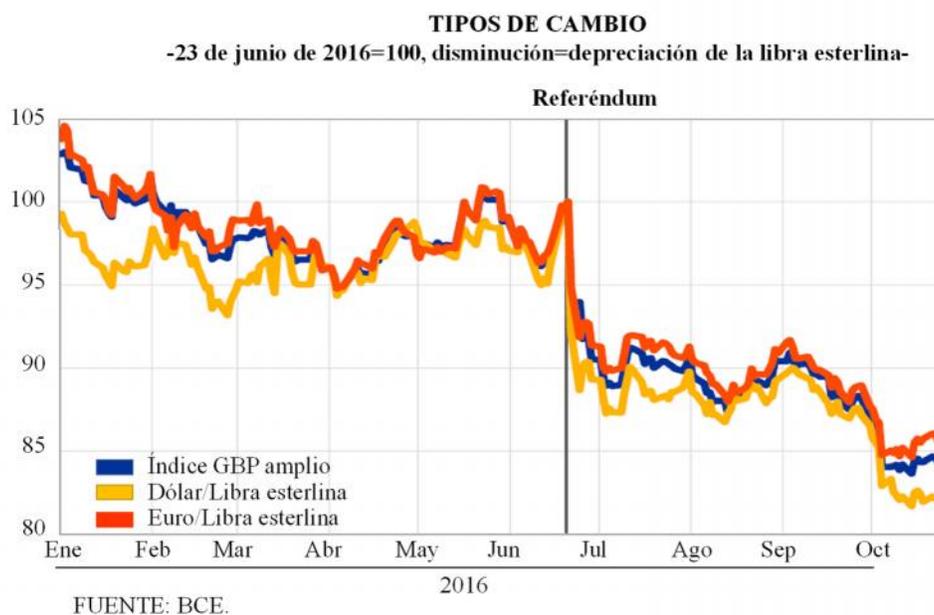
### **Evolución económica tras el referéndum del Reino Unido sobre la pertenencia a la Unión Europea**

En este recuadro se analiza la evolución reciente y las perspectivas de la economía del Reino Unido y de la zona del euro tras el resultado del referéndum sobre la pertenencia a la Unión Europea (UE) celebrado el 23 de junio de 2016<sup>1/</sup>. Una mayoría de los participantes, alrededor del 52%, votó a favor de que Reino Unido abandone la UE. Recientemente, la primera ministra ha señalado que, antes de marzo de 2017, el Reino Unido notificará oficialmente al Consejo Europeo su intención de abandonar la UE. De conformidad con el artículo 50 del Tratado de la Unión Europea, la notificación pondría en marcha un proceso que culminaría con un acuerdo de retirada entre la UE y Reino Unido. En su defecto, los Tratados de la UE dejarían de aplicarse al Reino Unido transcurridos dos años desde la notificación que activaría el artículo 50, salvo si el Consejo Europeo, de común acuerdo con este país, decidiera prorrogar dicho plazo por unanimidad. En estos momentos, la incertidumbre en torno a la relación económica futura del Reino Unido con la UE, en particular en torno a su acceso al mercado único en el futuro, es elevada.

Pese al aumento de la incertidumbre en los días inmediatamente posteriores al referéndum, hasta ahora, la actividad económica en Reino Unido ha sido resistente. El consumo privado parece haber sido particularmente vigoroso. De hecho, los indicadores *GfK* de confianza de los consumidores se recuperaron en agosto y en septiembre, después de experimentar fuertes caídas inmediatamente después del referéndum. Las ventas del comercio al por menor también han resistido relativamente bien. No obstante, la incertidumbre parece haber afectado a la inversión, como muestra la caída de los indicadores del clima de inversión.



depreciación en los días posteriores al referéndum antes de estabilizarse ligeramente durante el verano. En septiembre y, en particular a principios de octubre, la moneda británica volvió a depreciarse, ya que las declaraciones políticas efectuadas en Reino Unido se interpretaron, en general, como que disminuía la posibilidad de que el país mantenga el acceso al mercado único en el futuro. En total, la libra se ha depreciado alrededor del 15% en términos efectivos nominales desde el referéndum.



Otros mercados financieros han afrontado relativamente bien el aumento de la incertidumbre. Los mercados bursátiles se han recuperado de la brusca caída que experimentaron en los días posteriores al referéndum. Los rendimientos de la deuda pública y privada británica se mantienen por debajo de los niveles registrados antes del referéndum, aunque han aumentado ligeramente como consecuencia de las declaraciones políticas de principios de octubre anteriormente mencionadas. En agosto, el Banco de Inglaterra disminuyó 25 puntos básicos, hasta el 0.25%, la tasa de interés oficial, amplió su programa de compra de activos y puso en marcha un programa de préstamo a plazo (denominado “*Term Funding Scheme*”) para respaldar la transmisión de las tasas de interés a la economía. Además, el nuevo

ministro de Economía ha renunciado al objetivo de alcanzar un superávit presupuestario para 2019-2020 y ha manifestado que el Gobierno está dispuesto a reorientar la política fiscal en caso necesario.

De cara al futuro, en general se espera una ralentización de la actividad económica. Las revisiones recientes de crecimiento del PIB real se han revisado considerablemente a la baja desde el referéndum. Estas proyecciones auguran una pronunciada desaceleración económica, previéndose una caída del crecimiento del PIB real hasta un rango entre el 0.8 y el 1.1% en 2017. Ciertamente, es probable que la mayor incertidumbre continúe afectando a la inversión en el futuro. Además, la acusada depreciación que ha experimentado recientemente la libra esterlina reducirá gradualmente la renta real, lo que afectará el consumo privado al tiempo que favorecerá la demanda exterior neta. A más largo plazo, en líneas generales se espera que el crecimiento del producto siga siendo inferior a la senda proyectada antes del referéndum. Esto refleja, en parte, la transición a una economía menos abierta (en términos de comercio, migración e inversión exterior directa), lo que tiene un efecto adverso en la innovación, la competencia, la especialización y la eficiencia en la asignación de recursos y, por tanto, en la productividad y en el producto potencial.

**PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB REAL EN REINO UNIDO**  
**-Tasa de variación interanual; variación en puntos porcentuales con respecto**  
**a las previsiones anteriores al referéndum entre paréntesis-**

	2016	2017	2018	Más recientes	Antes del referéndum
<b>Banco de Inglaterra</b>	2.0 (=)	0.8 (-1.5)	1.8 (-0.5)	agosto 2016	junio 2016
<b>Fondo Monetario Internacional</b>	1.8 (-0.1)	1.1 (-1.2)	1.7 (-0.6)	octubre 2016	abril 2016
<b>Comisión Europea</b>	1.6 (-0.2)	1.1 (-0.8)	n.a.	julio 2016	mayo 2016

FUENTE: Banco de Inglaterra, Fondo Monetario Internacional y Comisión Europea.

Aunque, actualmente, la inflación permanece en bajos niveles, se espera que aumente en el corto plazo. En septiembre, la inflación anual medida por los precios

al consumidor se incrementó hasta situarse en 1%, todavía por debajo del objetivo del 2% del Banco de Inglaterra. No obstante, los indicadores de presiones inflacionistas latentes, como el indicador PMI de los precios de los consumos intermedios, han aumentado en los últimos meses, al igual que los precios de importación. Las presiones inflacionistas latentes reflejan principalmente la acusada depreciación de la libra esterlina en los últimos meses. Las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado también se han elevado.



En cuanto a la economía de la zona del euro, los datos publicados recientemente han mostrado su capacidad de resistencia, en general, y, hasta ahora, un impacto limitado del referéndum celebrado en Reino Unido. Los indicadores de incertidumbre política en la zona del euro han retrocedido en los últimos meses, y el indicador de sentimiento económico en la zona del euro y el PMI, que descendieron en agosto, se recuperaron en septiembre y octubre.

De cara al futuro, no puede descartarse la posibilidad de que se produzcan efectos de contagio adversos a mediano plazo en la zona del euro. El impacto agregado

dependerá fundamentalmente de la evolución futura del comercio de la zona con Reino Unido y de los efectos de contagio en terceros países<sup>2/</sup>. El impacto en los distintos países de la zona del euro podría variar, por ejemplo, como resultado de diferencias en la importancia de la libra esterlina en los tipos de cambio efectivos de las diferentes economías y de los vínculos comerciales que mantienen con Reino Unido. Al mismo tiempo, la actividad económica de la zona del euro podría verse estimulada, por ejemplo, por la posible relocalización de servicios financieros o por un aumento de los flujos de inversión exterior directa hacia la zona del euro reorientados desde Reino Unido.

<sup>1/</sup>Véase también el recuadro titulado “Impacto en las perspectivas económicas de la zona del euro del resultado del referéndum celebrado en Reino Unido sobre su permanencia en la UE” en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016.

<sup>2/</sup>Idem.

**Fuente de información:**

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1607-1.pdf>

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1607-2.pdf>

## **Evolución Financiera (BCE)**

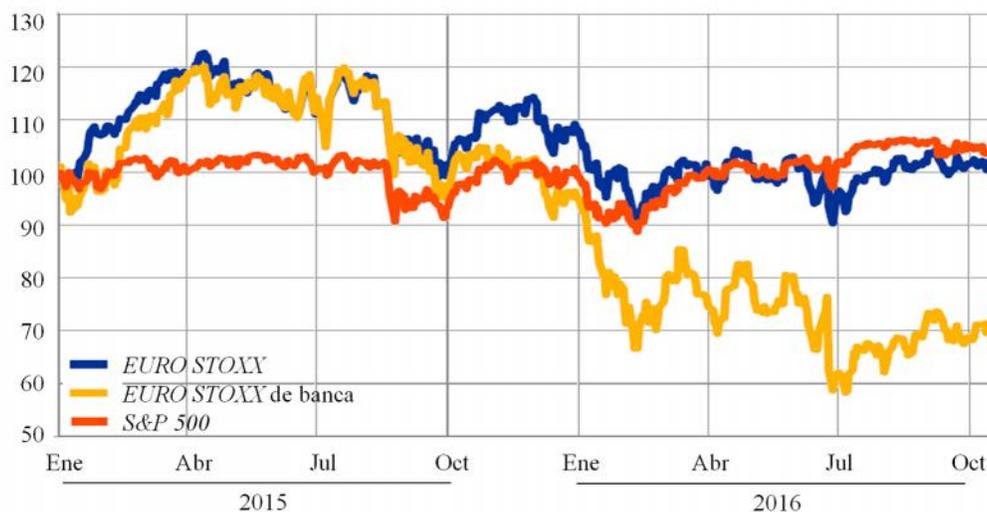
El 3 de noviembre de 2016, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Económico. A continuación se presenta el artículo *Evolución Financiera de la Zona del Euro*, contenido en el Boletín.

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro aumentaron desde principios de septiembre. Durante el período de referencia (del 8 de septiembre al 19 de octubre de 2016), los rendimientos de la deuda soberana a diez años se incrementaron entre 6 y 30 puntos básicos. En general, los diferenciales de la deuda soberana frente a la tasa de interés del bono alemán a diez años se mantuvieron

prácticamente estables en la mayoría de los países, excepto en Grecia e Italia, donde se ampliaron en 12 y 21 puntos básicos, respectivamente.

Los precios de las acciones de la zona del euro permanecieron prácticamente estables desde principios de septiembre. Al final del período considerado, el índice bursátil de la zona del euro aún se mantenía en torno a un 3% por debajo del nivel inmediatamente anterior al referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea (UE) y un 2% por debajo del registrado a comienzos de 2016. La preocupación sobre la rentabilidad, así como los acontecimientos en entidades de crédito y países específicos, continuaron afectando el sector bancario de la zona del euro. El 19 de octubre, las cotizaciones bancarias se situaban aproximadamente 20% por debajo de los niveles observados a principios de 2016. Los precios de las acciones descendieron en torno a un 2% en Estados Unidos de Norteamérica durante el período de referencia, mientras que prácticamente no variaron en Japón y subieron más de un 2% en Reino Unido. En general, las expectativas de los mercados relativas a la volatilidad de las cotizaciones bursátiles se mantuvieron estables en la zona del euro, y fueron significativamente inferiores al máximo relativo alcanzado a finales de junio como consecuencia del referéndum del Reino Unido.

**ÍNDICES BURSÁTILES DE LA ZONA DEL EURO Y DE ESTADOS  
UNIDOS DE NORTEAMÉRICA**  
-1 de enero de 2015 = 100-



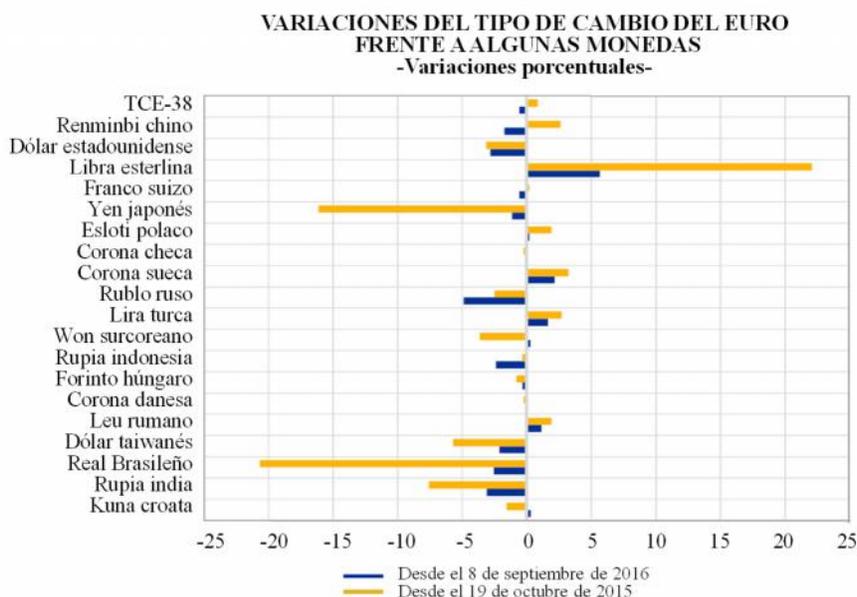
Nota: Datos diarios. La observación más reciente corresponde al 19 de octubre de 2016.

FUENTE: Thomson Reuters.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada emitidos por las sociedades no financieras interrumpieron la tendencia bajista imperante desde el anuncio en marzo por el Consejo de Gobierno del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés). Tras una fase de caída de los rendimientos iniciada a principios de marzo, que incluyó un breve cambio de tendencia en junio atribuible a las tensiones provocadas por el referéndum del Reino Unido, los diferenciales de las emisiones realizadas por las sociedades no financieras de la zona del euro se ampliaron marginalmente en todas las categorías de calificación crediticia desde comienzos de septiembre. No obstante, el 19 de octubre, estos diferenciales se situaban, en función de su calificación, entre 15 y 50 puntos básicos por debajo de los niveles de principios de marzo, cuando el Consejo de Gobierno anunció la puesta en marcha del CSPP. En el sector financiero, los diferenciales de la renta fija privada también se incrementaron ligeramente en todas las categorías de calificación crediticia durante el período de referencia. El comportamiento divergente de las cotizaciones del sector bancario, que han registrado un retroceso significativo desde principios de 2016, y de los diferenciales de la renta fija del sector financiero indica que la preocupación sobre la rentabilidad

—más que la percepción de mayores riesgos de impago entre las entidades financieras— continúa siendo un factor fundamental de la evolución del sector bancario.

En los mercados cambiarios, el euro se mantuvo prácticamente estable en cifras ponderadas por el comercio. En términos bilaterales, el euro se apreció un 5.7% frente a la libra esterlina desde el 8 de septiembre, en un entorno de continua incertidumbre tras el resultado del referéndum del Reino Unido y también se revalorizó frente a las monedas de la mayoría de los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Al mismo tiempo, el euro se depreció frente a la mayor parte de las principales monedas restantes, como el dólar estadounidense (un 2.8%), el yen japonés (un 1.1%) y el franco suizo (un 0.6%), y frente a las monedas de las principales economías.



Nota: TCE-38 denota el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Todas las variaciones se han calculado con respecto al tipo de cambio vigente el 19 de octubre de 2016.

FUENTE: BCE.

El índice medio de la tasa de interés del euro a un día (*eonia*) se mantuvo estable, en torno a 35 puntos básicos, durante el período considerado. Hacia el final del tercer trimestre de 2016, el *EONIA* ascendió temporalmente hasta alcanzar 32 puntos básicos.

El exceso de liquidez aumentó alrededor de 28 mil millones de euros, hasta una cifra aproximada de mil 65 millones de euros, en el contexto de las adquisiciones realizadas por el Eurosistema en el marco del programa ampliado de compra de activos.

La curva de tasas *forward* del *eonia* se desplazó al alza en relación con los mínimos registrados a principios de septiembre, especialmente en los plazos superiores a un año, y actualmente se sitúa en niveles próximos al observado inmediatamente después del referéndum del Reino Unido, en particular en los vencimientos de hasta cinco años. Durante el período considerado, la curva de tasas *forward* del *eonia* registró un movimiento al alza de aproximadamente 6 puntos básicos en los plazos medios. Este desplazamiento al alza fue marginal en los vencimientos inferiores a dos años, y la curva se mantiene por debajo de cero en todos los vencimientos hasta el verano de 2021.

**Fuente de información:**

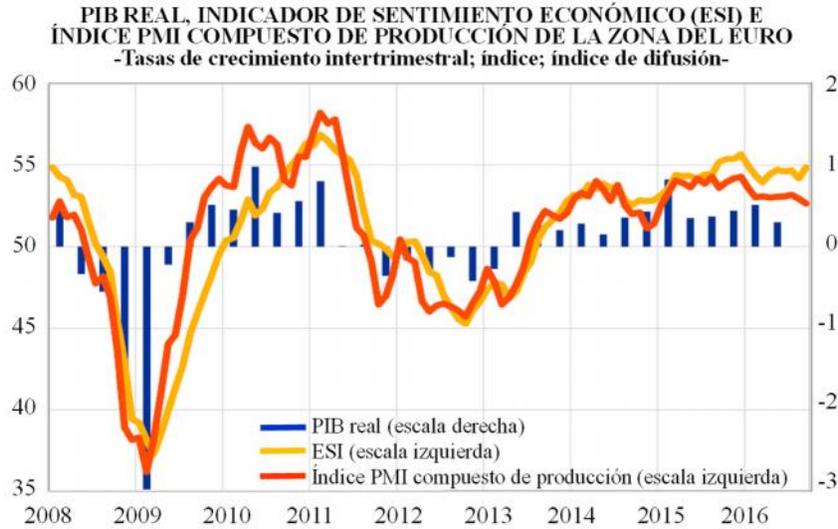
<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1607-1.pdf>

### **Actividad económica (BCE)**

El 3 de noviembre de 2016, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Económico; del cual se presenta la *Actividad económica de la Zona del Euro*.

La economía de la zona del euro continúa recuperándose, pese a cierta volatilidad provocada por las condiciones meteorológicas en la primera mitad de 2016. El PIB real se incrementó 0.3%, en tasa trimestral, en el segundo trimestre de 2016, como resultado de una contribución modesta de la demanda interna, acompañada de una aportación más acusada de la demanda exterior neta. En cambio, la variación de existencias contribuyó negativamente al avance del PIB en el segundo trimestre. Los indicadores económicos más recientes, tanto cuantitativos como cualitativos, han seguido

mostrando capacidad de resistencia y apuntan a la continuación de un crecimiento moderado en el tercer trimestre.



Nota: El ESI está normalizado con la media y la desviación típica del PMI. Las observaciones más recientes corresponden al segundo trimestre de 2016 para el PIB real y a septiembre de 2016 para el ESI y el PMI.  
 FUENTE: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.

El gasto en consumo, principal factor impulsor de la recuperación actual, continuó contribuyendo positivamente al avance del PIB en la primera mitad de 2016. En el segundo trimestre, la tasa de crecimiento trimestral del consumo privado disminuyó hasta el 0.2%. Esta desaceleración debería considerarse en el contexto del sólido resultado del primer trimestre, en el que el consumo experimentó un incremento del 0.6% trimestral. El menor avance del consumo en el segundo trimestre fue reflejo del aumento de la tasa de ahorro, ya que el crecimiento de la renta real se mantuvo. En efecto, durante la recuperación actual el gasto en consumo se ha visto favorecido por el incremento de la renta real disponible de los hogares, que refleja fundamentalmente el crecimiento del empleo y los bajos precios del petróleo. La renta bruta disponible real de los hogares creció en el segundo trimestre de 2016, un 2.5% en términos anuales, la mayor tasa de crecimiento de los últimos 15 años. Los balances de los hogares también presentan mayor disponibilidad de fondos. La deuda en relación con la renta de los

hogares ha disminuido de forma continua durante la recuperación en curso, respaldando así el avance del consumo total.

De cara al futuro, el consumo debería continuar creciendo a un ritmo sostenido. Tras mejorar en el segundo trimestre de 2016, la confianza de los consumidores descendió ligeramente en el tercero —descenso que podría atribuirse, en parte, al resultado del referéndum del Reino Unido y a los recientes ataques terroristas—, aunque todavía se mantiene por encima de su media de largo plazo. Los datos sobre comercio minorista (hasta agosto de 2016) y las matriculaciones de vehículos (hasta septiembre de 2016) están en consonancia con el crecimiento positivo del gasto en consumo en el tercer trimestre, posiblemente a un ritmo algo mayor que en el segundo. Además, el crecimiento adicional del empleo, como sugieren los indicadores de opinión más recientes, también deberían continuar respaldando el gasto en consumo.

La inversión se ralentizó en el segundo trimestre tras el efecto positivo de las condiciones meteorológicas sobre la construcción en el primer trimestre. En el segundo trimestre de 2016, la inversión total mostró un crecimiento nulo en tasa trimestral, resultante de un aumento de la inversión, excluida la construcción, que se vio contrarrestado por una caída de la inversión en construcción. El crecimiento de la inversión, excluida la construcción, en el segundo trimestre fue atribuible prácticamente en su totalidad al incremento de la inversión en material de transporte, y el resto se debió a la inversión en TIC (tecnologías de la información y las comunicaciones). La inversión en construcción se contrajo un 0.4% en el segundo trimestre, después de registrar tres trimestres consecutivos de crecimiento. Esta desaceleración obedeció principalmente a la evolución de la inversión en Alemania como consecuencia de la desaparición gradual del efecto meteorológico, que impulsó fuertemente al alza el resultado del primer trimestre.

La información disponible sugiere que la inversión empresarial creció moderadamente en el tercer trimestre de 2016, mientras que la inversión en construcción repuntó. El débil dinamismo de la inversión empresarial está respaldado por los datos sobre la producción industrial de bienes de equipo, que solo creció tímidamente en julio y agosto en comparación con el segundo trimestre. Además, la confianza en el sector de bienes de equipo en el tercer trimestre fue menor, en promedio, que en el segundo, y la valoración de la cartera de pedidos de este sector se mantuvo contenida en el tercer trimestre, especialmente en el caso de los pedidos exteriores, lo que apunta a que la debilidad del entorno internacional tuvo cierto impacto adverso. Por lo que se refiere a la inversión en construcción, factores subyacentes como la concesión de visados de obra nueva, la situación de la demanda en el sector y la valoración de la cartera de pedidos señalan que la recuperación continuará en el futuro. Además, los datos mensuales sobre producción más recientes, junto a los resultados de las encuestas, indican un repunte de la actividad de construcción en el tercer trimestre de este año.

Se espera que la recuperación de la inversión empresarial continúe más allá del próximo trimestre. El apoyo a esta inversión procederá previsiblemente de la demanda y de la orientación acomodaticia de la política monetaria, así como de las favorables condiciones de financiamiento y de las necesidades de reposición. La mejora de los beneficios también debería favorecer la inversión total en el futuro. Los riesgos a la baja para las perspectivas de inversión empresarial están relacionados con el entorno internacional, como la incertidumbre en torno al “*Brexit*”.

En el segundo trimestre de 2016, las exportaciones totales de la zona del euro exhibieron cierta fortaleza, pero los datos mensuales sobre comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona apuntan, hasta el momento, a un tercer trimestre débil. Los resultados mensuales del comercio correspondientes a agosto sugieren que las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro experimentaron un ligero repunte en comparación con el mismo período de 2015 (en términos de media

móvil trimestral). Sin embargo, estas exportaciones continúan registrando un débil crecimiento en términos históricos. Por lo que respecta a las economías emergentes, el avance de las exportaciones a China se desaceleró, al tiempo que las exportaciones de bienes a Rusia y América Latina disminuyeron. En cuanto a las economías avanzadas, la contribución de las exportaciones a Estados Unidos de Norteamérica fue negativa, mientras que la de las exportaciones a países europeos no pertenecientes a la zona del euro probablemente haya sido positiva. De cara al futuro, se espera que la ligera apreciación del tipo de cambio efectivo del euro desde principios de 2016 afecte las exportaciones de la zona del euro. Además, puede que las exportaciones se hayan visto afectadas negativamente por las posibles consecuencias del resultado del referéndum del Reino Unido sobre los flujos del comercio mundial. Indicadores más recientes, como las encuestas, señalan la continuación de la débil evolución de la demanda exterior, si bien los pedidos exteriores parecen haber mejorado en cierta medida en el tercer trimestre.

En conjunto, los indicadores económicos más recientes son coherentes con la continuación de un crecimiento moderado del PIB real en el tercer trimestre de 2016. La producción industrial (excluida la construcción) exhibió un fuerte incremento mensual en agosto de 2016, tras experimentar un menor descenso en julio. En julio y agosto, la producción industrial se situó, en promedio, un 0.1% por encima del nivel del segundo trimestre, en el que la producción disminuyó un 0.2% en tasa trimestral. Los indicadores de opinión más recientes están en consonancia con una tasa de crecimiento sostenido en el tercer trimestre, similar a la del segundo trimestre. El índice PMI compuesto de producción se situó en un nivel medio de 52.9 en el tercer trimestre de 2016, frente a 53.1 en el segundo, mientras que el indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea permaneció sin cambios en 104.3 (véase la gráfica: *PIB real, indicador de sentimiento económico (ESI) e índice PMI compuesto de producción de la Zona del Euro*). Mientras que el ESI se

mantiene muy por encima de su media de largo plazo, el PMI se encuentra actualmente algo por debajo de su media histórica.

Los mercados de trabajo de la zona del euro continúan mejorando gradualmente. En el segundo trimestre de 2016, el empleo experimentó un crecimiento adicional del 0.4% en tasa trimestral, lo que se tradujo en un incremento anual del 1.4%. Desde el segundo trimestre de 2013, cuando el empleo empezó a crecer, el número de personas ocupadas ha aumentado un 3% en términos acumulados. La tasa de desempleo de la zona del euro se mantuvo invariable en el 10.1% en agosto de 2016, dos puntos porcentuales por debajo del máximo más reciente registrado en abril de 2013. Este descenso ha sido generalizado en ambos sexos y en los distintos grupos de edad. Además, el número de parados de larga duración (las personas que llevan al menos 12 meses en situación de desempleo) sigue disminuyendo lentamente, pero todavía representa más del 5% de la población activa. Los resultados de encuestas más recientes apuntan a mejoras adicionales en el mercado de trabajo en los próximos meses.

De cara al futuro, se espera que la expansión de la economía avance a un ritmo moderado, pero sostenido. La demanda interna debería estar apoyada por la transmisión de las medidas de política monetaria a la economía real. Las favorables condiciones de financiamiento y la mejora de la rentabilidad empresarial continúan estimulando la recuperación de la inversión.

**EMPLEO, ÍNDICE PMI RELATIVO A LAS EXPECTATIVAS DE EMPLEO Y DESEMPLEO EN LA ZONA DEL EURO**  
 -Tasas de variación intertrimestral; índice de difusión; porcentaje de la población activa-



Nota: El PMI está expresado como una desviación de 50 dividido por 10. Las observaciones más recientes corresponden al segundo trimestre de 2016 para el empleo, a septiembre de 2016 para el PMI y a agosto de 2016 para el desempleo.

FUENTE: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Además, unos precios del petróleo aún relativamente bajos y el aumento sostenido del empleo, relacionado también con las reformas estructurales acometidas en el pasado, prestan un respaldo adicional a la renta real disponible de los hogares y al consumo privado. Asimismo, es probable que la orientación general de la política fiscal en la zona del euro sea prácticamente neutral en 2017. No obstante, se prevé que la recuperación económica se verá frenada por una demanda exterior todavía débil, los necesarios ajustes en los balances de algunos sectores y el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento en la zona del euro siguen apuntando a la baja y están relacionados con el entorno exterior principalmente. Los resultados de la última encuesta a expertos en previsión económica del BCE, realizada a principios de octubre, muestran que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB prácticamente no han variado con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de julio.

**Fuente de información:**

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1607-1.pdf>

## **¡Cuidado! Si Trump cumple sus promesas sobre Asia... (RIE)**

El 16 de noviembre de 2016, el Real Instituto Elcano (RIE) publicó el artículo “¡Cuidado! Si Trump cumple sus promesas sobre Asia...” A continuación se presenta la información.

Si analizamos las declaraciones de Donald Trump sobre política exterior desde que se postuló como candidato del Partido Republicano a la presidencia de Estados Unidos de Norteamérica, o el plan de acción para los primeros 100 días de su gobierno, que desveló a finales de octubre en Gettysburg, entenderemos por qué Asia es, tras México, el lugar donde más incertidumbre ha generado su elección. Son múltiples los casos en los que el presidente electo ha señalado a países asiáticos para ilustrar dos de los pilares más preocupantes de su hipotética política exterior: el proteccionismo y el aislacionismo. Si cumplierse con todo lo anunciado, las repercusiones económicas y geoestratégicas podrían ser dramáticas, no sólo para Asia, también para el resto de la comunidad internacional, incluyendo a los propios Estados Unidos de Norteamérica y a Europa.

En el ámbito económico, más allá de rechazar el Acuerdo de Asociación Transpacífico (TPP), el presidente electo de los Estados Unidos de Norteamérica se comprometió a declarar a China un país que manipula su moneda, a menos que el renminbi se apreciase sustancialmente. De no ver un incremento notable en la cotización de la divisa china respecto al dólar, el presidente electo ha declarado que impondría un arancel del 45% a los productos provenientes de China. También sugirió que podría imponer aranceles de entre el 15 y el 45% a las importaciones desde Japón y Corea del Sur. Estas medidas tendrían unos efectos devastadores no sólo sobre estas economías, sino también sobre las de otros países asiáticos y la de los propios Estados Unidos de Norteamérica, pues todos ellos están muy vinculados a China a través de numerosas cadenas de valor. Es más, estos tres países asiáticos, que son tres de los seis mayores socios comerciales de

Estados Unidos de Norteamérica, se verían arrastrados a una guerra comercial que, según un reciente estudio del *Peterson Institute for International Economics*, sumiría a Estados Unidos de Norteamérica en una recesión y le costaría más de 4 millones de empleos. Obviamente, la onda expansiva de esta bomba atómica comercial golpearía violentamente a la economía global.

En relación con la demanda del presidente electo, de que los aliados de Estados Unidos de Norteamérica en la región, especialmente Japón y Corea del Sur, asuman un mayor esfuerzo a la hora de asegurar su propia defensa, lo más preocupante han sido sus comentarios favorables al eventual desarrollo de un programa nuclear propio por parte de Tokio y Seúl. Esto podría agudizar todavía más la escalada armamentística en la región y espolear el programa nuclear norcoreano con el consiguiente impacto sobre la estabilidad regional y global. Tampoco queda clara la actitud del presidente electo hacia China, a la que ha presentado en múltiples ocasiones como una amenaza económica y a la que dos asesores suyos, Alexander Gray y Peter Navarro, se refieren en un artículo publicado a principios de mes en la revista *Foreign Policy* en términos más negativos de los que han empleado en estos años los miembros de la administración Obama.

¿Estamos abocados por tanto a una nueva ola de proteccionismo, de proliferación nuclear y de confrontación entre dos grandes potencias? Esperemos que no. Afortunadamente, hay indicios que parecen cuestionar este escenario tan pesimista. Aunque ha dejado de ser noticia que un país actúe de forma manifiesta en contra sus intereses, resulta difícil imaginar que el presidente electo vaya a llegar al extremo de entrar en guerras comerciales que sumirían a Estados Unidos de Norteamérica en recesión. Es más, otro de sus asesores, James Woolsey, publicó el pasado jueves en un influyente diario hongkonés, el *South China Morning Post*, un artículo de opinión en el que criticaba al presidente Obama por no haber sido más receptivo a iniciativas chinas que ofrecen oportunidades para la economía estadounidense, como la fundación del Banco Asiático de Inversión en Infraestructuras (BAII) o la Nueva Ruta de la Seda.

En relación con la posible permisividad del nuevo gobierno estadounidense a la proliferación nuclear en Asia, Michael Flynn, asesor senior del presidente electo, ha minimizado en un reciente viaje a Japón los anteriores comentarios del presidente electo en este sentido. Es más, otro de sus asesores, Walid Phares, ha señalado la lucha contra la proliferación nuclear como una de las mayores prioridades de la política exterior del presidente electo. Esto no sólo sería favorable para la estabilidad de Asia Oriental, al no aumentar el número de potencias nucleares en la zona, sino que también podría tener un efecto moderador sobre la relación entre el próximo gobierno estadounidense y Pekín. Valga de ejemplo el gobierno de George W. Bush, que comenzó con una política hacia China bastante más beligerante que la de su antecesor, pero que moderó de manera muy significativa una vez que decidió priorizar la lucha contra el terrorismo yihadista y la no proliferación.

Resumiendo, si el Presidente electo de los Estados Unidos de Norteamérica cumple con sus promesas en relación con Asia nos encontraremos con un mundo mucho más peligroso y empobrecido. Esperemos que se materialicen los indicios que apuntan a que puede moderar sus posiciones una vez llegue a la Casa Blanca. Desde luego, nosotros no se lo reprocharemos.

**Fuente de información:**

<http://www.blog.rielcano.org/cuidado-trump-cumple-promesas-asia/>

### **Futuros escenarios “trumpistas” (RIE)**

El 10 de noviembre de 2016, el Real Instituto Elcano (RIE) publicó que las encuestas se han vuelto a equivocar. Pobre Hillary Clinton. El *trumpismo* —un movimiento de cabreados, desencantados, xenófobos y temerarios, sobre todo blancos y del medio rural— ha ganado las elecciones de Estados Unidos de Norteamérica y el desconcierto es mayúsculo. Tras el *shock* del *Brexit*, nos enfrentamos ahora a la victoria de Donald Trump, alguien que no tiene ninguna experiencia de gobierno y que casi ha dicho más

impertinencias en los últimos 18 meses que en todas las campañas electorales de la historia de Estados Unidos de Norteamérica juntas.

Si hace cinco años un analista se hubiese atrevido a decir que alguien como Trump —apoyado por el Ku Klux Klan y la derecha más reaccionaria— iba a ser el presidente de la mayor potencia mundial, le hubiesen tildado de loco. Hoy la sensación es que va a ser un chiflado quien se siente en el despacho oval de la Casa Blanca a partir de enero.

¿Qué podemos esperar de alguien así? ¿Qué efectos tendrá el *trumpismo* sobre la economía política internacional? Es difícil realizar pronósticos sobre un personaje tan impredecible y estridente como Trump. Estamos prácticamente ante una hoja en blanco. El consenso es que se acaba una era y empieza otra. Pero nadie sabe hacia dónde nos dirigimos. En casos de tanta incertidumbre, lo más sensato es plantearse una serie de escenarios. Ya que todo es posible, es conveniente plantear situaciones extremas para no dejarse sorprender por lo que pueda pasar.

El escenario apocalíptico del *trumpismo* sería el siguiente. Al igual que Theresa May con el *Brexit*, Trump sale y dice que va a realizar algunas de las cosas en las que ha insistido en su campaña y, por lo tanto, son el corazón de su mandato electoral.

Lo primero es empezar el muro entre Estados Unidos de Norteamérica y México para evitar la entrada de inmigrantes ilegales. Acto seguido, al igual que Richard Nixon en 1971 —o sea, que tampoco sería tan revolucionario— Trump decide levantar aranceles del 10% a todos los productos y servicios importados. Eso iría contra las reglas de la Organización Mundial del Comercio (OMC), pero le daría igual. Con este acto demostraría que *America is great again*. Estados Unidos de Norteamérica se volvería más aislacionista. Le diría a sus socios en Europa, Oriente Próximo y Asia que ya no va a ser el policía del mundo. Que se las apañen ellos solos. Estados Unidos de Norteamérica se va a centrar en destruir al ISIS y a luchar sin cuartel contra el islamismo yihadista, pero por lo demás se va a dedicar a arreglar sus problemas internos.

Lógicamente, la reacción de los socios y los mercados sería tremenda. China tomaría represalias comerciales. Dificultaría el negocio de las empresas estadounidenses en su país y sería mucho más agresiva en su política exterior regional al ver que Japón y Corea del Sur ya no cuentan con el firme respaldo militar de Estados Unidos de Norteamérica.

Frente a estas tensiones, los mercados entrarían en una dinámica de incertidumbre y sentimientos negativos que provocarían una recesión global. Esto reforzaría las tendencias proteccionistas en América, Europa y Asia. La era del neoliberalismo daría paso a la era del neonacionalismo y cualquier escaramuza entre una cada vez más agresiva China y un cada vez más intimidado Japón podría llevarnos a un enfrentamiento militar entre la potencia emergente y la decadente, una dinámica recurrente a lo largo de la historia. Ya se había avisado de que este escenario era apocalíptico.

### **Trump cambia de carácter**

El escenario rosa sería muy diferente. Trump cambia de carácter al entrar en la Casa Blanca. Reúne una serie de expertos (economistas, pero también sociólogos, politólogos, científicos, y representantes de la sociedad civil) del lado republicano y del demócrata. Es decir, una iniciativa *bipartisan* de verdad. Se toman una serie de medidas para superar la brecha tecnológica, social y racial que existe en el país. Se bajan los impuestos a las empresas, pero se ajusta la tasa real a la nominal. Se acaba con las desgravaciones y las elusiones fiscales. Cada uno tiene que contribuir lo suyo. Se aprueba un plan nacional para la educación, la innovación y las infraestructuras. El aumento en el gasto fiscal hace que la economía crezca por encima del 4% hacia 2018. La Reserva Federal, al ver un aumento en la inflación y la tasa de participación en el mercado laboral, sube gradualmente los tipos de interés. Estados Unidos de Norteamérica vuelve a una cierta normalidad monetaria y, progresivamente, también

fiscal, porque el gasto en educación, innovación e infraestructuras aumenta la productividad, los salarios, las rentas y, por lo tanto, también la recaudación de impuestos. La deuda pública empieza a reducirse. *Trumponomics* triunfa.

En este escenario, a nivel internacional Estados Unidos de Norteamérica lideraría la lucha contra los paraísos fiscales (tan nocivos para el pueblo llano) y la competencia desleal entre sistemas de tributación. En el G20 se llegaría a un acuerdo según el cual las multinacionales tendrían 12 meses para repatriar sin tributación sus ganancias acumuladas, pero después de esa fecha estarían obligadas a pagar los impuestos correspondientes en todos los países en los que tienen negocios. Sobre esta base se firmarían el Tratado de Asociación Transpacífico (TPP) y el Tratado Transatlántico de Comercio e Inversiones (TTIP), y se empezaría las negociaciones para incluir a China y a otros emergentes, incluida Rusia. La nueva era del *trumpismo* se caracterizaría por menos regulación y más dinamismo económico a cambio de mayor soberanía y un sistema fiscal justo. Más rosa casi imposible.

¿Qué posibilidades hay de que se lleven a cabo estos escenarios? Pocas, la verdad. La realidad se quedará en algún punto intermedio. Pero como con Trump todo puede pasar, hay que estar preparado para lo peor y lo mejor. Sin embargo, lo más probable es que siga el rumbo de Berlusconi. No hará ni una quinta parte de lo que le ha prometido al pueblo. Ayudará sobre todo a los de arriba y a los de abajo les dirá que la culpa de todo la tienen los chinos. Los problemas estructurales de Estados Unidos de Norteamérica y del mundo no se abordarán. Los avances de Barack Obama en el cambio climático se echarán por la borda y las tensiones geopolíticas persistirán. Este escenario no es tan negro como el primero, pero de rosa no tiene nada.

**Fuente de información:**

<http://www.realinstitutoelcano.org/wps/wcm/connect/2f9b61004eeb5bd786a7e6ec4c5d114f/OteroIglesias-Futuros-escenarios-trumpistas.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=2f9b61004eeb5bd786a7e6ec4c5d114f>

### **Billonario, Presidente...¿y populista? (RIE)**

El 14 de noviembre de 2016, el Real Instituto Elcano (RIE) publicó el artículo “Billonario, presidente...¿y populista?” a continuación se presenta la información.

Ahora que es Presidente, Donald Trump también parece que se ha convertido en el gran icono del populismo. En su discurso tras la victoria en las presidenciales del 8 de noviembre subrayó que “todo lo que está ocurriendo es consecuencia de ese increíble y gran movimiento creado por millones de personas que quieren un país mejor, que esperan que el gobierno sirva al pueblo y siga su voluntad”.

El populismo puede ser una campaña, un movimiento, una ideología, incluso un estilo político y un lenguaje. Y los populistas en Estados Unidos de Norteamérica han tratado de defender desde el siglo XIX al pueblo contra las élites y el *establishment*, con un discurso simple y demandas generalmente irrealizables. Aunque la definición de una y otra parte ha ido cambiando: “gente llana” frente a la “plutocracia”, “hombre pobre” frente a “hombre rico”; “hombre de la calle” contra el “gran gobierno”; “mayoría silenciosa” contra los “intereses especiales”; “nosotros el pueblo” contra “la clase billonaria”.

Es posible que Trump encaje, con ciertos matices y dejando de lado ciertas características propias, en la rica tradición del populismo norteamericano. Los libros de texto suelen asociar sus inicios a la creación en 1891 del *People's Party*, un grupo de granjeros del sur y oeste del país que después de una gran recesión y cargando con grandes deudas se enfrentaron a los bancos.

Aunque algunos se remontan a las campañas contra el patrón oro de William Jenkins Bryan o incluso a Andrew Jackson, que con un estilo populista llegó a la casa Blanca y abrió, literalmente, sus puertas al pueblo el día de su investidura. Ya en el siglo XX tenemos a Huey Long, gobernador en los años de la Gran Depresión y enemigo decidido

de los banqueros de Wall Street, y a George Wallace, que apelaba a la ética del trabajo duro y combatió la arrogancia de los burócratas de Washington.

Las políticas neoliberales puestas en marcha por Ronald Reagan y una nueva generación de republicanos conservadores, y abrazado posteriormente por los nuevos demócratas liderados por Bill Clinton, fueron la causa de la rebelión popular de Ross Perot a principios de los noventa.

La adopción de dichas políticas neoliberales había priorizado el crecimiento sobre la equidad —aunque con la promesa de Reagan de que “la marea levantaría todos los barcos”—, promovió el libre comercio, la movilidad de capital y de personas, la desregularización de las finanzas, y la moderación fiscal. Perot, tejano billonario, prometió “hacer a América trabajar de nuevo” y rechazó el acuerdo de libre comercio de América del Norte (NAFTA por sus siglas en inglés). Pat Buchanan también apareció por la derecha, explotando las preocupaciones de los norteamericanos ante la pérdida de puestos de trabajo por culpa de la liberación comercial y con un duro discurso contra la inmigración ilegal y la globalización.

Ya en el siglo XXI, el *Tea Party* se sumó a estas campañas y movimientos populistas. Fue un rescate bancario con dinero público y un paquete de estímulo fiscal lo que ayudó a encender la mecha para su explosión. Muchos pequeños empresarios o miembros de la clase trabajadora que escaparon de los efectos de la recesión de 2007 se quejaron amargamente de que aquellas políticas les obligaban a subvencionar a los que no se lo merecían como los imprudentes especuladores de Wall Street, compañías mal gestionadas como las de Detroit, y hasta la inmigración ilegal.

Luego vino por la izquierda el movimiento *Occupy Wall Street* que comenzó protestando en el distrito financiero de Nueva York contra los abusos del poder financiero, las desigualdades de la economía y el elevado desempleo. Eran sobre todo

jóvenes universitarios ahogados en préstamos y con un futuro incierto. Duró poco, pero lograron que el tema de la desigualdad ganara visibilidad en la política.

Las figuras de Trump y Bernie Sanders no se pueden entender sin estos últimos antecedentes. Son por lo tanto los herederos no sólo del *Tea Party* y de *Occupy Wall Street* sino también de Buchanan y Perot. Trump incluso formó parte del Partido de la Reforma que éste último fundó en 1995. ¿Vio entonces Trump una oportunidad para él, para su figura, como líder populista? Quizás, pero quién iba a tomarle en serio, a alguien que se asemejaba más al *establishment* que al pueblo enfadado. Nadie podía imaginar que él pudiera convertirse en el conductor adecuado para ese “movimiento” popular que empezaba a emerger.

Es cuanto menos extraño asociar a Trump con el populismo si pensamos, además, en su marca personal asociada a la riqueza y al lujo, y no a la modestia y al trabajo duro, a alguien que habla no como un trabajador sino como el gran jefe. Pero lo cierto es que Trump ha teniendo más atractivo para el centro que los populistas conservadores del último medio siglo, y por lo tanto ha ampliado enormemente la base electoral. Ese ha sido su éxito. Su estilo fue popular en la campaña, de acuerdo, pero ¿será un presidente populista?

**Fuente de información:**

<http://www.realinstitutoelcano.org/wps/wcm/connect/afb050004ef72d2f887ceaec4c5d114f/Trump-billonario-presidente-populista.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=afb050004ef72d2f887ceaec4c5d114f>

## La economía del mundo sin China (PS)

El 24 de octubre de 2016, la organización *Project Syndicate* (PS) publicó el artículo “La economía del mundo sin China” elaborado por Stephen S. Roach<sup>6</sup>. A continuación se presenta el contenido.

¿Está la economía china a punto de colapsar? Un país cargado de deudas, con burbujas inmobiliarias, empresas estatales zombi y bancos en dificultades, a China se la describe cada vez más como el próximo desastre en un mundo propenso a las crisis.

Sigo convencido de que esos temores son exagerados, y de que China tiene la estrategia, los medios y la determinación para lograr una dramática transformación estructural hacia una sociedad de consumo basada en servicios, a pesar de la situación desfavorable del ciclo económico mundial. Pero también soy consciente de que hoy mi opinión es minoritaria.

Por ejemplo, el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos de Norteamérica, Jacob J. Lew, sigue expresando la idea bastante desconcertante de que Estados Unidos de Norteamérica “no puede ser el único motor de la economía mundial”. Y en realidad, no lo es: todo indica que este año el aporte de la economía china al crecimiento global será más de cuatro veces superior al de Estados Unidos de Norteamérica. Pero tal vez, al hacer su evaluación de la economía mundial, Lew ya supone lo peor para China.

¿Y si los que dudan de China están en lo cierto? ¿Si la economía china realmente se viene abajo, si su tasa de crecimiento cae hasta la parte baja de la zona de un dígito, o incluso a territorio negativo, como le ocurriría a la mayoría de las economías en crisis? China sufriría, sin duda, pero también sufriría la ya vacilante economía mundial. Dado

---

<sup>6</sup> Fue presidente de Morgan Stanley Asia y economista, jefe de Morgan Stanley, miembro distinguido en la Universidad de Yale Instituto Jackson para asuntos mundiales y profesor en la Escuela de Administración de Yale. Es autor del libro: *Desequilibrada: La Codependencia de América y China*.

el nivel de inquietud que genera la economía china, vale la pena estudiar en detalle este experimento mental.

Para empezar, si no fuera por China, la economía mundial ya estaría en recesión. La tasa de crecimiento de China este año parece ir camino de alcanzar el 6.7% (bastante más que la mayoría de los pronósticos). Según el Fondo Monetario Internacional (árbitro oficial de las mediciones económicas globales), la economía china supone el 17.3% del PIB mundial (sobre la base de la paridad del poder adquisitivo). De modo que un incremento del 6.7% del PIB real chino se traslada a cerca de 1.2 puntos porcentuales de crecimiento mundial. De no estar China, habría que restar ese aporte a la estimación del FMI (que ya fue revisada a la baja) de que el crecimiento del PIB mundial en 2016 será 3.1%, lo que la hundiría hasta 1.9%, muy por debajo del umbral de 2.5% que normalmente se asocia con una recesión global.

Claro que ese sería solamente el efecto directo de la ausencia de China. Luego están los vínculos transfronterizos con otras grandes economías.

Las economías proveedoras de recursos (en concreto, Australia, Nueva Zelanda, Canadá, Rusia y Brasil) serían particularmente afectadas. Como consumidora masiva de recursos, China transformó esas economías, que colectivamente equivalen a casi el 9% del PIB mundial. Si bien todas ellas aseguran tener estructuras económicas diversificadas que no dependen excesivamente de la demanda china de materias primas, los mercados de divisas dicen lo contrario: cada vez que se revisan los pronósticos de crecimiento de China (hacia arriba o abajo), los tipos de cambio se mueven en paralelo. El FMI prevé que en 2016 el conjunto de estas cinco economías sufrirá una contracción del 0.7%, por la recesión en Rusia y Brasil y el escaso crecimiento de las otras tres. No hace falta decir que un eventual derrumbe de China obligaría a recortar considerablemente esta estimación base.

Lo mismo valdría para los socios comerciales que tiene China en Asia, que en su mayoría siguen siendo economías dependientes de las exportaciones, cuya principal fuente de demanda externa es el mercado chino. Esto se aplica no sólo a las economías asiáticas en desarrollo más pequeñas como Indonesia, Filipinas y Tailandia, sino también a las economías más grandes y desarrolladas de la región, como Japón, Corea y Taiwán. En conjunto, estas seis economías asiáticas sino dependientes conforman otro 11% del PIB mundial. Un colapso de China podría restar no menos de un punto porcentual a la tasa combinada de crecimiento de estos países.

También hay que hablar de Estados Unidos de Norteamérica. China es el tercer mercado más grande para sus exportaciones y el que crece más rápido. Un colapso chino cortaría esa demanda de exportaciones y restaría entre 0.2 y 0.3 puntos porcentuales al (ya insuficiente) crecimiento económico estadounidense (de alrededor del 1.6% en 2016).

Por último, hay que pensar en Europa. El crecimiento de Alemania (que ha sido por mucho tiempo el motor de una economía continental que sin él estaría paralizada) sigue dependiendo en gran medida de las exportaciones. Esto se debe cada vez más a la importancia de China (que ya es el tercer mercado más grande para las exportaciones alemanas, después de la Unión Europea y Estados Unidos de Norteamérica). Si China se cayera, el crecimiento económico alemán también se reduciría considerablemente y arrastraría consigo al resto de Europa.

En una actualización recién publicada (en octubre) de su informe *Perspectivas de la economía mundial*, el FMI dedica todo un capítulo a lo que denomina análisis de efectos derrame de China (una evaluación mediante modelos del efecto global de una desaceleración de este país). Siguiendo una línea similar a la de los argumentos anteriores, el FMI se concentra en los vínculos de China con tres grupos a los que su declive afectaría más: los países exportadores de materias primas, las economías

asiáticas exportadoras y lo que el FMI denomina “economías avanzadas sistémicas” (Alemania, Japón y Estados Unidos de Norteamérica). Según el análisis, la más afectada sería Asia, seguida de cerca por las economías proveedoras de recursos; en cuanto a las tres economías desarrolladas, se calcula que el efecto sobre ellas sería alrededor de la mitad respecto de los socios comerciales asiáticos de China (excluido Japón).

La investigación del FMI señala que el efecto derrame global de una desaceleración china sumaría alrededor de 25% a los efectos directos. Es decir que si, siguiendo nuestro experimento mental, el crecimiento chino se desvaneciera, la suma de los efectos directos (1.2 puntos porcentuales del crecimiento global) y los derrames indirectos (aproximadamente otros 0.3 puntos porcentuales) obligaría a reducir a la mitad la estimación inicial de crecimiento mundial para 2016 (de 3.1 a 1.6%). Todavía estaría lejos de la contracción global récord de 0.1% en 2009, pero no sería muy diferente de dos grandes recesiones mundiales anteriores, en 1975 (1% de crecimiento) y 1982 (0.7 por ciento).

Puede que yo sea uno de los últimos que todavía ven a China con optimismo. Aunque las perspectivas para la economía mundial no me entusiasman lo más mínimo, creo que el mundo enfrenta problemas mucho mayores que una gran crisis china. Pero seré el primero en admitir que sin el crecimiento chino, una economía mundial post-crisis estaría en dificultades serias. Los que apuestan a una caída de China deben tener cuidado con lo que desean.

**Fuente de información:**

<https://www.project-syndicate.org/commentary/world-economy-without-china-by-stephen-s--roach-2016-10/spanish>