IV. POSTCRISIS FINANCIERA MUNDIAL

Vivir en tiempos de incertidumbre (BID)

El 21 de diciembre de 2016, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) publicó en el *blog*, Ideas que cuentan, del Departamento de Investigación del BID, el artículo de opinión "Vivir en tiempos de incertidumbre", de Andrew Powell[1]. A continuación se presenta el contenido.

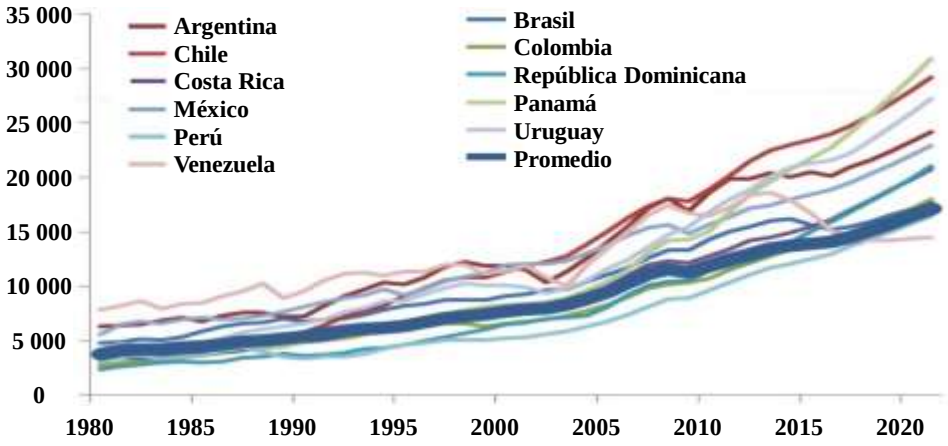
Citando la célebre frase de Borges, "la realidad no siempre es probable ni plausible". Al menos eso parece en América Latina y el Caribe: de todos los posibles resultados, el que hemos experimentado no es el que muchos habrían predicho. Además, cuando miramos hacia el futuro, las previsiones actuales muestran fuertes diferencias entre países y están sujetas a una elevada incertidumbre.

Acercándonos a fin de año, y con uno nuevo por comenzar, veamos algunas estadísticas. El promedio simple del PIB per cápita a valores de PPA (tipo de cambio con paridad de poder adquisitivo) de los 26 países en América Latina y el Caribe es de aproximadamente 14 mil dólares estadounidense. Chile, Panamá y Uruguay han tenido notables resultados en los últimos años, y el ingreso per cápita se sitúa actualmente por encima de 21 mil dólares en los tres países y se prevé que supere los 25 mil dólares hacia el año 2020. Debido al fuerte crecimiento en la década de 2000, después de la desastrosa crisis de 2002, Argentina acaba de alcanzar la marca de 20 mil dólares y suponiendo que se recupere de la actual recesión, según las previsiones, podría llegar a los 23 mil dólares hacia 2020. Otros países no tienen resultados tan buenos. Por

[1] Andrew Powell es el Asesor Principal del Departamento de Investigación del BIB.

ejemplo, el PIB per cápita de Venezuela disminuyó de un máximo de 18 mil 600 dólares en 2013 a sólo 15 mil dólares, según estas estadísticas.

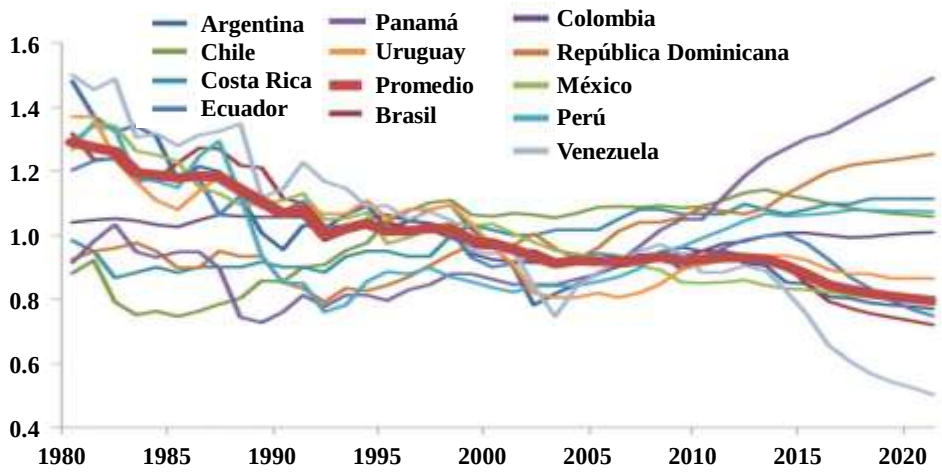
INGRESO PER CÁPITA EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
-En dólares estadounidenses, tipo de cambio valuado con la paridad de poder de compra-



FUENTE: Perspectivas de la Economía Mundial del FMI. El promedio es el promedio simple de los 26 países miembros prestatarios de BID.

Sin embargo, ¿cómo son los resultados de la región en términos relativos? En el gráfico siguiente normalizamos el porcentaje de cada país en el PIB global per cápita según el promedio de cada país a lo largo de todo el período, de modo que si un país mantiene su porcentaje (o, en otras palabras, su ingreso per cápita sigue el ritmo del promedio global), el resultado es una línea horizontal en 1 (uno).

PARTICIPACIÓN EN EL INGRESO PER CÁPITA MUNDIAL NORMALIZADA
-En dólares con la paridad de poder de compra-



FUENTE: Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, octubre de 2016

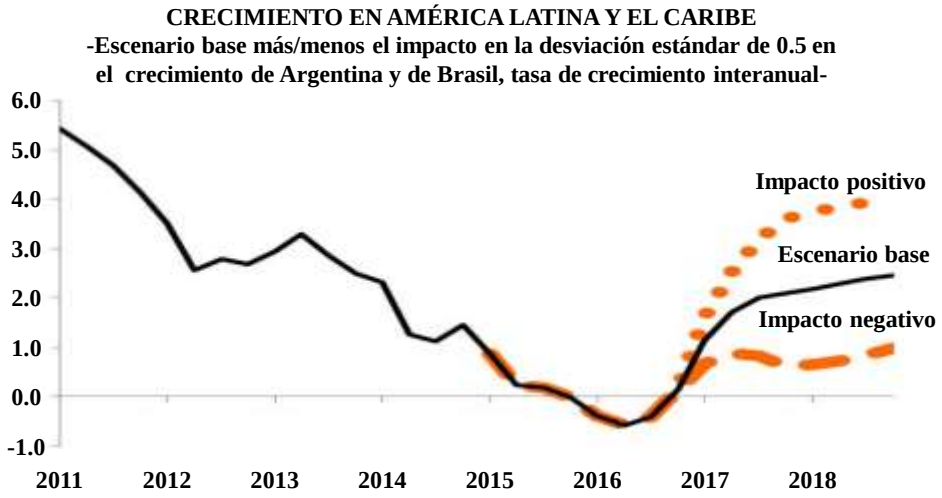
Dicho gráfico ilustra los desastrosos años ochenta, la llamada década perdida, cuando el país típico en la región perdió aproximadamente el 30% de su porcentaje en el PIB global per cápita, pérdida que en algunos casos fue de hasta el 50%. En los años noventa, la región perdió algo más de terreno y la década de 2000, a pesar del auge de las materias primas, fue esencialmente plana. El rasgo destacable a partir de 2010 ha sido una notable divergencia. Panamá, República Dominicana y Costa Rica son los tres países con el nivel final más alto (es decir, la predicción para 2021) en comparación con los promedios del período, seguidos de cerca por Chile (que ha perdido cierto terreno en los últimos años) y Perú, que ha tenido resultados espectaculares desde 2001 según estas estadísticas. Estos países han aumentado su PIB per cápita de manera considerable en comparación con el resto del mundo. En el otro extremo, Venezuela, Brasil y Ecuador son los tres países que previsiblemente habrán perdido más terreno hacia 2021 en relación con sus promedios para el período.

Desafortunadamente, se prevé que el promedio simple de los 26 países miembro prestatarios del BID disminuya aún más en relación con el resto del mundo en los próximos años[2].

Sin embargo, estas predicciones vienen acompañadas de una seria advertencia en materia de salud. Seis países en la región se encuentran actualmente en recesión (Argentina, Brasil, Ecuador, Surinam, Trinidad y Tobago, y Venezuela) y es sumamente difícil prever una expansión cuando el crecimiento actual es negativo. Si bien la mayoría de los analistas prevé que sólo dos de los seis países seguirán en recesión en 2017 (Ecuador y Venezuela), la incertidumbre se cierne sobre sus perspectivas de crecimiento (probablemente negativo) y sobre la fortaleza de la recuperación de los otros cuatro. Si se retrasa la recuperación en Argentina y Brasil de tal manera que ambos países pierden media desviación estándar de su crecimiento a lo largo de los próximos dos años, la pérdida total del PIB en los próximos tres años equivaldría al 3.1% del PIB regional[3]. El crecimiento en 2017 sería de 0.7% en lugar de 1.7% del escenario base. Naturalmente, si la recuperación es más fuerte de lo previsto, el crecimiento regional aumentaría, como se ilustra a continuación.

[2] Si bien no es el objeto de este blog, esto subraya la necesidad de aumentar la inversión y la productividad, sobre todo teniendo en cuenta la desaparición prevista de un fuerte *bonus* demográfico que aumentó la contribución de la fuerza laboral en los últimos años. Para un debate, ver Anexo A (pp. 65-69) del "Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe de 2014" (http://www.iadb.org/es/investigacion-y-datos/publication-details,3169.html?pub_id=IDB%2DAR%2D109).

[3] Media desviación estándar de crecimiento es 3% para Argentina y 1.5% para Brasil. El impacto regional total incluyó el choque en cada país y el impacto combinado en otros países de la región.



FUENTE: FMI y estimaciones del autor empleando un modelo G-VAR de la economía mundial.

También existe incertidumbre considerable en relación con las perspectivas económicas en Estados Unidos de Norteamérica, que son absolutamente cruciales para **México**, América Central y el Caribe, e importantes para prácticamente todos los países. El presidente electo de Estados Unidos de Norteamérica citó un conjunto de ambiciosas intervenciones en las políticas de impuestos, infraestructura, comercio, desregulación y reforma migratoria, para nombrar sólo cinco ámbitos potencialmente importantes. Las medidas que impulsan el crecimiento de Estados Unidos de Norteamérica deberían ser positivas para América Latina y el Caribe, aunque las mayores tasas de interés resultantes tendrían un efecto negativo. Sin embargo, las medidas que cierra Estados Unidos de Norteamérica al comercio de bienes y al movimiento de personas podrían ser muy negativas para la región.

Los países se verán afectados de maneras diferentes. El impacto en **México** dependerá crucialmente de las futuras relaciones comerciales, dada la enorme importancia de Estados Unidos de Norteamérica para las empresas localizadas al sur del Río Grande. En el Caribe, la ventaja podría ser un aumento de la demanda de exportaciones, incluyendo el turismo, versus el costo de tasas de interés más altas que tendrían impacto sobre todo en los países con mayores niveles de deuda. Los precios de las materias primas han aumentado desde la elección en Estados Unidos de Norteamérica dada la

mayor demanda prevista en este país (y a pesar de la apreciación del dólar y de tasas de interés más altas que tienden a deprimir al sector de las materias primas) y las recientes medidas de la OPEP para disminuir la producción de petróleo. Los precios más altos de las materias primas darán impulso a diversos países de la región, sobre todo en América del Sur.

Sin embargo, la incertidumbre persiste en relación con las políticas que realmente se llevarán a cabo en Estados Unidos de Norteamerica. Esta incertidumbre es en sí misma perjudicial. El precio de los préstamos a los mercados emergentes aumentó, los flujos de capital disminuyen, las monedas se deprecian y se observa una caída notable en la emisión de bonos soberanos de las economías emergentes en las últimas semanas. Si bien los mercados bursátiles se han disparado al alza en Estados Unidos de Norteamérica, lo cual supuestamente anticipa lo mejor, los mercados emergentes han reaccionado muy negativamente, al parecer temiendo lo peor.

A medida que se muevan los engranajes de la compleja máquina de formulación de políticas en Estados Unidos de Norteamérica y se definan más claramente las políticas públicas y las medidas, la incertidumbre debería disminuir. Como declaró la Presidenta de la Reserva Federal cuando esa entidad aumentó las tasas de interés el 14 de diciembre, en el futuro la política monetaria dependerá de lo que realmente suceda y, si bien actualmente el miembro medio del FOMC prevé tres incrementos de las tasas de interés en 2017, el famoso gráfico de "*dots*" revela diferencias de opinión entre los miembros del FOMC. Al igual que la política monetaria de Estados Unidos de Norteamérica, las perspectivas económicas para la región en 2017 y años posteriores serán sumamente "dependientes de los datos".

América Latina y el Caribe está acostumbrada a tratar con la incertidumbre; puede que los próximos años pongan a prueba esa resiliencia, una vez más dependiendo de cuán improbable sea la realidad que se avecina.

Fuente de información:
http://blogs.iadb.org/Ideasquecuentan/2016/12/21/vivir-en-tiempos-de-incertidumbre/
http://blogs.iadb.org/wp-content/blogs.dir/74/files/2016/12/SnipImage-22.jpg
http://blogs.iadb.org/wp-content/blogs.dir/74/files/2016/12/SnipImage-23.jpg
http://blogs.iadb.org/wp-content/blogs.dir/74/files/2016/12/SnipImage-24.jpg

Desarrollo sostenible: La UE anuncia sus prioridades (CE)

El 22 de noviembre de 2016, la Comisión Europea (CE) dió a conocer en Estrasburgo, Francia un enfoque estratégico para lograr un desarrollo sostenible en Europa y en todo el mundo. A continuación se presenta la información.

En una primera "Comunicación sobre los próximos pasos en pos de un futuro sostenible para Europa", se explica el modo en que las diez prioridades políticas de la Comisión contribuyen a la aplicación de la Agenda 2030 de las Naciones Unidas para el Desarrollo Sostenible y la forma en que la UE alcanzará los objetivos de desarrollo sostenible (ODS) en el futuro. Una segunda comunicación sobre un nuevo Consenso Europeo sobre Desarrollo propone una visión compartida y un marco de cooperación al desarrollo para la UE y sus Estados miembro, en consonancia con la Agenda 2030. Una tercera comunicación sobre una asociación renovada con los países de África, el Caribe y el Pacífico (países ACP) pone las bases de una nueva fase sostenible en las relaciones UE-ACP, para después de que expire el Acuerdo de Asociación de Cotonú en 2020.

Frans Timmermans, vicepresidente primero, declaró: "A fin de construir un futuro para nuestros hijos y nuestro planeta que beneficie a todos hemos hecho de los ODS y de la sostenibilidad el principio rector de todo nuestro trabajo. La aplicación de la Agenda

2030 de las Naciones Unidas es un compromiso compartido que requiere la contribución y la cooperación de todos, incluidos los Estado miembros y la sociedad civil en general."

Federica Mogherini, alta representante y vicepresidenta, declaró: "Hoy en día estamos más interconectados que nunca, por lo que invertir en los pueblos de fuera de nuestras fronteras es también invertir en favor de Europa. Las propuestas que hoy se presentan tienen el objetivo común de reforzar el impacto de nuestra cooperación con nuestros socios en todo el mundo, al tiempo que se promueve la sostenibilidad dentro y fuera de Europa. Éste es el núcleo de la Estrategia Global de la Unión Europea publicado en junio. La UE seguirá dirigiendo una acción exterior que apoye la paz, la democracia y la gobernabilidad, que refuerce la resiliencia a todos los niveles y fomente una prosperidad compartida y sostenible para todos."

El comisario de Cooperación Internacional y Desarrollo, Neven Mimica, añadió: "La propuesta de un nuevo Consenso Europeo sobre Desarrollo es la respuesta de la UE a un mundo cada vez más complejo e interconectado. Mi objetivo es lograr un auténtico consenso, bajo la responsabilidad compartida de las instituciones de la UE y de todos los Estados miembro, que nos ayudará a liderar la acción mundial en pos de la aplicación de los objetivos de desarrollo sostenible. Junto con las propuestas para nuestra futura colaboración con los países de África, del Caribe y del Pacífico, viene a confirmar de forma inequívoca la voluntad de la UE de trabajar con nuestros socios de todo el mundo para construir un mejor futuro para todos".

La sostenibilidad es una marca europea. La UE cuenta con una posición de partida e historial sólidos a este respecto, con un alto nivel de desarrollo económico, cohesión social, sociedades democráticas y un compromiso con el desarrollo sostenible, que está firmemente anclado en los Tratados europeos. No obstante, para asegurar el futuro, es preciso tomar hoy las decisiones correctas.

Los principales elementos del nuevo enfoque estratégico de la Comisión presentado hoy son:

Próximos pasos para un futuro europeo sostenible

- La respuesta de la UE a la Agenda 2030 se articula en dos líneas de trabajo: la primera consiste en integrar los objetivos de desarrollo sostenible en el marco de las políticas europeas y en las actuales prioridades de la Comisión; la segunda es abrir una reflexión sobre el desarrollo adicional de nuestra visión a más largo plazo y la orientación de las políticas sectoriales a partir de 2020.

- La Comisión utilizará todos los instrumentos a su disposición, incluidos los de mejora de la legislación, para garantizar que las políticas existentes y las nuevas tengan en cuenta los tres pilares del desarrollo sostenible: el social, el medioambiental y el económico.

- Para crear un espacio dinámico que reúna a las distintas partes interesadas de las esferas pública y privada, la Comisión pondrá en marcha una plataforma multilateral que sirva para realizar el seguimiento y el intercambio de las mejores prácticas en materia de aplicación de los ODS en todos los sectores.

- A partir de 2017, la Comisión informará periódicamente de los avances de la UE en la aplicación de la Agenda 2030 y pondrá en marcha un trabajo de reflexión sobre el desarrollo adicional de una visión a más largo plazo, para después de 2020.

Un nuevo Consenso Europeo sobre Desarrollo

- La propuesta de un nuevo Consenso Europeo sobre Desarrollo refleja un cambio de paradigma en la cooperación al desarrollo en la Agenda 2030, que responde

a los desafíos, más complejos e interconectados, a los que se enfrenta la humanidad hoy en día.

– La propuesta establece una visión y marco de acción comunes para todas las instituciones de la UE y todos los Estados miembro, con especial énfasis en los impulsores transversales del desarrollo, como la igualdad de género, la juventud, la energía sostenible y la lucha contra el cambio climático, la inversión, la migración y la movilidad.

– El objetivo es aumentar la credibilidad, la eficacia y el impacto de la política de desarrollo de la UE, sobre la base de análisis y estrategias comunes y de una programación y actuación conjuntas, con una mejor información.

– El nuevo Consenso debería enmarcar todas las actividades de la política de desarrollo de la UE y sus Estados miembro. Un ejemplo de este enfoque lo constituye la propuesta de Plan Europeo de Inversiones Exteriores que utilizará la ayuda oficial al desarrollo para movilizar fondos procedentes de otras fuentes con el fin de generar un crecimiento sostenible en beneficio de los más pobres.

Hacia una asociación renovada con los países de África, Caribe y Pacífico para después de 2020

– Una nueva asociación debe contribuir a consolidar estados y sociedades pacíficos, estables, bien gobernados, prósperos y resilientes, tanto en los países limítrofes con nuestras fronteras como en otros más alejados, y contribuir a lograr nuestro objetivo de un orden basado en normas multilaterales para hacer frente a los desafíos mundiales.

– El objetivo es llegar a un acuerdo con los países ACP asociados en virtud de un acuerdo marco que iría acompañado de asociaciones regionales adaptadas para

los países de África, el Caribe y el Pacífico, que aborden las oportunidades y desafíos regionales específicos.

Antecedentes

La Agenda 2030 de Desarrollo Sostenible, adoptada por la comunidad internacional en septiembre de 2015, representa un nuevo y ambicioso plan para responder a las tendencias y los retos mundiales. El núcleo de la Agenda 2030 son los 17 objetivos de desarrollo sostenible (ODS) y metas conexas, que se extenderán hasta 2030. Junto con otras cumbres y conferencias internacionales celebradas en 2015 en Addis Abeba y en París, la comunidad internacional tiene un nuevo y ambicioso marco para que todos los países colaboren en los retos comunes. Por primera vez, los objetivos de desarrollo sostenible son universalmente aplicables a todos los países, y la UE se compromete a estar en la vanguardia de su aplicación.

Desde 2000, el Acuerdo de Asociación de Cotonú ha sido el marco para las relaciones de la UE con 78 países de África, el Caribe y el Pacífico (ACP). La relación se centra en la erradicación de la pobreza, el desarrollo sostenible y la integración gradual de los países ACP en la economía mundial. Tiene como objetivo incrementar la paz y la seguridad, y reforzar el entorno político democrático. El Acuerdo se revisa cada cinco años y la propuesta adoptada hoy es un paso más para preparar las negociaciones para una nueva asociación para después de 2020.

Fuente de información:
http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-3883_es.htm

Replantear la Globalización (FMI)

En diciembre de 2016, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó en su revista trimestral *Finanzas y Desarrollo* (F&D) el artículo *Replantear la Globalización*. A continuación se presenta el cotenido.

La reducción de los flujos de capital transfronterizos y del comercio puede ser menos nefasta de lo que parece.

Las dos décadas siguientes a la Guerra Fría fueron celebradas y deploradas como la era de la globalización. El movimiento transfronterizo de capitales, bienes y personas se expandió inexorablemente. Entre la caída del Muro de Berlín en 1989 y el temprano inicio de la crisis financiera mundial en 2007, los flujos internacionales de capital crecieron de 5% del Producto Interno Bruto (PIB) mundial a 21%; el comercio aumentó de 39 a 59%, y el número de personas que vivían fuera de su país de nacimiento se elevó en más de un cuarto.

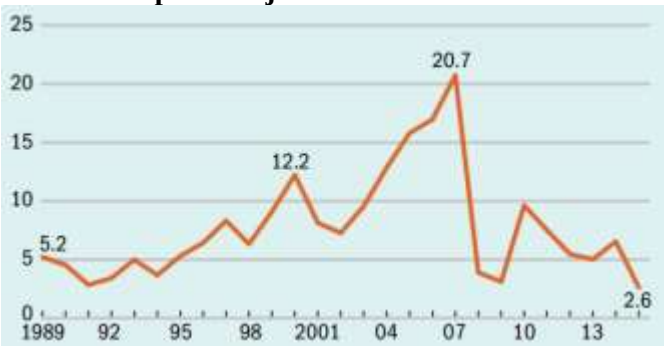
Pero hoy el panorama es más complejo. Los flujos internacionales de capital se han desplomado, el comercio se ha estancado y solo sigue en marcha el movimiento transfronterizo de personas.

¿Presagian estos sucesos el comienzo de una nueva era, quizá de desglobalización? Una reversión tal es posible: la rápida globalización de fines del siglo XIX dio paso a la desglobalización de principios del siglo XX. Sin embargo, no habiendo un *shock* comparable a la Primera Guerra Mundial o a la Gran Depresión de la década de 1930, es improbable que la historia se repita. Más allá de lo que se lee en los titulares, la globalización estaría cambiando, no estancándose ni revirtiéndose.

Flujos de capital

Consideremos primero las tendencias del movimiento mundial de capitales, el tema más convincente del relato de la desglobalización. Según el Instituto Mundial *McKinsey* (Lund *et al*., 2013), en 2008, los flujos transfronterizos de capital se derrumbaron a 4% del producto mundial, un quinto del máximo alcanzado el año anterior (véase la gráfica siguiente). Esa caída, así como el nivel aún más bajo de financiamiento transfronterizo en 2009, reflejó el extraordinario congelamiento de los mercados financieros tras la quiebra de Lehman Brothers ocurrida en septiembre de 2008. Pero algo más destacable es que la globalización financiera aún tiene que recuperarse. Según lo informa *McKinsey* en una actualización de los datos utilizados en su estudio de 2013, los flujos transfronterizos disminuyeron al 2.6% del PIB mundial en 2015, y en 2011–2015 ascendieron, en promedio, a apenas 5.4% del PIB mundial, un cuarto del nivel de 2007.

DERRUMBE DEL CAPITAL
Los flujos transfronterizos de capital como porcentaje del PIB mundial se redujeron drásticamente después de la crisis financiera mundial y permanecen por debajo del máximo alcanzado a principios de la década de 2000
-Flujos transfronterizos de capital mundiales, porcentaje del PIB mundial-

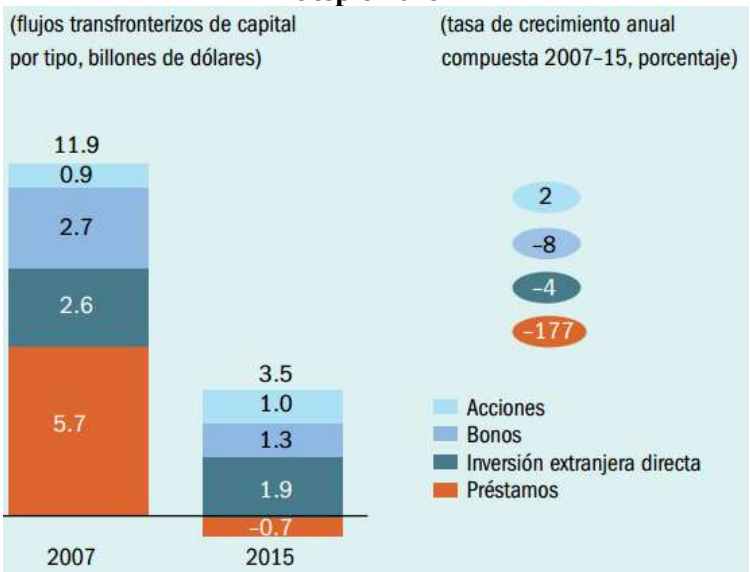


FUENTE: Instituto Mundial *McKinsey*.

¿Cuál podría ser la explicación? La primera pista surge al separar el financiamiento transfronterizo en cuatro categorías (véase la gráfica siguiente). Una de ellas —la inversión accionaria de cartera— ha subido levemente en dólares desde 2007. Dos tipos

de flujos —las compras de bonos y la inversión extranjera directa— han caído, pero no drásticamente. Es la cuarta —los préstamos bancarios— la que se ha derrumbado. En 2015, el crédito transfronterizo neto fue en realidad negativo. Considerando estas cifras en conjunto, *McKinsey* calcula que la evaporación de los préstamos bancarios transfronterizos explica tres cuartos de la caída general del financiamiento transfronterizo desde 2007.

DESAPARECE EL CRÉDITO BANCARIO
Entre 2007 y 2015 las compras transfronterizas de bonos y la inversión extranjera directa se redujeron, mientras que las compras transfronterizas de acciones aumentaron un tanto. Los préstamos bancarios transfronterizos se desplomaron



FUENTE: Instituto Mundial *McKinsey*.

En alguna medida —probablemente en gran medida— la reducción del crédito transfronterizo representa una corrección saludable. En los años anteriores a 2007, dos manías paralelas estimularon los préstamos internacionales en forma insostenible: los bancos europeos se cargaron de hipotecas de alto riesgo (*subprime*) de Estados Unidos de Norteamérica, y los bancos del norte de Europa otorgaban créditos de manera prodigiosa a la periferia del Mediterráneo. Por lo tanto, no es de sorprender que el desplome de los préstamos transfronterizos se haya concentrado entre los bancos de

Europa. Según el Banco de Pagos Internacionales (BPI), los bancos de la zona del euro redujeron sus derechos de crédito en el exterior en casi un billón de dólares por año durante los ocho años posteriores a la quiebra de Lehman Brothers, una contracción mucho más drástica que en otras regiones.

Entendiéndolo bien

Desde esta perspectiva, los años previos a la crisis financiera no sirven como guía para saber qué grado de globalización financiera es normal o deseable. El hecho de que los flujos transfronterizos de capital alcanzaran un máximo de 21% del producto mundial reveló una combinación tóxica de ambición y credulidad, particularmente entre los bancos europeos. Pero si lo sucedido en 2005–2007 fue una aberración, ¿cuál es el parámetro adecuado para la integración mundial?

Una forma de responder a este interrogante es considerar el período 2002–2004, un interludio relativamente calmo entre la caída de las empresas basadas en Internet, denominada la crisis "punto com", a comienzos de la década de 2000 y la fiebre de los préstamos de alto riesgo en Estados Unidos de Norteamérica y de los créditos bancarios en la zona del euro más avanzada la década. En esos tres años, los flujos transfronterizos de capital representaron en promedio 9.9% del PIB mundial. A juzgar por ese parámetro, la nueva normalidad de 2011–2015 es apenas más de la mitad de la antigua normalidad correspondiente al decenio anterior. Por ende, la desglobalización financiera puede haber sido excesiva.

Existe, sin embargo, una segunda forma de responder al interrogante, puesto que lo que era normal incluso en los años tranquilos de principios a mediados de la década de 2000 quizá no haya sido necesariamente deseable. Desde entonces, se ha reevaluado la conveniencia del financiamiento transfronterizo. Para empezar, algunas de sus ventajas teóricas parecen ser solo eso: teóricas. En principio, la globalización financiera permite a los ahorristas de los países ricos cosechar altos rendimientos en las economías de

mercados emergentes de rápido crecimiento, aliviando así el desafío que el pago de jubilaciones representa para esos países. A la vez, provee capital extranjero a las economías de mercados emergentes, permitiéndoles invertir más y así ponerse más rápidamente a la altura de los países ricos. Pero en realidad muchos grandes mercados emergentes han crecido movilizando el ahorro interno, exportando capital en vez de importándolo. La justificación tradicional de la globalización financiera se encuentra mayormente en la bibliografía tradicional.

Si las ventajas de la globalización financiera en la práctica han sido difíciles de concretar, sus desventajas se han vuelto más obvias. Primero, el capital mundial tiende a dirigirse hacia las pequeñas economías abiertas durante los buenos tiempos, agravando el riesgo de sobreinversión y generación de "burbujas", y a huir en los malos tiempos, exacerbando la recesión, algo que ha llevado a los países de mediano ingreso a experimentar con la aplicación de controles de capital. Segundo, en la banca transfronteriza intervienen prestadores grandes, complejos y difíciles de regular, lo cual plantea riesgos para la sociedad, que se evidenciaron durante el colapso de 2008. Debido a esos riesgos, los entes reguladores de los países ricos han desincentivado las aventuras extranjeras de los bancos, contribuyendo significativamente a la desglobalización. Forbes, Reinhardt y Wieladek (2016) muestran que, en el caso de Gran Bretaña, las normas que desalentaron la concesión de préstamos en el exterior pueden ser notablemente contundentes, explicando alrededor del 30% de la reducción natural del crédito transfronterizo otorgado por los bancos del Reino Unido durante el período 2012–2013.

Aunque no cabe duda de que el financiamiento es hoy menos internacional que antes, es discutible si ese repliegue puede describirse como "desglobalización", con sus connotaciones de retroceso, o como algo más positivo: "una gestión mundial más sensata". Después de todo, las nuevas restricciones regulatorias son, al menos en parte, una respuesta a los riesgos del financiamiento transfronterizo, lo cual señala un nivel

deseable de flujos considerablemente menor al 9.9% del producto mundial registrado en 2002–2004. Si el coeficiente óptimo fuera, por ejemplo, un 5%, el grado actual de globalización financiera podría ser prácticamente el adecuado.

Retroceso del comercio

Consideremos ahora la segunda forma de globalización: el comercio. En este caso hay menos dudas acerca del beneficio de la actividad transfronteriza. Los grandes éxitos logrados en Asia oriental en materia de desarrollo se basaron en las exportaciones. Desde África a América Latina hasta Asia meridional, la autarquía resultó ser una fórmula equivocada para reducir la pobreza. Según los economistas Gary Hufbauer y Euijin Jung (2016), la expansión progresiva del comercio desde la Segunda Guerra Mundial ha sumado más de un billón de dólares por año a la renta nacional de Estados Unidos de Norteamérica y los beneficios a nivel mundial son proporcionalmente mayores. Aunque es verdad que el comercio, como los avances tecnológicos, pueden sesgar la distribución del ingreso, los beneficios de la globalización para la economía general superan con creces las pérdidas de los trabajadores perjudicados por las importaciones. De modo que la respuesta correcta a la desigualdad no es el proteccionismo, sino políticas fiscales y de gasto que redistribuyan algunos de los beneficios globales a los perjudicados por el comercio.

Como el comercio es tan provechoso, la actual reacción en su contra resulta nociva. La Ronda de Doha ha fracasado; el Acuerdo Estratégico Transpacífico de Asociación Económica enfrenta un sendero incierto de ratificación; los esfuerzos para concretar el Acuerdo Transatlántico sobre Comercio e Inversión están paralizados. Al optar por abandonar la Unión Europea, los votantes británicos demostraron su indiferencia a los beneficios del mercado único de Europa, o al menos su falta de disposición a aceptar la inmigración como el precio para integrarlo. En Estados Unidos de Norteamérica, la reciente campaña presidencial mostró cómo el apoyo al comercio se ha debilitado: el

candidato republicano prometió imponer aranceles punitivos a los socios comerciales, y la candidata demócrata abandonó su respaldo al Acuerdo Estratégico Transpacífico.

Esta reacción refleja una fuerte desaceleración del crecimiento del comercio en relación con el PIB. Entre 1990 y 2007, el comercio mundial creció casi el doble que el producto mundial, pero desde 2008 su crecimiento se ha rezagado. Como sucede con la globalización financiera, este revés ha durado más que la situación inmediatamente posterior a la crisis de Lehman. Medido como proporción del PIB mundial, el comercio se desplomó en 2009, y luego se recuperó en 2010–2011. Pero a partir de 2012 se desplazó lateralmente y luego hacia abajo (gráfica siguiente).

RUMBO ERRÁTICO DEL COMERCIO MUNDIAL
El comercio mundial declinó después de la crisis financiera, luego se recuperó, y últimamente ha venido disminuyendo
-Comercio mundial, porcentaje del PIB mundial-

FUENTE: Banco Mundial.

Sin embargo, como en el caso del financiamiento, este aparente shock al proyecto de una globalización constructiva no es tan grave como parece. Una pequeña parte de la desaceleración refleja el surgimiento de innumerables barreras sutiles al comercio, lo que Hufbauer y Jung denominan “microproteccionismo”. El FMI analizó recientemente los efectos de este incremento del proteccionismo y los calificó como “limitados”. De modo que una proporción mayor de la desaceleración comercial refleja factores estadísticos que no deberían interpretarse como reveses para la globalización.

Considérese, por ejemplo, la reducción del comercio de 60% del PIB mundial en 2014 a 58% en 2015, una caída equivalente a 4.5 billones de dólares. Una buena parte es fruto de una ilusión estadística: el dólar valía más y los precios de las materias primas eran más bajos, de modo que medido en dólares el comercio disminuyó. Algo más evidente aún es que el precio del petróleo era 48% más bajo en 2015 que en 2014, causando una caída de 891 mil millones de dólares en el valor del petróleo comercializado, aun cuando el número de barriles en realidad aumentó (BP, 2016). Este efecto por sí solo explica un quinto del déficit del comercio en relación con el PIB en 2015. A su vez, el precio del mineral de hierro bajó 43% y el del trigo, 24%. Estos ajustes de precios hacen que el comercio parezca débil, pero nada dicen acerca de la solidez de la globalización.

El comercio también puede verse afectado cuando la producción se desplaza a lugares más cercanos a los consumidores, aun cuando esto no obedezca a impedimentos proteccionistas al comercio transfronterizo. Por ejemplo, la fractura hidráulica o "fracking" ha reducido en Estados Unidos de Norteamérica la necesidad de importar petróleo y gas. La maduración de las cadenas de suministro de manufacturas en Asia puede estar ejerciendo un efecto similar. China solía ensamblar productos como el iPhone, importando componentes complejos como los semiconductores, mientras que hoy, gracias a su creciente sofisticación, puede fabricar los componentes a nivel local, reduciendo las importaciones. De este modo, irónicamente, su modelo de desarrollo basado en el comercio, que es un ejemplo paradigmático del éxito de la globalización, le ha permitido reducir en algunos aspectos su dependencia del comercio.

Dos consideraciones finales permiten concluir que el aparente estancamiento del comercio no es un revés grave, al menos, no todavía. Primero, a medida que la economía mundial se enriquece, pasa naturalmente de las manufacturas a los servicios, que a su vez se comercian menos, en parte porque este sector está sujeto a barreras proteccionistas más elevadas. Segundo, en la medida en que se reduzcan los

desequilibrios de cuenta corriente, el comercio puede desacelerarse, aun cuando tales desequilibrios sean signo de una globalización más saludable. En 2007, China registró un superávit de cuenta corriente equivalente a 10% de su economía. Pero para 2015, el superávit de cuenta corriente del país se había contraído a solo 3%. China gasta actualmente un monto mayor de su ingreso, de modo que no necesita enviar al extranjero una gran cantidad de lo que produce. Por supuesto, podría teóricamente comerciar más evitando a la vez un superávit comercial. Pero la reducción de los desequilibrios en materia de ahorro puede ser un factor determinante del debilitamiento del comercio. Los déficit de ahorro se han reducido en Estados Unidos de Norteamérica y los países europeos del Mediterráneo, aun cuando en China el superávit de ahorro ha disminuido.

En resumen, el comercio es a todas luces un aspecto beneficioso de la globalización. Un mundo con mínimas barreras comerciales permite a los productores de cada país concentrarse en sus ventajas comparativas, aprender gracias a la competencia mundial y obtener economías de escala. La reacción política contra el comercio es por lo tanto preocupante, especialmente porque en un mundo menos abierto y competitivo llevará más tiempo mejorar la productividad, y aumentará así la presión sobre los ingresos de la clase media que los críticos del comercio tanto lamentan. Pero los datos comerciales, a veces citados para respaldar la idea de que ya nos estamos desglobalizando, no justifican el desánimo, al menos, no todavía.

Crece la inmigración

El tercer aspecto de la globalización, el movimiento de personas, ha venido creciendo últimamente. Durante la década de 1990, casi no hubo aumento de la inmigración económica en relación con la población mundial: al comienzo de la década, la proporción de inmigrantes económicos era del 2.5% de la población mundial y en 2000, del 2.6% (véase la gráfica siguiente). Desde el final del siglo, sin embargo, la

inmigración ha ganado impulso, aumentando a 3% de la población mundial para 2015. Unos 222 millones de personas viven hoy fuera de sus países de origen, lo que indica que las oportunidades para los expatriados superan los beneficios psicológicos del arraigo: la cercanía de la familia y un sentido de afinidad cultural.

EN MOVIMIENTO
El número total de migrantes se mantuvo estable en la última década del siglo XX, pero desde entonces ha repuntado
-Porcentaje de la población mundial-

FUENTE: Banco Mundial.

Trágicamente, los flujos de refugiados que huyen de la guerra y de otras situaciones de inestabilidad han seguido una tendencia similar, según el Banco Mundial. Entre 1990 y 2005, el número de refugiados disminuyó como proporción de la población mundial, de 0.37 a 0.20%. Pero desde entonces esa tendencia se ha revertido, creciendo la proporción de refugiados al 0.29% en 2015, menor que la registrada en la primera mitad de la década de 1990, cuando millones de personas huyeron de los combates en la antigua Yugoslavia, pero mayor en números absolutos. En 2015 hubo 21 millones de refugiados, más que el máximo de 20 millones correspondiente a 1992. Además, el número de desplazados a nivel interno es ahora mayor. El problema mundial de los desplazamientos provocados por guerras y desastres alcanza hoy un nivel récord.

Más positiva que negativa

Si la globalización es el proceso de compartir ideas y recursos a través de las fronteras, la evidencia aquí analizada resulta más positiva que en el caso contrario. La globalización financiera se ha revertido, pero su nuevo nivel puede ser más saludable. Más aún, la inversión extranjera directa representa ahora una proporción mucho mayor de los flujos transfronterizos totales. En cuanto al comercio, el clima político hostil es perjudicial, pero los datos recientes sobre el intercambio comercial son menos preocupantes de lo que parecen. A su vez, el movimiento de personas, quizá la más importante de las tres formas tradicionales de globalización, sigue superando el crecimiento de la población mundial. Si en definitiva la globalización consiste en liberar a los individuos para buscar inspiración y oportunidades más allá de sus fronteras, o tan solo para escapar de las duras circunstancias imperantes en su entorno, hay escasos signos de una desaceleración.

Pero el motivo más convincente para ser optimistas es otro. En estos últimos 15 años ha surgido un cuarto canal de globalización, apenas reconocido cuando cayó el Muro de Berlín. Hoy se comparten ideas, datos, noticias y entretenimiento a nivel mundial por Internet, en cantidades que opacan los canales tradicionales de interacción a través de las fronteras. El Instituto Mundial *McKinsey* (Manyika *et al*., 2016) considera que esta globalización digital ejerce ahora un impacto mayor en el crecimiento del que ejerce el comercio de mercancías. Millones de pequeñas empresas sin escala suficiente para lanzarse físicamente al extranjero se han convertido en exportadores a través de los mercados en línea. Unos 900 millones de personas usan las redes sociales para conectarse con amigos o colegas en otros países.

El avance de la globalización depende de dos fuerzas: *la tecnología*, que facilita los viajes y la comunicación, y *las políticas que respaldan un mundo abierto*. Lo destacable acerca de la década de 1990 fue que ambas fuerzas operaron juntas: la telefonía y los

viajes más baratos se vieron reforzados por la apertura de China y por una serie de avances en la liberalización del comercio: el Tratado de Libre Comercio de América del Norte, el mercado único europeo y la Ronda Uruguay.

Es innegable que el mundo se encuentra en una nueva era: la tecnología aún impulsa la integración, pero la resistencia política crece. Sin embargo, por el momento, el lastre de la política parece ser más débil que el empuje de la tecnología. No habiendo ningún shock verdaderamente catastrófico —como una guerra mundial o una depresión— lo más probable es que la globalización siga adelante.

Fuente de información:
http://www.imf.org/external/Pubs/FT/fandd/spa/2016/12/pdf/mallaby.pdf

Doble vía (FMI)

En diciembre de 2016, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó en su revista trimestral de *Finanzas y Desarrollo* (F&D) el artículo *Doble vía*. A continuación se presenta la información.

Las autoridades deben abordar cuestiones económicas y políticas para apuntalar la globalización.

La desconfianza y el descontento crecientes en torno a la globalización amenazan los cimientos económicos y políticos del orden internacional. Dado que gran parte de ese descontento gira en torno al comercio y a la apertura de los mercados, corremos el riesgo de alejarnos de la cooperación que ayudó a construir una era de prosperidad sin precedentes.

Los líderes mundiales deben afrontar directamente esta situación, comenzando con un análisis de la economía política sobre la que se sustenta el debate actual. El reciente

voto en el Reino Unido a favor del *brexit* y las elecciones en Estados Unidos de Norteamérica son acontecimientos que saltan a la vista, pero hay ejemplos en muchos otros países. El lento crecimiento, el elevado nivel de desempleo y la creciente desigualdad de los ingresos desde la crisis financiera mundial están alimentando este descontento.

Esta situación plantea un singular desafío a las autoridades económicas y al FMI. Durante mucho tiempo, en nuestras deliberaciones y decisiones no se han tenido plenamente en cuenta las ramificaciones políticas.

Vemos ahora que la política y la economía son una vía de doble sentido. Debemos luchar contra los complejos riesgos políticos actuales. Pero la manera en que respondamos a los inminentes retos económicos de nuestro tiempo —lento crecimiento, desigualdad de ingresos y de género, avances tecnológicos y cambios demográficos— influirá profundamente en la política del futuro.

Estos son algunos de los riesgos actuales:

- Amenazas internas, como la insatisfacción con el orden mundial, que están en primera línea del debate actual. El desencanto general por el estancamiento de los ingresos, la pérdida de puestos de trabajo y la dislocación social ha alterado la política de muchas economías avanzadas a un ritmo alarmante.

- Abusos como la corrupción, el favoritismo o la mala gestión del gobierno, que están minando la confianza en el proceso democrático y cuestionando la legitimidad de las élites políticas y económicas.

- Amenazas externas al sistema: terrorismo; la desintegración de Estados-nación y el surgimiento de actores no estatales; los flujos de refugiados, la piratería informática y otros delitos transfronterizos. Las empresas han adoptado nuevas

e importantes funciones: compilan más datos que cualquier gobierno; no solo operan más allá de sus fronteras, sino también en la nube; y usan la información para influir en la opinión y el comportamiento públicos.

Mientras, los cimientos geopolíticos de la comunidad internacional se están transformando. China y otras potencias económicas emergentes, como Brasil, India y Rusia, quieren hacerse oír más y se están movilizando para establecer instituciones multilaterales que reflejen mejor su peso cada vez mayor en la economía global. Las instituciones existentes, como el FMI, se están adaptando a estas nuevas realidades.

No se trata de un momento común y corriente. Es el momento del liderazgo y la cooperación internacional, que deben ir de la mano. Muchos de estos problemas aparentemente inextricables trascienden fronteras, y a los gobernantes nacionales les será complicado colmar las aspiraciones de la gente sin dicha cooperación. Los mecanismos de cooperación —en instituciones multilaterales sólidas, a través del G-20 y otros foros políticos, e incluso mediante nuevas instituciones como el Banco Asiático de Inversión en Infraestructura— pueden ayudar a que se cumpla la promesa de la globalización y a limitar sus perjuicios. Una cooperación eficaz ayudará a los líderes a aplacar reacciones populistas en sus países.

Observamos liderazgo en la cooperación de los gobiernos en respuesta a la crisis financiera mundial. Los líderes adoptaron políticas para sofocar crisis financieras internas y encontraron asidero en un nuevo canal de colaboración gubernamental a través del Grupo de las 20 economías avanzadas y en desarrollo, el FMI y otras instituciones.

Responder a las dificultades actuales se reduce, en última instancia, a adoptar políticas adecuadas. Debemos concentrarnos, primero, en un crecimiento más fuerte: para que a todos les toque un trozo de pastel más grande se necesita un pastel más grande. En segundo lugar, un crecimiento económico más inclusivo exige medidas que respondan

a las necesidades de los que se ven más afectados por las crisis financieras, el cambio tecnológico o la globalización. De lo contrario, los problemas políticos solo se agravarán.

El FMI puede ayudar a fortalecer la cooperación y las políticas. Podemos identificar los cambios de política económica necesarios en cada país para dar impulso al crecimiento, y quizá procurar entender mejor algunas de las ramificaciones políticas. Es esencial que resistamos las fuerzas de la fragmentación. Dadas las amenazas a las que nos enfrentamos, la comunidad internacional puede beneficiarse más que nunca de la cooperación.

Fuente de información:
http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2016/12/pdf/straight.pdf

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

El 22 de diciembre de 2016, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Económico. A continuación se presenta, el apartado de *Rasgos básicos sobre la evolución económica y monetaria de la Zona del Euro* de dicho Boletín.

En su reunión de política monetaria celebrada el 8 de diciembre de 2016, el Consejo de Gobierno, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, efectuó una evaluación exhaustiva de las perspectivas económicas y de inflación y de la orientación de la política monetaria. La evaluación confirmó la necesidad de ampliar el programa de compra de activos más allá de marzo de 2017 para preservar la cantidad muy considerable de apoyo monetario que es necesaria para asegurar una convergencia sostenida de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a mediano plazo.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 8 de diciembre de 2016

La actividad mundial ha mejorado durante el segundo semestre de este año y se espera que continúe fortaleciéndose, aunque a un ritmo inferior al registrado antes de la crisis. La continuación de las políticas acomodaticias y la mejora de los mercados de trabajo han respaldado la actividad en Estados Unidos de Norteamérica, aunque la incertidumbre acerca de las perspectivas en dicho país y a nivel mundial ha aumentado desde la celebración de las elecciones en Estados Unidos de Norteamérica. En Japón, se prevé que el ritmo de expansión se mantenga moderado, mientras que las perspectivas de crecimiento a mediano plazo del Reino Unido se verán limitadas probablemente por la mayor incertidumbre en torno a las relaciones futuras de este país con la Unión Europea (UE). Además, aunque es probable que la progresiva desaceleración del crecimiento en China afecte a otras economías emergentes, la moderación gradual de las profundas recesiones en algunos de los países exportadores de materias primas más importantes está sustentando cada vez más el crecimiento global. Los precios del petróleo se han elevado tras el acuerdo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) del 30 de noviembre y los efectos de anteriores caídas de los precios del crudo sobre la inflación mundial están disminuyendo lentamente. Sin embargo, la capacidad productiva sin utilizar a nivel mundial, todavía abundante, está conteniendo la inflación subyacente.

Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han aumentado recientemente, y la pendiente de la curva de tasas *forward* del *eonia* se ha acentuado. El incremento de los rendimientos nominales registrado desde principios de octubre refleja, en parte, la tendencia al alza de las tasas de interés a más largo plazo a escala mundial, que fue más acusada en Estados Unidos de Norteamérica. El avance de los rendimientos nominales se tradujo en un aumento del nivel y de la pendiente de la curva de tasas *forward* del *eonia*. Los diferenciales de renta fija privada se ampliaron ligeramente, pero se mantuvieron por debajo del nivel registrado a principios de marzo

de 2016, cuando comenzó el programa de compras de bonos corporativos del Eurosistema. Aunque las cotizaciones generales subieron ligeramente en la zona del euro, el comportamiento de los valores bancarios superó al del índice general.

La recuperación económica de la zona del euro continúa. El PIB real de la zona del euro aumentó un 0.3%, en términos trimestrales, en el tercer trimestre de 2016, tras registrar un crecimiento similar en el segundo trimestre. Los últimos datos, particularmente los resultados de encuestas, apuntan a una continuación de la tendencia de crecimiento en el cuarto trimestre de 2016.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que la expansión económica avance a un ritmo moderado, pero cada vez más firme. La transmisión de las medidas de política monetaria del BCE a la economía real está apoyando la demanda interna y ha facilitado el desapalancamiento. La mejora de la rentabilidad empresarial y las condiciones de financiamiento muy favorables continúan promoviendo la recuperación de la inversión. Asimismo, el aumento sostenido del empleo, favorecido también por las reformas estructurales realizadas en el pasado, respalda la renta real disponible de los hogares y el consumo privado. Paralelamente, se observan señales de una recuperación mundial algo más sólida. No obstante, se espera que el crecimiento económico de la zona del euro se vea frenado por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales y por los ajustes que aún deben realizar algunos sectores en sus balances.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2016 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1.7% en 2016 y 2017, y del 1.6% en 2018 y 2019. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2016, las perspectivas de crecimiento del PIB real se mantienen prácticamente sin variación. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento en la zona del euro siguen apuntando a la baja.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación anual medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) de la zona del euro se situó en el 0.6% en noviembre de 2016, frente al 0.5% registrado en octubre y al 0.4% de septiembre. Este aumento obedeció en gran parte a un incremento de la inflación anual de los precios de la energía, si bien aún no se observan señales de una clara tendencia al alza de la inflación subyacente.

De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros del petróleo, es probable que las tasas de inflación repunten significativamente a finales de este año y principios del siguiente, hasta situarse por encima del 1%, debido, principalmente, 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, de la recuperación económica esperada y de la correspondiente absorción gradual de la capacidad productiva sin utilizar, las tasas de inflación deberían continuar avanzando en 2018 y 2019.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2016 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0.2% en 2016, el 1.3% en 2017, el 1.5% en 2018 y el 1.7 % en 2019.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se mantienen prácticamente sin cambios.

Las bajas tasas de interés y los efectos de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE siguen apoyando el crecimiento monetario y crediticio. El crecimiento del agregado monetario amplio se mantuvo estable en el tercer trimestre de 2016, pero se redujo ligeramente en octubre. Al mismo tiempo, el crecimiento de los préstamos al sector privado se incrementó en octubre. Las fuentes internas de creación de dinero volvieron a ser el principal factor impulsor del avance del agregado monetario amplio. Los efectos de las medidas de política monetaria del BCE continúan

respaldando el crecimiento monetario y crediticio. Las entidades de crédito han ido trasladando sus favorables condiciones de financiamiento, lo que se ha traducido en la aplicación de tasas de interés más bajas a los préstamos y en la mejora de la oferta de crédito, contribuyendo así a la recuperación gradual de la dinámica crediticia. Se estima que el flujo anual total de financiamiento externo concedida a las sociedades no financieras siguió fortaleciéndose en el tercer trimestre de 2016.

Decisiones de política monetaria

Para el cumplimiento de su objetivo de estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno adoptó las siguientes decisiones:

- En relación con las medidas de política monetaria no convencionales, el Eurosistema seguirá realizando compras en el marco del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) al ritmo actual de 80 mil millones de euros mensuales hasta el final de marzo de 2017. A partir de abril de 2017, está previsto que las compras netas continúen a un ritmo de 60 mil millones de euros mensuales hasta el final de diciembre 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. Si, mientras tanto, las perspectivas fueran menos favorables, o si las condiciones financieras fueran incompatibles con el avance del ajuste sostenido de la senda de inflación, el Consejo de Gobierno prevé ampliar el volumen y/o la duración del programa. Paralelamente a las compras netas se reinvertirán los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco de este programa a medida que vayan venciendo.

- Para asegurar que la ejecución de las compras de activos por el Eurosistema siga siendo fluida, el Consejo de Gobierno decidió ajustar los parámetros del APP a partir de enero de 2017. En primer lugar, el rango de vencimientos del programa

de compras de valores públicos se ampliará reduciendo de dos años a un año la vida residual mínima de los valores admisibles. En segundo lugar, en la medida en que resulte necesario, se permitirán en el marco del APP las adquisiciones de valores con rendimiento inferior a la tasa de interés de la facilidad de depósito del BCE.

- Las tasas de interés oficiales del BCE se mantuvieron sin variación y el Consejo de Gobierno sigue esperando que continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un período prolongado que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos.

La ampliación del APP se ha calibrado para preservar el grado muy considerable de acomodación monetaria necesario para asegurar una convergencia sostenida de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a mediano plazo. Esto, junto con el considerable volumen de compras ya realizadas y las próximas reinversiones, asegura que las condiciones de financiamiento en la zona del euro sigan siendo muy favorables, lo que continúa siendo fundamental para lograr el objetivo del BCE. En particular, la ampliación de las compras por parte del Eurosistema durante un horizonte temporal más largo permite una presencia más sostenida en los mercados y, por tanto, una transmisión más duradera de las medidas de estímulo del BCE. Esta calibración obedece a la recuperación moderada, aunque cada vez más firme, de la economía de la zona del euro y a unas presiones inflacionarias subyacentes aún débiles. El Consejo de Gobierno realizará un atento seguimiento de la evolución de las perspectivas de estabilidad de precios y, si fuera necesario para el logro de su objetivo, actuará utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato.

Fuente de información:
http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1608-1.pdf

Entorno exterior de la Zona del Euro (BCE)

El 22 de diciembre de 2016, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Económico. A continuación se presenta el apartado de *Entorno exterior de la Zona del Euro* de dicho Boletín.

La actividad mundial ha mejorado durante el segundo semestre de este año y se espera que continúe fortaleciéndose, aunque a un ritmo inferior al registrado antes de la crisis. La inflación mundial sigue viéndose moderada por los efectos de los anteriores descensos de los precios del petróleo, y se prevé que la abundante capacidad productiva sin utilizar a nivel mundial afecte a la inflación subyacente en el mediano plazo.

Actividad económica y comercio mundial

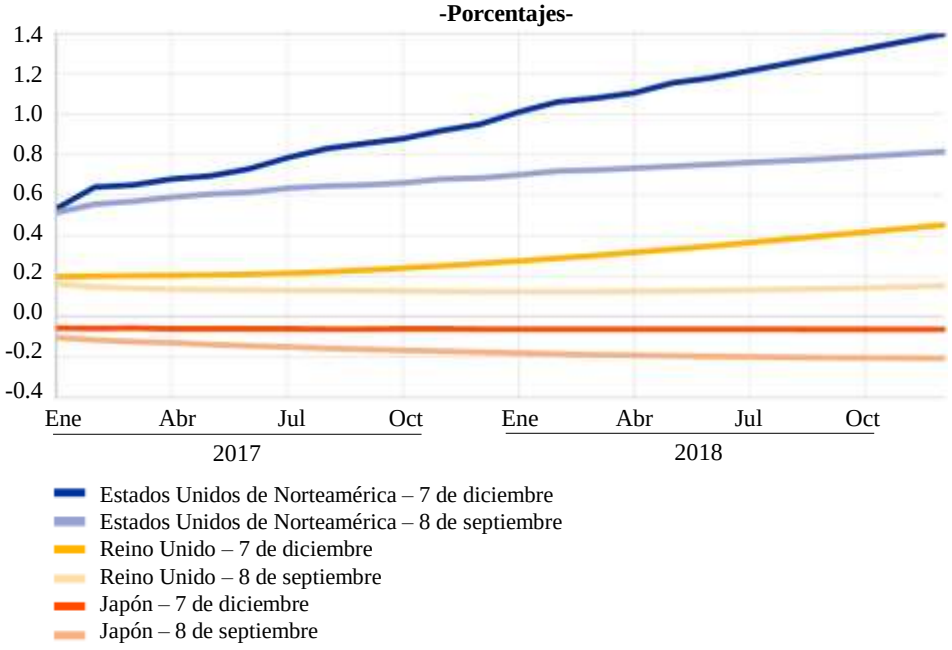
La actividad global ha mejorado durante el segundo semestre de este año. Los datos publicados durante los últimos meses apuntan a una expansión relativamente estable en las economías avanzadas y una ligera mejora en las economías emergentes. Las perspectivas de actividad mundial a mediano plazo siguen señalando que el crecimiento se fortalecerá, aunque a un ritmo inferior al registrado antes de la crisis. Las perspectivas mundiales continúan ensombrecidas por varios factores, entre ellos, el efecto adverso de los bajos precios de las materias primas en los países exportadores de estas materias, el reajuste gradual de la economía china y la creciente incertidumbre política en Estados Unidos de Norteamérica.

Los mercados financieros han mostrado capacidad de resistencia en las economías avanzadas, mientras que en algunas economías emergentes parecen estar surgiendo señales de presiones. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos de Norteamérica se han incrementado notablemente, como consecuencia, en parte, de las expectativas de los mercados de aumento de la inflación asociadas a la posible adopción de medidas de estímulo fiscal. En los mercados bursátiles, la

volatilidad ha disminuido en las últimas semanas, y los de las economías avanzadas han cobrado cierto impulso. Las economías emergentes se han beneficiado de la mejora de las condiciones de financiamiento en los últimos trimestres, pero desde la celebración de las elecciones en Estados Unidos de Norteamérica en noviembre, el retorno de los flujos de capitales a las economías emergentes ha comenzado a revertir, los diferenciales de la deuda pública de estas economías han aumentado y las presiones sobre sus monedas se han intensificado.

Las políticas monetarias continúan siendo acomodaticias. La curva de futuros sobre fondos federales se ha desplazado al alza en los últimos meses, reflejando, en parte, la previsión de unas políticas fiscales más expansivas en Estados Unidos de Norteamérica. En cambio, el Banco de Inglaterra redujo las tasas de interés y anunció nuevas medidas de expansión cuantitativa en su reunión de agosto, y el Banco de Japón introdujo algunas modificaciones en su marco de política monetaria en septiembre, consistentes en controlar la curva de rendimientos y en comprometerse a superar su objetivo de inflación.

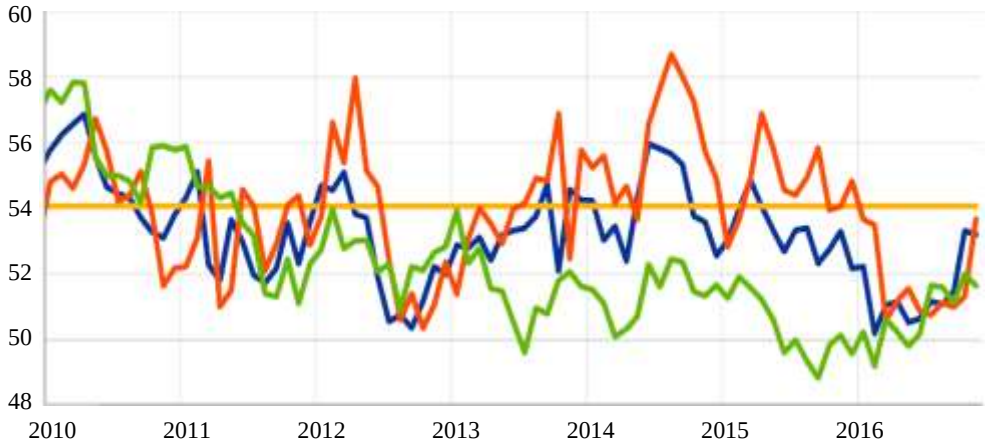
EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS OFICIALES
-Porcentajes-



FUENTE: *Bloomberg* y Banco de Inglaterra.

Los datos publicados recientemente señalan un fortalecimiento de la actividad económica mundial en la segunda mitad del año. El índice de directores de compras PMI (*Purchasing Managers Index*) compuesto de producción global, excluida la zona del euro, no experimentó variaciones en noviembre y se mantuvo en 53.3, apuntando a un crecimiento mundial sólido en el último trimestre del año. La evolución observada en noviembre fue positiva en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes. En la misma línea, los indicadores adelantados y coincidentes de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) señalan que, en las economías avanzadas, el ritmo de crecimiento es estable, pero también que este ritmo mejora en las principales economías emergentes. En conjunto, el crecimiento parece estar manteniéndose en las economías avanzadas y haber tocado fondo en las emergentes.

ÍNDICE PMI COMPUESTO DE PRODUCCIÓN GLOBAL
-Índice de difusión-



Global, excluida la zona del euro
Global, excluida la zona del euro – media de largo plazo
Economías avanzadas, excluida la zona del euro
Economías emergentes

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2016. Las economías emergentes son un agregado de China, Rusia, Brasil, India y Turquía. Las economías avanzadas incluyen a Estados Unidos de Norteamérica, Reino Unido y Japón. La media de largo plazo se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y noviembre de 2016.

FUENTE: *Haver Analytics* y cálculos de los expertos del BCE.

En Estados Unidos de Norteamérica, la actividad económica mejoró considerablemente en el tercer trimestre de 2016, tras registrar un crecimiento modesto en la primera mitad del año. La demanda exterior neta y la inversión en existencias se recuperaron con fuerza y contribuyeron de forma notable al crecimiento del PIB real en el tercer

trimestre, mientras que la inversión fija privada continuó siendo débil y el gasto en consumo se moderó. De cara al futuro, se espera que el crecimiento avance a un ritmo moderado, favorecido por la mejora de las variables económicas fundamentales. La incertidumbre política derivada de las elecciones presidenciales en Estados Unidos de Norteamérica se ha acrecentado. Dado que las expectativas de adopción de medidas de estímulo fiscal han aumentado, se ha registrado cierto endurecimiento de las condiciones financieras, en particular de las tasas de interés a largo plazo.

Por lo que respecta al Reino Unido, pese al aumento de la incertidumbre observado en los días inmediatamente posteriores al referéndum sobre la pertenencia a la Unión Europea (UE), la actividad económica mostró capacidad de resistencia en el tercer trimestre. En ese trimestre, el crecimiento del PIB se sustentó en la solidez del consumo y en una notable contribución de la demanda exterior neta, mientras que la inversión resistió adecuadamente. No obstante, se prevé que la incertidumbre en torno a las relaciones comerciales futuras entre la UE y Reino Unido constituya un obstáculo para la inversión, mientras que la depreciación que ha experimentado recientemente la libra esterlina afectará al consumo.

En cuanto a Japón, aunque el PIB real registró un sólido ritmo de crecimiento en el tercer trimestre, la actividad económica subyacente continúa avanzando moderadamente. Prevalecen los efectos adversos derivados de la limitada demanda exterior y de la debilidad del consumo privado. De cara al futuro, unas condiciones financieras acomodaticias y unos beneficios empresariales positivos deberían estimular la inversión. Se espera que las exportaciones se recuperen gradualmente a medida que aumente la demanda exterior, pese a la anterior apreciación del yen. En cambio, se prevé que el consumo privado continúe creciendo a un ritmo pausado, así como que las medidas de estímulo fiscal fomenten la demanda interna en los próximos años.

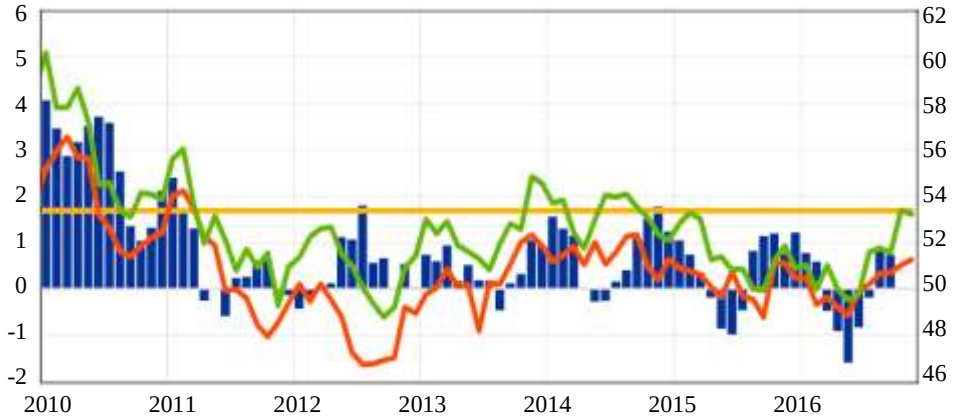
El crecimiento de China se estabilizó en el tercer trimestre del año, sustentado en un fuerte consumo y gasto en infraestructuras. Aunque las perspectivas a corto plazo están dominadas por el alcance de las medidas de estímulo fiscal, se espera que el crecimiento económico mantenga una tendencia gradual a la baja en el mediano plazo. El avance de la inversión seguirá moderándose, ya que el exceso de capacidad está disminuyendo paulatinamente. Se prevé que el consumo sea el principal factor impulsor del crecimiento.

En los países de Europa Central y Oriental se prevé que la actividad económica real se mantenga relativamente resistente en la mayor parte de la región. Se espera que estos países se beneficien de las elevadas inversiones respaldadas por fondos estructurales de la UE, así como un consumo privado dinámico impulsado por un aumento de la renta disponible real y por la mejora de la situación en los mercados de trabajo en un entorno de baja inflación.

La producción de los grandes países exportadores de materias primas está mostrando señales de recuperación, tras las profundas recesiones que han atravesado. Los datos disponibles indican cierta mejora de la actividad económica en Rusia. Las condiciones financieras se han suavizado a medida que el banco central ha disminuido las tasas de interés oficiales debido al proceso de desinflación en curso, pese a la persistencia de elevados niveles de incertidumbre y a la escasa confianza de los consumidores. Aunque el repunte de los precios del petróleo proporcionará cierto alivio, la necesaria consolidación fiscal afectará al entorno empresarial. En Brasil se espera que la larga y profunda recesión toque fondo lentamente en la segunda mitad del año, en un contexto de menor incertidumbre política y de relajación de las condiciones financieras. Por otra parte, se prevé que la necesidad de aplicar medidas de consolidación fiscal de gran envergadura influirá adversamente en las perspectivas a mediano plazo.

El comercio internacional ha cobrado algo de impulso en la segunda mitad de este año. Las importaciones mundiales, excluida la zona del euro, se revisaron ligeramente al alza en el primer semestre de 2016 y los indicadores disponibles apuntan a señales positivas sobre las perspectivas a corto plazo. Según datos del *Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis* (CPB), tras dos trimestres de crecimiento negativo, las importaciones mundiales de bienes en términos reales se incrementaron un 0.7% en el tercer trimestre. El índice PMI global de nuevos pedidos exteriores aumentó de nuevo en noviembre, apuntando a una mejora del dinamismo del comercio mundial en el último trimestre del año. A más largo plazo, se espera que el comercio mundial avance en línea con la recuperación de la actividad mundial. La desaceleración que ha experimentado el comercio mundial en los últimos años es mayormente estructural y es probable que persista[4].

COMERCIO MUNDIAL DE BIENES
-Escala izquierda: tasas de variación intertrimestral;
escala derecha: índice de difusión -



Comercio mundial (escala izquierda)
Comercio mundial, media 1991-2007 (escala izquierda)
PMI global nuevos pedidos exteriores (escala derecha)
PMI global, excluido el sector manufacturero de la zona del euro (escala derecha)

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2016 (PMI) y a septiembre de 2016 (comercio mundial).

FUENTE: *Markit*, CPB y cálculos del BCE.

[4] Para más detalles, véase "*Understanding the weakness in global trade. What is the new normal?" ECB Occasional Paper*, n.º 178, septiembre de 2016.

Por consiguiente, se parte de la hipótesis de que la elasticidad a mediano plazo de las importaciones mundiales al crecimiento del PIB sigue considerablemente por debajo de los niveles anteriores a la crisis.

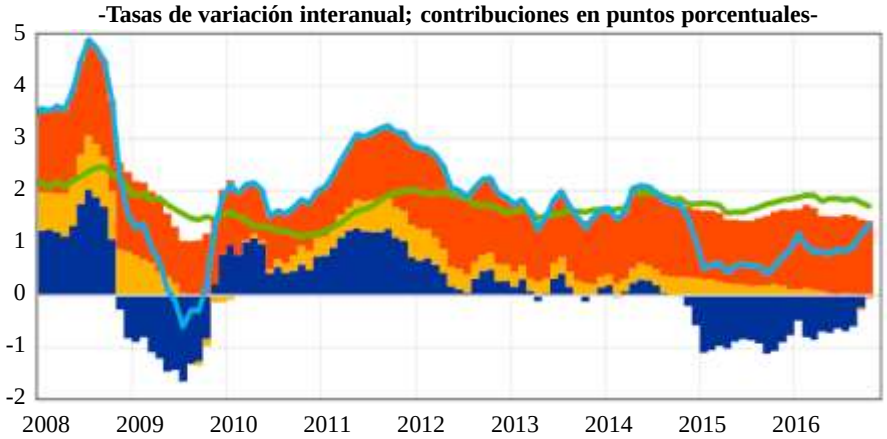
En general, se prevé que el crecimiento mundial se incremente progresivamente en el período 2016-2019. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016, el crecimiento mundial del PIB real, excluida la zona del euro, se acelerará gradualmente desde el 3% en 2016 hasta el 3.5 % en 2017, el 3.7% en 2018 y el 3.8% en 2019. Se prevé que la demanda exterior de la zona del euro se incremente desde el 1.5% en 2016 hasta el 2.4% en 2017, el 3.4% en 2018 y el 3.6% en 2019. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2016, el crecimiento mundial se ha mantenido prácticamente invariable, mientras que el crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro se ha revisado ligeramente a la baja, debido, principalmente, al menor avance de las importaciones en algunas economías avanzadas.

La incertidumbre en torno a las proyecciones de referencia relativas a la actividad económica mundial ha aumentado recientemente, pero los riesgos siguen apuntando a la baja, en particular en lo que respecta a las economías emergentes. Por lo que respecta a los riesgos al alza, la posible adopción de una orientación más expansiva de la política fiscal en Estados Unidos de Norteamérica podría favorecer a la economía de éste y otros países. Los riesgos a la baja incluyen la posibilidad de mayor proteccionismo comercial y un endurecimiento de las condiciones financieras a escala global, lo que podría exponer a los países con desequilibrios internos o externos a una intensificación de las presiones sobre los mercados financieros. Una reducción del exceso de apalancamiento en las economías emergentes, sobre todo en China, también podría llevar a un crecimiento más lento de la demanda interna, acrecentar la inquietud sobre la estabilidad financiera y provocar salidas de capitales. Por último, persisten los riesgos geopolíticos.

Evolución mundial de los precios

Los efectos de las anteriores caídas de los precios del petróleo continúan afectando a la inflación mundial, aunque el impacto está disminuyendo con lentitud. En los países de la OCDE, la inflación anual medida por el índice de precios al consumidor (IPC) se incrementó hasta situarse en el 1.4% en octubre, desde el 1.2% del mes precedente, como consecuencia de un crecimiento menos negativo de los precios de la energía y de los alimentos. Aunque la inflación medida por el IPC se ha mantenido en niveles bajos, esta evolución representa un incremento significativo en comparación con la primera mitad del año, en la que, en promedio, fue del 0.9%. En los países de la OCDE, la inflación anual, excluidos la energía y los alimentos, descendió ligeramente en octubre, hasta el 1.7%. Entre las economías avanzadas, la inflación aumentó en Estados Unidos de Norteamérica, Japón y Canadá, mientras que en Reino Unido experimentó un ligero descenso. En los principales países no pertenecientes a la OCDE, la inflación disminuyó en India, Brasil y Rusia, mientras que en China se incrementó.

INFLACIÓN MEDIDA POR LOS PRECIOS AL CONSUMIDOR EN LA OCDE
-Tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales-



Contribución de la energía
Contribución de los alimentos
Contribución, excluidos energía y alimentos
Excluidos energía y alimentos
Todas las partidas

Nota: La última observación corresponde a octubre de 2016.
FUENTE: OCDE.

El precio del petróleo se incrementó notablemente tras la reunión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) celebrada el 30 de noviembre. Con anterioridad, el anuncio de esta organización de su intención de reintroducir cuotas de producción acrecentó la incertidumbre en el mercado. Tras la decisión adoptada de forma coordinada por la OPEP y por algunos países productores no pertenecientes a esta organización de recortar la producción en 1.2 y 0.6 millones de barriles diarios, respectivamente, en el primer semestre de 2017, el precio del Brent aumento más de un 10% y el 7 de diciembre se situó en 52 dólares estadounidenses por barril (desde 46 dólares el 29 de noviembre). De cara al futuro, el hecho de que las existencias registren máximos históricos seguirá actuando como colchón frente a los incrementos pronunciados de los precios, pero la restricción conjunta de la oferta favorecerá una desacumulación fluida de las existencias. En el siguiente recuadro se analiza la nueva estrategia de oferta de la OPEP y se examinan las perspectivas de precios del petróleo a corto y a mediano plazo con arreglo a patrones de oferta alternativos. Los precios agregados de las materias primas no energéticas aumentaron de manera acusada, impulsados por la reacción de los precios de los metales ante las noticias que señalaban que la demanda de China seguía siendo elevada y, más recientemente, ante el anuncio de nuevas inversiones en infraestructuras en Estados Unidos de Norteamérica.

Según las previsiones, la inflación mundial aumentará con lentitud en un futuro próximo. Se prevé que los efectos de las anteriores caídas del precio del petróleo y de otras materias primas continúen disminuyendo, reduciendo el lastre sobre la inflación. Más adelante, la pendiente ascendente de la curva de futuros del petróleo anticipa aumentos de los precios del crudo durante el horizonte de proyección. Por otra parte, se espera que la capacidad productiva sin utilizar a nivel mundial, todavía abundante, continúe afectando a la inflación subyacente a escala global durante algún tiempo.

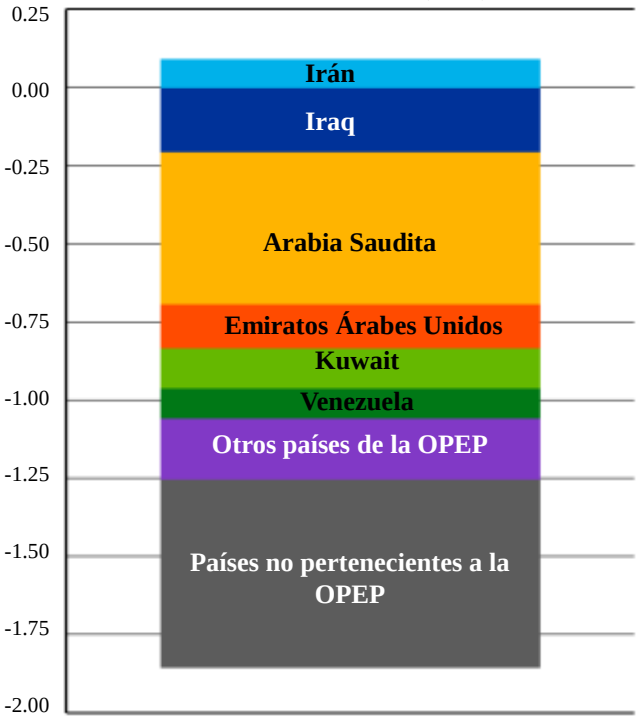
El impacto del acuerdo de la OPEP de noviembre de 2016 sobre el mercado del petróleo

En la conferencia ministerial celebrada el 30 de noviembre de 2016, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) estableció las condiciones para reintroducir un objetivo de producción de petróleo de 32.5 millones de barriles al día. El acuerdo implica un recorte en la producción de 1.2 millones de barriles diarios, que se llevará a cabo reduciendo, de manera uniforme, un 4.5% la oferta de cada miembro de la organización entre enero y junio de 2017 (véase la gráfica siguiente). En función de la situación y las perspectivas del mercado, el acuerdo para reducir la oferta de petróleo podría prorrogarse hasta finales de 2017. Sin embargo, Libia y Nigeria han quedado exentos, ya que la oferta de estos países es impredecible y está sujeta a interrupciones recurrentes como consecuencia de la inestabilidad política. Irán, que está recuperándose de las sanciones occidentales, recibió un trato especial y se le asignó un objetivo de producción de 4 millones de barriles diarios, muy por encima de su nivel de producción real. La estrategia de la OPEP de recortar la producción de petróleo cuenta con el respaldo de algunos países productores no pertenecientes a esta organización, que tienen previsto aplicar un recorte de 0.6 millones de barriles diarios. La oferta mundial disminuirá un 1.9%, frente a un crecimiento del 2.6% en el período 2015-2016.

En este recuadro se analiza la nueva estrategia de oferta de la organización y se valora su impacto potencial sobre los precios del petróleo. Desde que, el 28 de septiembre, la OPEP anunciara su intención de reintroducir un límite a la producción, el precio del petróleo ha fluctuado en un rango de entre 44 y 54 dólares estadounidenses por barril. Esto se ha traducido en un ligero aumento de la volatilidad pero no en un incremento significativo de los precios, ya que el clima de los mercados se ha mostrado cambiante en cuanto a la probabilidad de que se reintroduzcan cuotas de producción. Tras el acuerdo, el precio del Brent registró un acusado ascenso de 6 dólares por barril, pasando de 45.9 dólares el 29 de noviembre

a 52 dólares el 7 de diciembre. Sin embargo, todavía persisten algunos de los factores que generaron incertidumbre en los mercados.

RECORTES DE PRODUCCIÓN ACORDADOS EN LA REUNIÓN DE LA OPEP DEL 30 DE NOVIEMBRE
-Millones de barriles diarios (md/b)-



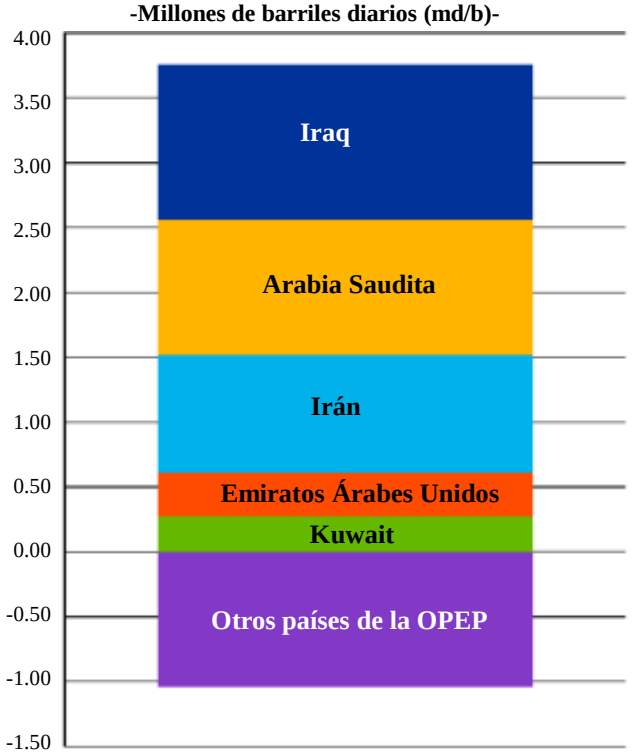
Nota: Irán: 0.09 mb/d, Iraq: -0.21 mb/d, Kuwait: -0.13 mb/d, Arabia Saudita: -0.49 mb/d, Emiratos Árabes Unidos: -0.14 mb/d, Venezuela: -0.1 mb/d, países no pertenecientes a la OPEP: -0.6 mb/d; "otros países de la OPEP" incluye Argelia (-0.05 mb/d), Angola (-0.08 mb/d), Ecuador (-0.03 mb/d), Gabón (-0.01 mb/d) y Catar (-0.03 mb/d).

FUENTE: OPEP.

Es la primera vez que los países de la OPEP y países productores no pertenecientes a esta organización acuerdan recortar la oferta de forma coordinada. Esta colaboración se sustenta en el deseo común de estos países de mejorar las condiciones financieras de sus economías. La aportación de la OPEP es más modesta que en ocasiones anteriores (supone aproximadamente la mitad del recorte efectuado durante la crisis asiática o la Gran Recesión), pero la participación de los países productores no pertenecientes a la OPEP contribuye a garantizar una reducción sustancial de la oferta de petróleo. No obstante, puede que la reducción

real sea inferior a la anunciada, ya que queda por ver si Rusia y otros productores que no son miembros de la OPEP cumplirán sus compromisos.

CAMBIOS EN LA OFERTA DE LOS PAÍSES DE LA OPEP EN LOS DOS ÚLTIMOS AÑOS
-Millones de barriles diarios (md/b)-



Nota: Irán: 0.91 mb/d, Iraq: 1.19 mb/d, Kuwait: 0.28 mb/d, Arabia Saudita: 1.04 mb/d, Emiratos Árabes Unidos: 0.34 mb/d, "otros países de la OPEP" incluye Argelia (-0.01 mb/d), Angola (-0.17 mb/d), Gabón (-0.03 mb/d), Libia (-0.18 mb/d), Nigeria (-0.32 mb/d), Catar (-0.06 mb/d), Venezuela (-0.32 mb/d), Ecuador (0.01 mb/d), Indonesia (0.04 mb/d).

FUENTE: Agencia Internacional de la Energía.

Con este acuerdo, Arabia Saudita está dando marcha atrás en la estrategia adoptada en noviembre de 2014 de proteger su cuota de mercado. En aquel momento se opuso a una iniciativa planteada por los países más pequeños de la OPEP para limitar la producción y evitar una nueva caída del precio del petróleo. En consecuencia, desde principios de 2015, la oferta total de la OPEP ha aumentado en 2.7 millones de barriles diarios. El grueso de esta oferta ha procedido de Iraq, de Arabia Saudita y

posteriormente de Irán, pero las tasas de producción de algunos países miembros han descendido debido a los bajos precios del petróleo.

El impacto de la decisión de la OPEP sobre los precios futuros del petróleo puede valorarse aplicando un amplio conjunto de modelos. Por ejemplo, la reducción de la oferta se ha analizado desde la óptica de los modelos utilizados por los expertos del Eurosistema[1/] y con la ayuda de un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR) del mercado de petróleo con restricciones de signo, similar al propuesto por Kilian y Murphy[2/]. Usando estos modelos, se prevé que, para finales de 2017, el precio del petróleo aumente entre un 19 y un 25% por encima de las proyecciones de referencia (basadas en los precios de los futuros del petróleo[3/]).

No obstante, este escenario alcista está sujeto a riesgos a la baja. En primer lugar, las ingentes existencias acumuladas durante más de dos años de exceso de oferta pueden actuar como un colchón adicional, amortiguando cualquier respuesta repentina y contundente de los precios del petróleo. En segundo lugar, es posible que la evolución de la producción en los países de la OPEP que han quedado exentos del acuerdo compense parcialmente la oferta. En tercer lugar, la posible reacción endógena de la oferta de los países productores no pertenecientes a la OPEP puede contener la respuesta de los precios del crudo. En particular, los cambios estructurales provocados por la revolución del petróleo no convencional (*shale oil*) en Estados Unidos de Norteamérica hicieron que sus costos de extracción se redujeran y se situaran en niveles inferiores a los de otros productores de petróleo no convencional, un cambio que probablemente afectará al precio de equilibrio del petróleo.

A largo plazo, el precio del petróleo seguirá vinculado al coste marginal de producción. En los dos últimos años, las condiciones estructurales del mercado no han cambiado significativamente; en todo caso, el mercado del petróleo es hoy aún más competitivo que entonces, ya que la reestructuración del sector petrolero

estadounidense para reducir costos, y los nuevos avances tecnológicos han provocado un descenso adicional del precio que hace rentable la extracción del petróleo no convencional en origen en más de una quinta parte en tres años[4/].

1/ Véase la combinación de cuatro modelos presentada en el artículo titulado "*Forecasting the price of oil*", Boletín Económico, Número 4, BCE, 2015.
2/ "*The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil", Journal of Applied Econometrics*, vol. 29, 2014, pp. 454-478.
3/ Según las proyecciones de referencia, el precio del petróleo alcanzará los 55 dólares estadounidenses por barril a finales de 2019. El análisis realizado en este recuadro es básicamente acorde con una trayectoria alternativa de los precios del petróleo utilizada para llevar a cabo un análisis de sensibilidad en torno a las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, que estaban condicionadas, entre otros factores, a los futuros de los precios del petróleo previos al acuerdo de la OPEP. Los resultados de este análisis de sensibilidad se presentan en el recuadro 3 titulado "*Análisis de sensibilidad y de escenarios*", en las Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2016, disponibles en el sitio web del BCE.
4/ *Rystad Energy, North American Shale Report – NASReport, 2016*.

Fuente de información:
http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1608-1.pdf
http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1608-2.pdf

Evolución Financiera de la Zona del Euro (BCE)

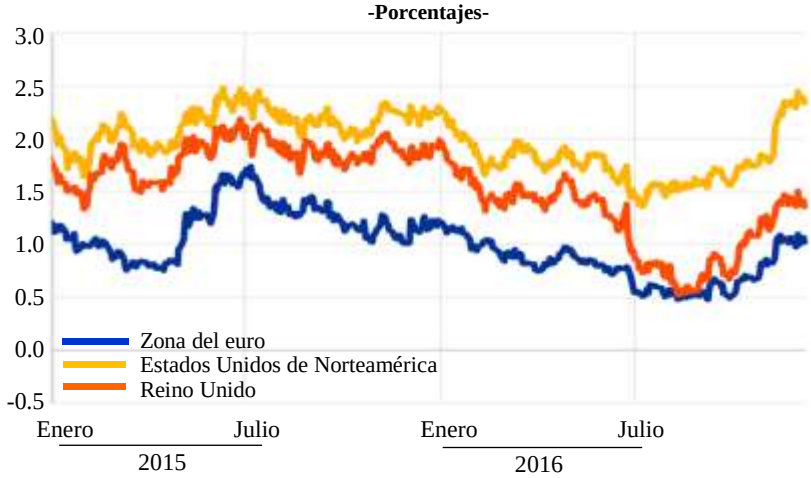
El 22 de diciembre de 2016, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Económico. A continuación se presenta al apartado de *Evolución financiera de la Zona del Euro* contenido en el Boletín.

Desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno de septiembre, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han aumentado, y la pendiente de la curva de tasas *forward del eonia* se ha acentuado. El incremento de los rendimientos nominales se ha debido fundamentalmente a las expectativas de mayor inflación. Los diferenciales de los valores de renta fija privada se ampliaron ligeramente, pero se mantuvieron por debajo del nivel registrado a principios de marzo de 2016, cuando se anunció el programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por

sus siglas en inglés). Las cotizaciones generales aumentaron ligeramente en la zona del euro, aunque el comportamiento de los precios de las acciones del sector bancario superó al del índice general.

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro han aumentado desde principios de septiembre. Durante el período de referencia (del 8 de septiembre al 7 de diciembre de 2016), la tasa *swap del eonia* (OIS, por sus siglas en inglés) a diez años de la zona del euro subió cerca de 50 puntos básicos, hasta alcanzar el 0.35%. En el mismo período, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderada por el PIB también se incrementó en 50 puntos básicos, situándose justo por encima del 1%. El ascenso de las tasas de interés se inició a principios de octubre y revirtió aproximadamente la mitad del considerable descenso que habían registrado los rendimientos de las tasas *swap del eonia* de la zona del euro desde principios de año, lo que hizo que la *tasa swap del eonia* se situara en los niveles de mediados de febrero. Los rendimientos de la deuda soberana a diez años también aumentaron, entre 40 y 90 puntos básicos, en los distintos países, mientras que los diferenciales de la deuda soberana respecto al tipo de interés del bono alemán a diez años se ampliaron entre 5 y 50 puntos básicos, con la excepción de Grecia, donde se redujeron más de 200 puntos básicos. El aumento más pronunciado de los diferenciales de deuda soberana se produjo en Italia y estuvo asociado principalmente a la incertidumbre política derivada del referéndum constitucional celebrado el 4 de diciembre en ese país.

RENDIMIENTOS DE LA DEUDA SOBERANA A DIEZ AÑOS EN LA ZONA DEL EURO, ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA Y REINO UNIDO
-Porcentajes-

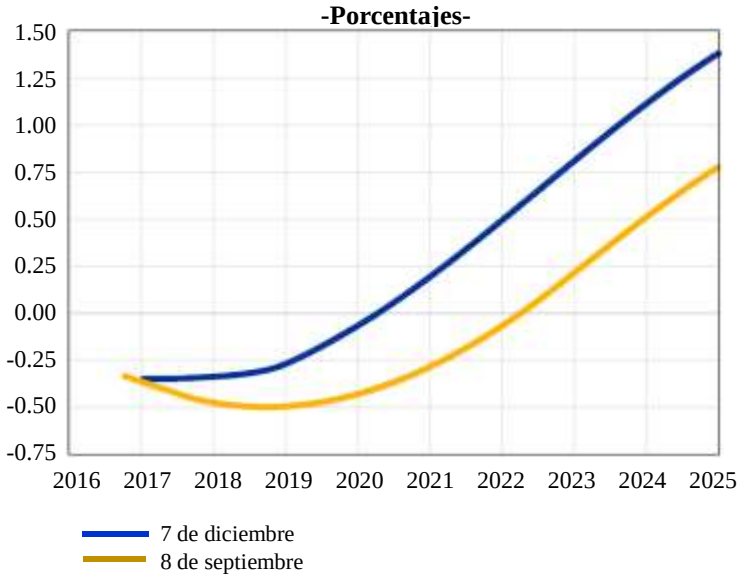


Nota: Para la Zona del euro se muestra la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años.
FUENTE: Bloomberg y BCE

El aumento de los rendimientos de las *tasas swap del eonia* y de la deuda soberana de la zona del euro registrado desde principios de octubre reflejó, en parte, la tendencia al alza de las tasas de interés a más largo plazo a escala mundial. Esta tendencia fue más acusada en Estados Unidos de Norteamérica, donde el incremento de los rendimientos obedeció fundamentalmente a las crecientes expectativas de los mercados de un alza de la inflación asociada a posibles medidas de estímulo fiscal y al proteccionismo, con probables implicaciones en el curso de la política monetaria. En la zona del euro, el aumento de los rendimientos reflejó fundamentalmente un aumento de las tasas de interés reales. No obstante, tras las elecciones presidenciales en Estados Unidos de Norteamérica, las expectativas de inflación desempeñaron un importante papel en el incremento de los rendimientos nominales.

El avance de los rendimientos nominales se tradujo en un aumento significativo del nivel y de la pendiente de la curva de tasas *forward del eonia*. Desde principios de octubre, la forma y la posición de esta curva han experimentado un cambio considerable, con un aumento de la pendiente de alrededor de 60 puntos básicos durante el período de referencia.

TASAS *FORWARD* DEL *EONIA*
-Porcentajes-



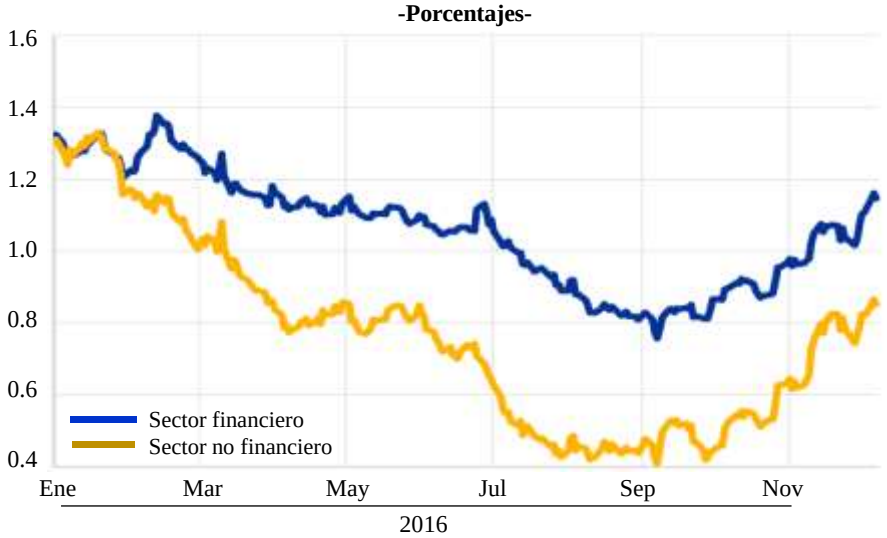
FUENTE: *Thomson Reuters* y cálculos del BCE.

Los cambios en la forma de la curva sugieren que los mayores rendimientos nominales durante el período analizado también tuvieron su origen en las menores expectativas de orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE. Esto puede observarse en la desaparición de la pendiente descendente del tramo más corto de la curva, que se aplanó, lo que indica que los participantes en el mercado no esperan recortes adicionales de las tasas de interés aplicadas a la facilidad de depósito. El *eonia* se mantuvo estable durante el período de referencia, en unos –35 puntos básicos. En consonancia con el patrón habitual, el *eonia* ascendió temporalmente y se situó en –32 puntos básicos hacia el final del tercer trimestre de 2016. Durante el período considerado, el exceso de liquidez en el sector bancario[5] aumentó en torno a 147 mil millones de euros, hasta la cifra de mil 185 millones de euros, debido fundamentalmente a las adquisiciones realizadas en el marco del programa ampliado de compra de activos del Eurosistema.

[5] El exceso de liquidez se define como los depósitos de la facilidad de depósito netos del recurso a la facilidad marginal de crédito, más los saldos en cuenta corriente por encima de los que contribuyen a las exigencias de reservas mínimas.

En el recuadro siguiente se presenta información más detallada sobre la evolución de la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria en la zona del euro.

RENDIMIENTOS DE LOS VALORES DE RENTA FIJA PRIVADA EN LA ZONA DEL EURO
-Porcentajes-



Nota: Rendimiento medio de las categorías de calificación crediticia entre AAA y BBB.
FUENTE: *Thomson Reuters*.

La tendencia a la baja que habían registrado los diferenciales de los valores de renta fija privada emitidos por las sociedades no financieras desde el anuncio del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés) efectuado en marzo por el Consejo de Gobierno, se interrumpió. Tras una fase de caída de los rendimientos iniciada en torno a mediados de febrero —que incluyó un breve giro en junio atribuible a las tensiones provocadas por el referéndum del Reino Unido—, los rendimientos de los valores de renta fija privada emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro aumentaron en todas las categorías de calificación crediticia desde principios de septiembre. No obstante, estos incrementos fueron moderados en general —de unos 35 puntos básicos, en promedio, en las distintas categorías de calificación crediticia— y los diferenciales respecto a las tasas de interés sin riesgo solo se ampliaron ligeramente. Actualmente, los mayores rendimientos de la renta fija privada no apuntan, por sí mismos, a un fuerte aumento de la percepción de riesgos para las empresas por parte de los mercados. Los diferenciales de los valores de renta fija privada respecto a

la curva correspondiente de bonos con calificación AAA se ampliaron entre 10 y 20 puntos básicos, aproximadamente, dependiendo de la calificación de los bonos de las sociedades no financieras. Pese a los recientes incrementos, el 7 de diciembre, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación AA, A y BBB todavía se situaban entre 10 y 35 puntos básicos por debajo de los niveles de principios de marzo de 2016, cuando el Consejo de Gobierno anunció la puesta en marcha del CSPP. En el sector financiero, los diferenciales de los valores de renta fija privada también se incrementaron ligeramente, entre 2 y 20 puntos básicos, en todas las categorías de calificación crediticia durante el período de referencia.

Las cotizaciones generales en la zona del euro han subido ligeramente desde principios de septiembre, mientras que las del sector bancario han experimentado un fuerte incremento. El índice EURO STOXX amplio anotó una ganancia del 1.3% durante el período de referencia, mientras que los valores bancarios de la zona del euro aumentaron en torno a un 16%. Tras registrar movimientos laterales en septiembre, las cotizaciones de estos valores han subido de forma acusada. Esta evolución ha estado asociada fundamentalmente a dos factores: la percepción entre los participantes en los mercados de que la finalización del marco de Basilea III será menos rigurosa, que puede haberse acrecentado tras el resultado de las elecciones en Estados Unidos de Norteamérica, y el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos, que refleja una mejora de las perspectivas de crecimiento y de inflación mundiales, respaldando las expectativas de beneficios de los bancos. Considerando un horizonte más amplio y en comparación con los mínimos registrados después de conocerse el resultado del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea (UE) a finales de junio, las cotizaciones del sector bancario subieron en torno al 35%. Paralelamente, la incertidumbre en los mercados —medida por las expectativas de volatilidad de los precios de los valores de renta variable— se mantuvo estable, en general, durante todo el período de referencia. A principios de diciembre, la volatilidad implícita de los

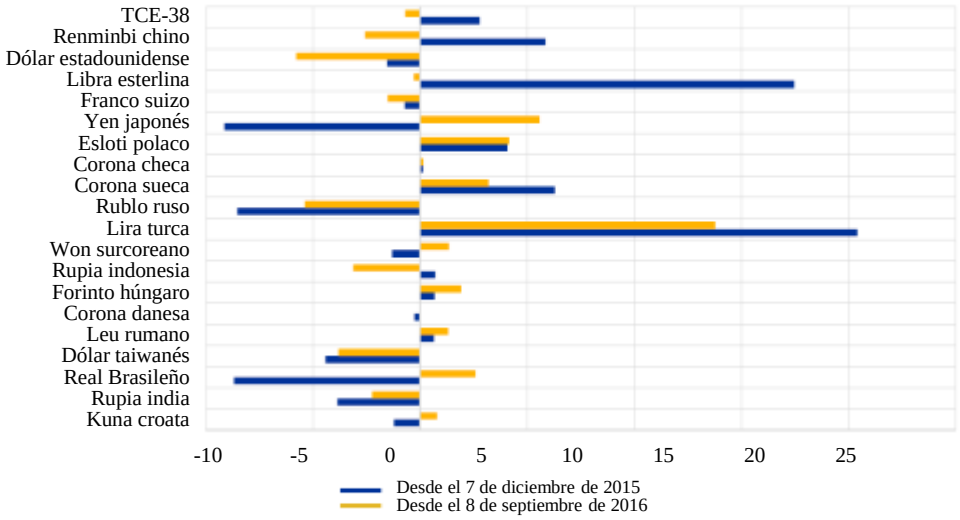
mercados bursátiles de la zona del euro era del 15% en términos anualizados, mientras que en Estados Unidos de Norteamérica se situaba justo por encima del 11 por ciento.

ÍNDICES BURSÁTILES DE LA ZONA DEL EURO Y DE ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA
-1 de enero de 2016 = 100-

FUENTE: *Thomson Reuters* y cálculos del BCE.

En los mercados de divisas, el euro se mantuvo prácticamente estable en cifras ponderadas por el comercio. En términos bilaterales, desde el 8 de septiembre, el euro se ha depreciado un 5% frente al dólar estadounidense, lo que refleja una ampliación de los diferenciales de rendimiento después de principios de noviembre. El euro también se depreció frente al renminbi chino (1.9%), así como frente a las monedas de otras economías emergentes de Asia. Al mismo tiempo, el debilitamiento generalizado del yen japonés se tradujo en una apreciación del euro del 6.6% frente a la moneda nipona. El euro se mantuvo básicamente estable en relación con otras monedas principales, como la libra esterlina (0.6%), en un entorno de continua incertidumbre tras el resultado del referéndum del Reino Unido, así como el franco suizo (–0.8%), mientras que se revalorizó frente a las monedas de otros muchos países de la UE.

VARIACIONES DEL TIPO DE CAMBIO DEL EURO FRENTE A ALGUNAS MONEDAS
-Porcentajes-



Nota: TCE-38 se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Las variaciones se han calculado con respecto al tipo de cambio vigente el 7 de diciembre de 2016.
FUENTE: BCE.

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 27 de julio y el 25 de octubre de 2016

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el quinto y el sexto períodos de mantenimiento de reservas de 2016, comprendidos entre el 27 de julio y el 13 de septiembre y entre el 14 de septiembre y el 25 de octubre, respectivamente. Durante este período, los tipos de interés aplicados a las operaciones principales de financiamiento (OPF), a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se mantuvieron sin variación en el 0.00%, el 0.25 y el – 0.40%, respectivamente. El 28 de septiembre se liquidó la segunda operación de financiamiento a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) de la segunda serie de operaciones TLTRO (TLTRO-II), por un importe de 45 mil 300 millones de euros. La liquidez inyectada mediante esa operación fue compensada, en parte, con los reembolsos obligatorios de la primera serie de TLTRO (TLTRO-I) y los reembolsos voluntarios de la primera TLTRO-I, por un importe total de 11 mil millones de euros. Esa

inyección de liquidez neta de 34 mil 200 millones de euros hizo que el saldo vivo total de los dos programas de operaciones TLTRO aumentara hasta los 497 mil 200 millones de euros al final del período de referencia. Además, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, bonos garantizados, bonos de titulización de activos y bonos corporativos como parte de su programa ampliado de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), estando previsto realizar adquisiciones por importe de 80 mil millones de euros, en promedio, al mes.

Necesidades de liquidez

En el período de referencia, las necesidades de liquidez diarias del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en 908 mil millones de euros, lo que representa un incremento de 65 mil millones de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el tercero y el cuarto períodos de mantenimiento de 2016). Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles casi exclusivamente al aumento de 63 mil 200 millones de euros registrado en la media de los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra récord de 790 mil 800 millones de euros, mientras que las exigencias de reservas mínimas aumentaron solo ligeramente (véase cuadro).

Los factores autónomos de inyección de liquidez se incrementaron ligeramente durante el período de referencia, dado que el descenso continuado de los activos netos denominados en euros se compensó con un aumento de los activos exteriores netos.

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ DEL EUROSISTEMA

	Período actual (27 de julio a 25 de octubre de 2016)		Período anterior (27 de abril a 26 de julio de 2016)	Sexto período de mantenimiento (14 de septiembre a 25 de octubre de 2016)		Quinto período de mantenimiento (27 de julio a 13 de septiembre de 2016)	
Pasivo - Necesidades de liquidez (medias; miles de millones de euros)							
Factores autónomos de liquidez	**1 916.7**	**(+65.0)**	**1 851.7**	**1 938.4**	**(+40.3)**	**1 898.0**	**(+0.3)**
Billetes en circulación	1 095.5	(+13.3)	1 082.3	1 094.7	(-1.5)	1 096.2	(+9.1)
Depósitos de las AAPP	151.9	(+0.2)	151.6	168.3	(+30.5)	137.8	(-37.7)
Otros factores autónomos	669.3	(+51.5)	617.7	675.3	(+11.3)	664.0	(+28.9)
Instrumentos de política monetaria							
Cuentas corrientes	762.0	(+120.1)	641.9	777.4	(+28.6)	748.8	(+91.4)
Exigencias de reservas mínimas	117.2	(+1.7)	115.5	117.8	(+1.1)	116.7	(+0.8)
Facilidad de depósito	369.9	(+53.3)	316.6	387.3	(+32.2)	355.1	(+32.0)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	--	(+0.0)	--	--	(+0.0)	--	(+0.0)
Activo - Oferta de liquidez (medias; miles de millones de euros)							
Factores autónomos de liquidez	1 126.2	(+1.7)	1 124.5	1 115.5	(-19.8)	1 135.3	(+3.0)
Activos exteriores netos	686.3	(+32.1)	654.2	687.8	(+2.8)	685.0	(+18.9)
Activos netos denominados en euros	439.9	(-30.4)	470.3	427.8	(-22.6)	450.3	(-15.9)
Instrumentos de política monetaria							
Operaciones de mercado abierto	1 922.7	(+236.8)	1 685.9	1 987.9	(+121.0)	1 866.9	(+120.6)
Operaciones de subasta	533.5	(+18.4)	515.0	540.9	(+13.7)	527.2	(+8.0)
OPF	40.6	(-9.8)	50.5	37.4	(-6.1)	43.5	(-4.1)
OFPML a tres meses	19.3	(-8.2)	27.6	17.7	(-3.0)	20.7	(-3.8)
Operaciones TLTRO-I	60.3	(-253.9)	314.1	56.3	(-7.4)	63.7	(-155.2)
Operaciones TLTRO-II	413.2	(+290.4)	122.9	429.5	(+30.2)	399.3	(+171.1)
Carteras en firme	1 389.2	(+218.4)	1 170.9	1 447.0	(+107.3)	1 339.7	(+112.6)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	15.9	(-2.4)	18.3	15.2	(-1.3)	16.5	(-1.3)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	7.4	(-0.7)	8.0	7.2	(-0.3)	7.5	(-0.2)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	191.6	(+11.8)	179.7	194.7	(+5.9)	188.8	(+5.6)
Programa para los mercados de valores	107.1	(-4.0)	111.1	105.4	(-3.1)	108.5	(-2.4)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	20.5	(+1.0)	19.5	20.7	(+0.4)	20.3	(+0.4)
Programa de compras de valores públicos	1 023.0	(+192.3)	830.7	1 072.9	(+92.6)	980.3	(+99.1)
Programa de compras de valores corporativos	23.9	(+20.4)	3.5	30.8	(+12.9)	17.9	(+11.4)
Facilidad marginal de crédito	0.1	(-0.1)	0.2	0.1	(+0.0)	0.0	(-0.1)
Otra información relativa a la liquidez (medias; miles de millones de euros)							
Necesidades de liquidez agregadas	908.0	(+65.0)	843.1	941.1	(+61.4)	879.7	(-2.0)
Factores autónomos 1/	790.8	(+63.2)	727.6	823.3	(+60.3)	763.0	(-2.9)
Exceso de liquidez	1 014.7	(+171.9)	842.8	1 046.8	(+59.6)	987.2	(+122.6)
Evolución de las tasas de interés (porcentajes)							
OPF	0.00	(+0.00)	0.00	0.00	(+0.00)	0.00	(+0.00)
Facilidad marginal de crédito	0.25	(+0.00)	0.25	0.25	(+0.00)	0.25	(+0.00)
Facilidad de depósito	-0.40	(+0.00)	-0.40	-0.40	(+0.00)	-0.40	(+0.00)
Eonia	-0.342	(+0.008)	-0.333	-0.345	(-0.006)	-0.339	(-0.009)

1/ El valor total de los factores autónomos incluye también "partidas en curso de liquidación".

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

FUENTE: BCE.

Los activos netos denominados en euros cayeron hasta situarse, en promedio, en 439 mil 900 millones de euros, 30 mil 400 millones de euros por debajo del importe del período de referencia anterior, como consecuencia de la disminución de los activos financieros mantenidos por el Eurosistema con fines distintos de la política monetaria, así como del avance de los pasivos mantenidos por instituciones oficiales extranjeras en los bancos centrales nacionales. El hecho de que estas instituciones aumentaran sus tenencias se debió, posiblemente, a la escasez de alternativas de inversión atractivas en el mercado. Los activos exteriores netos se incrementaron en 32 mil 100 millones de euros y se situaron en 686 mil 300 millones de euros, fundamentalmente como resultado de las revalorizaciones trimestrales de las carteras, que reflejaron el debilitamiento del euro (y que se vieron contrarrestadas, en última instancia, por cambios equivalentes que afectaron al conjunto de otros factores autónomos de absorción de liquidez).

La volatilidad de los factores autónomos siguió siendo elevada y prácticamente no varió con respecto al período de referencia anterior. Dicha volatilidad reflejó, principalmente, las fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y, aunque en mucha menor medida, la revalorización trimestral de los activos exteriores netos y de los activos netos denominados en euros. Al mismo tiempo, el error medio absoluto de las previsiones semanales del Eurosistema relativas a los factores autónomos aumentó en 5 mil 100 millones de euros, hasta situarse en 11 mil 300 millones de euros en el período analizado.

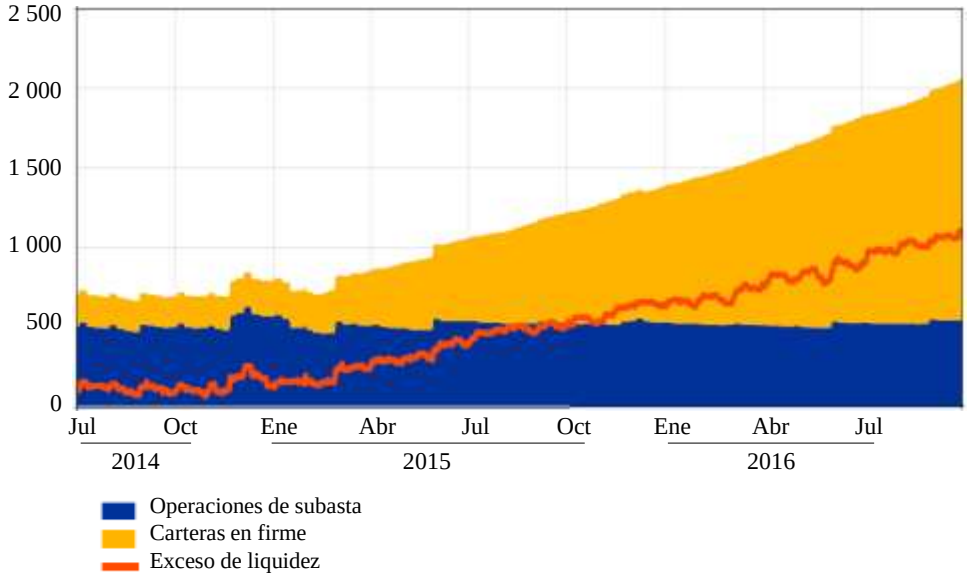
Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y programas de compra de activos— se incrementó en 236 mil 800 millones de euros, hasta situarse en un billón 922 mil

700 millones de euros (véase gráfica siguiente). Este aumento se debió, principalmente, al programa ampliado de compra de activos del BCE.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta se incrementó en 18 mil 400 millones de euros hasta situarse en 533 mil 500 millones de euros. El aumento de la liquidez inyectada mediante las TLTRO compensó con creces la disminución de la liquidez proporcionada mediante las operaciones regulares. Concretamente, la liquidez inyectada por las OPF y las OFPML a tres meses se redujo en 9 mil 800 millones de euros y 8 mil 200 millones de euros, respectivamente, mientras que el saldo vivo de las TLTRO se incrementó en 36 mil 500 millones de euros, en promedio, como efecto neto de la liquidación de la segunda TLTRO-II, de los reembolsos obligatorios de las operaciones TLTRO-I y de los reembolsos voluntarios de la primera TLTRO-I.

EVOLUCIÓN DE LOS INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA Y EXCESO DE LIQUIDEZ
-Miles de millones de euros-



FUENTE: BCE.

La liquidez media proporcionada a través del APP ampliado aumentó en 218 mil 400 millones de euros, hasta situarse en un billón 389 mil 200 millones de euros, principalmente como consecuencia del programa de compras de valores públicos.

La liquidez media proporcionada a través del programa de compras de valores públicos, del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados, del programa de compras de bonos de titulización de activos y del programa de compras de bonos corporativos se incrementó en 192 mil 300 millones de euros, 11 mil 800 millones de euros, mil millones de euros y 20 mil 400 millones de euros, respectivamente. La amortización de bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y del primer y segundo programas de adquisiciones de bonos garantizados ascendió a 7 mil 100 millones de euros en total.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez aumentó en 171 mil 900 millones de euros y se situó en un billón 14 mil 700 millones de euros en el período analizado (véase gráfica anterior). La mayor parte de este aumento se produjo en el quinto período de mantenimiento, cuando el exceso de liquidez registró un alza de 122 mil 600 millones de euros como consecuencia de la liquidez proporcionada por el APP ampliado, mientras que los factores autónomos se mantuvieron prácticamente sin cambios. El incremento más limitado de 59 mil 600 millones de euros durante el sexto período de mantenimiento obedeció fundamentalmente al avance de los factores autónomos, que absorbió parcialmente la liquidez proporcionada por el APP ampliado.

El aumento del exceso de liquidez quedó reflejado fundamentalmente en un incremento de 120 mil 100 millones de euros de los saldos medios en cuenta corriente, hasta situarse en 762 mil millones de euros en el período analizado. El recurso medio a la facilidad de depósito se incrementó en 53 mil 300 millones de euros y se situó en 369 mil 900 millones de euros.

Evolución de las tasas de interés

Las tasas de interés del mercado monetario a un día se mantuvieron próximos al tipo aplicado a la facilidad de depósito, o incluso por debajo, durante el período de referencia. En el mercado de operaciones sin garantías, el *eonia* (índice medio del tipo de interés del euro a un día) se situó, en promedio, en el −0.342%, ligeramente por debajo de un nivel medio del –0.333% en el período de referencia anterior. El *eonia* fluctuó dentro de una banda estrecha, con un máximo del −0.321% y un mínimo del −0.354%. Además, las tasas *repo* medios a un día del mercado *GC Pooling* descendieron hasta situarse en el –0.401 y el –0.395% para las cestas estandarizadas y ampliadas de activos de garantía, respectivamente, lo que supone una disminución de 0.005 y 0.008 puntos porcentuales en relación con el período de referencia anterior. Esas tasas *repo* también oscilaron dentro de una banda estrecha excepto al final del tercer trimestre, cuando el tipo a un día del mercado *GC Pooling* para la cesta estandarizada de activos de garantía cayó hasta situarse en el −0.457%. Esta caída reflejó la menor oferta de activos de garantía de alta calidad en el mercado de *repos* en las fechas de presentación de información reglamentaria, como el cierre del trimestre.

Fuente de información:
http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1608-1.pdf
http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1608-2.pdf

Actividad Económica de la Zona del Euro (BCE)

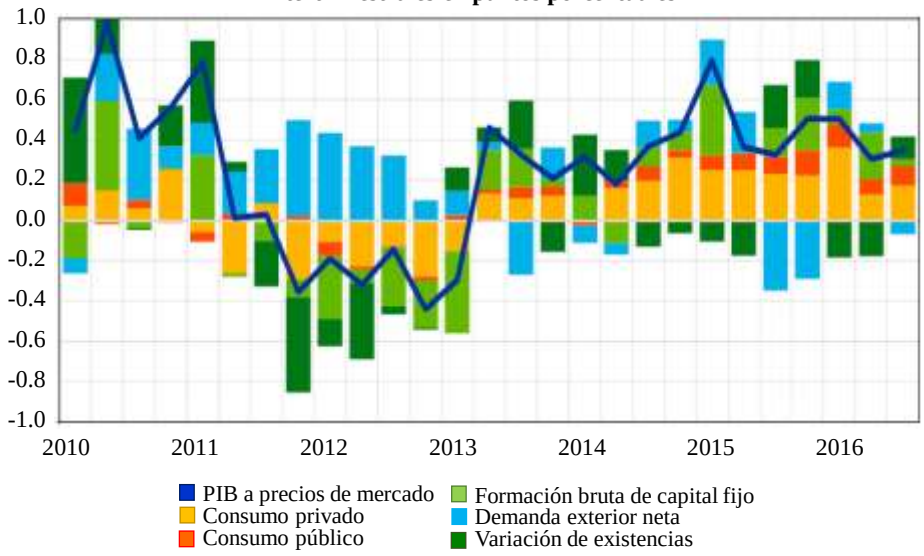
El 22 de diciembre de 2016, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Económico. A continuación se presenta el apartado de la "*Actividad Económica de la Zona del Euro*", contenido en el Boletín.

La actual expansión económica continúa siendo moderada, pero se está afianzando. La transmisión de las medidas de política monetaria del BCE a la economía real está apoyando la demanda interna y facilitando el desapalancamiento. La mejora de la rentabilidad empresarial y unas condiciones crediticias muy favorables siguen promoviendo la recuperación de la inversión. El aumento sostenido del empleo, favorecido también por las reformas estructurales realizadas en el pasado, y los precios aún relativamente bajos del petróleo, deberían prestar un respaldo adicional a la renta real disponible de los hogares y al consumo privado. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2016 prevén un crecimiento del PIB real del 1.7% en 2016 y 2017, y del 1.6% en 2018 y 2019. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja.

La actividad económica de la zona del euro continuó creciendo en el tercer trimestre de 2016. El PIB real de la zona del euro aumentó un 0.3%, en términos trimestrales, en el tercer trimestre del año, en consonancia con la dinámica de crecimiento observada en los tres últimos años y medio. En general, el avance del PIB real de la zona del euro se vio respaldado por la mejora de la demanda interna, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue negativa. Por lo tanto, el ritmo de crecimiento se ha mostrado bastante resistente ante la debilidad del comercio mundial y los recientes repuntes en los indicadores de incertidumbre política[6].

[6] En el artículo titulado "*The impact of uncertainty on activity in the euro área*" de este Boletín Económico se analizan más detenidamente diversas medidas de incertidumbre y sus posibles consecuencias para la actividad económica de la zona del euro.

PIB REAL DE LA ZONA DEL EURO Y SUS COMPONENTES
-Tasas de variación intertrimestral y contribuciones intertrimestrales en puntos porcentuales-



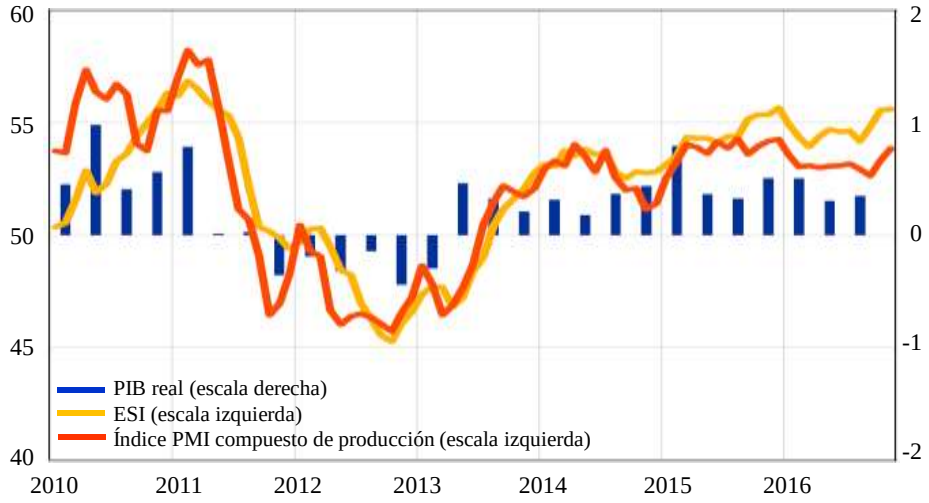
Nota: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2016.
FUENTE: *Eurostat.*

Por el lado de la producción, el valor agregado experimentó un incremento trimestral del 0.3% en el tercer trimestre de 2016 y se vio impulsado por la industria (excluida la construcción) y los servicios, así como por la construcción. Mientras que el valor agregado de la industria y los servicios se ha estado recuperando desde 2013, el sector de la construcción ha ido a la zaga y hasta hace poco no ha empezado a mostrar señales de estabilización y de una incipiente recuperación. La generalización de la recuperación es alentadora, ya que los períodos de baja dispersión del crecimiento en los distintos sectores se han visto acompañados habitualmente de un mayor crecimiento general.

Los indicadores apuntan a una continuación de la tendencia de crecimiento en el cuarto trimestre de 2016. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea, así como el índice PMI compuesto de producción, registraron una mejora generalizada en los distintos sectores y países en octubre y noviembre. El aumento de la confianza reflejó una valoración más positiva de la situación actual y mayores expectativas en relación con la mayor actividad económica. Los valores medios obtenidos de ambas encuestas en octubre y noviembre se situaron en niveles

superiores a los observados en el tercer trimestre y por encima de sus respectivas medias de largo plazo.

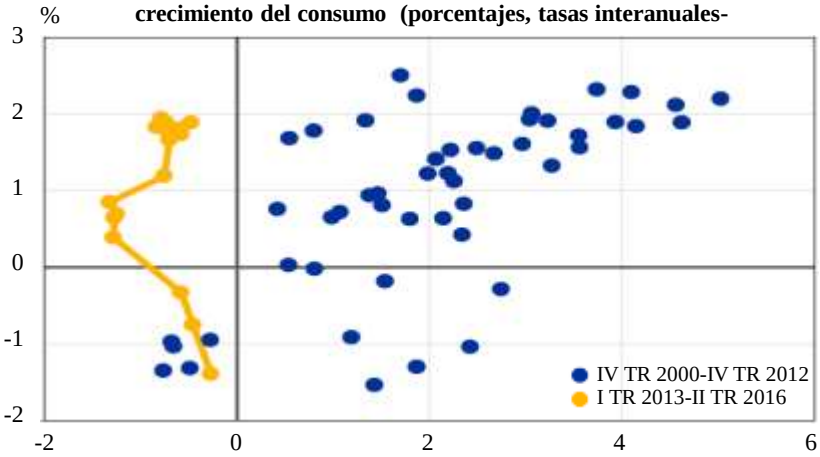
PIB REAL, ÍNDICE PMI COMPUESTO DE PRODUCCIÓN E INDICADOR DE SENTIMIENTO ECONÓMICO (ESI) DE LA ZONA DEL EURO
-Tasas de crecimiento intertrimestral y saldos netos normalizados; índices de difusión-



Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2016 y a noviembre de 2016 para el indicador ESI y el índice PMI, respectivamente.
FUENTE: *Markit*, Comisión Europea y *Eurostat*.

La capacidad de resistencia de la expansión económica continúa sustentándose principalmente en el consumo privado, que registró un incremento del 0.3%, en tasa trimestral, en el tercer trimestre de 2016. Este ligero repunte con respecto al segundo trimestre estuvo impulsado por el sólido dinamismo de la renta de los hogares, que se vio respaldado por la mejora de los mercados de trabajo de la zona del euro. Al contrario que en el período anterior a la crisis, cuando el crecimiento del consumo iba asociado habitualmente a aumentos de las proporciones de endeudamiento, recientemente ha estado acompañado de una disminución gradual de la proporción de endeudamiento de los hogares. Esto pone aún más de relieve que la sostenibilidad y la capacidad de resistencia del consumo privado constituyen el principal motor de la actual expansión económica, en particular porque los mercados de trabajo continúan recuperándose y la confianza de los consumidores se mantiene en niveles elevados.

ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES Y CONSUMO PRIVADO
-Eje de abscisas: variación del endeudamiento de los hogares (puntos porcentuales, tasas interanuales); eje de coordenadas: crecimiento del consumo (porcentajes, tasas interanuales-

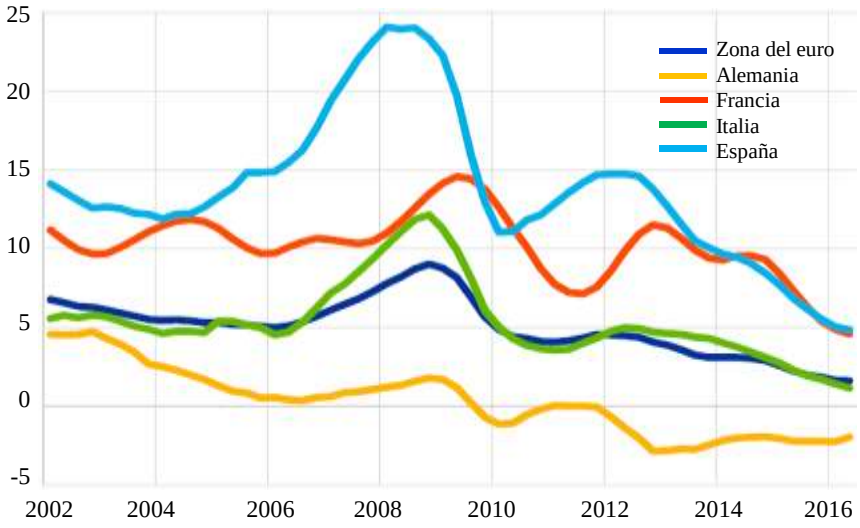


Nota: El endeudamiento de los hogares se define como el porcentaje de préstamos en relación con su renta bruta disponible, ajustado por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2016.
FUENTE: *Eurostat* y BCE.

La mejora de los mercados de trabajo de la zona del euro sigue respaldando el consumo privado. El desempleo de la zona del euro ha seguido la tendencia descendente iniciada a principios de 2013. En el tercer trimestre de 2016, la tasa de desempleo se situó en el 10%, su nivel más bajo desde mediados de 2011, y continuó cayendo en octubre, hasta situarse en el 9.8%. Los indicadores más amplios del grado de holgura del mercado de trabajo —que también tienen en cuenta sectores de la población en edad de trabajar que se ven obligados a trabajar a tiempo parcial o han abandonado el mercado laboral— se mantienen en cotas elevadas, y están disminuyendo a un ritmo más lento que el desempleo agregado. El empleo continuó creciendo en el segundo trimestre y, como consecuencia, el nivel de empleo de la zona del euro aumentó en 2.3 millones de trabajadores con respecto a un año antes. Además, este nivel se sitúa menos de un 1% por debajo del máximo registrado antes de la crisis, en el segundo trimestre de 2008. Información más reciente, como la procedente de las encuestas, sigue apuntando a una mejora continua de los mercados de trabajo de la zona del euro en los próximos meses.

La inversión continuó creciendo en el tercer trimestre, debido fundamentalmente a un repunte de la actividad de la construcción. Mientras que la producción de bienes de equipo solo creció ligeramente en el tercer trimestre de 2016, la producción de la construcción avanzó con más fuerza. El aumento de la inversión en construcción estuvo impulsado fundamentalmente por la mejora de los mercados de la vivienda en la zona del euro y fue generalizado en los distintos países. Según la encuesta de la Comisión Europea del cuarto trimestre de 2016, la percepción de la demanda como factor limitador de la producción de bienes de equipo ha descendido hasta su nivel más bajo desde el inicio de la Gran Recesión. La mejora de las condiciones financieras, el aumento de la confianza en el sector de la construcción y el creciente número de visados de obra nueva concedidos también apuntan a un repunte del crecimiento de la inversión en el cuarto trimestre.

PAGOS NETOS POR INTERESES DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
- En porcentaje del excedente bruto de explotación -

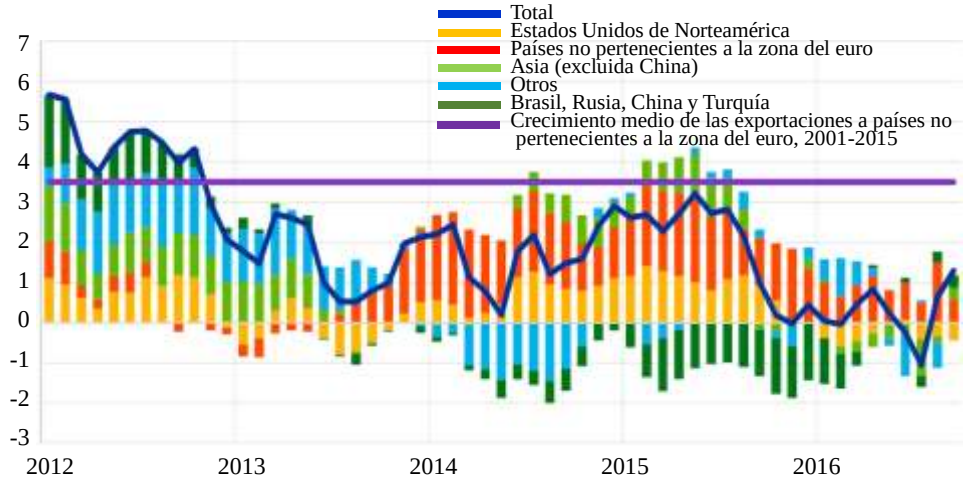


Nota: Los porcentajes se basan en medias móviles de cuatro trimestres. La última observación corresponde al segundo trimestre de 2016.
FUENTE: *Eurostat* y BCE.

A medida que la demanda continúe recuperándose, respaldada por la orientación muy acomodati|cia de la política monetaria del BCE, la inversión, tanto empresarial como en construcción, debería seguir fortaleciéndose. Los pagos netos por intereses de las

sociedades no financieras se han reducido constantemente desde 2013 y el incremento de los beneficios resultante debería fomentar la inversión, dada también de la necesidad de reemplazar capital tras años de escaso dinamismo en la formación de capital fijo. Sin embargo, el lento ritmo de aplicación de las reformas, particularmente en algunos países, así como las débiles perspectivas de crecimiento potencial, puede frenar el avance de la inversión. En este sentido, el entorno empresarial sigue siendo relativamente desfavorable en algunos países y deberían adoptarse medidas para abordar esta cuestión (para una información más detallada, véase también el recuadro 3 titulado "*Indicadores estructurales del entorno empresarial en la zona del euro*").

EXPORTACIONES DE BIENES A PAÍSES NO PERTENECIENTES A LA ZONA DEL EURO
-Tasas de variación interanual de la media móvil de tres meses; contribuciones en puntos porcentuales-



Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2016, excepto en lo que respecta a los "países no pertenecientes a la zona del euro" y a "otros", para los que los datos más recientes se refieren a agosto de 2016. Las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro se expresan en términos reales.

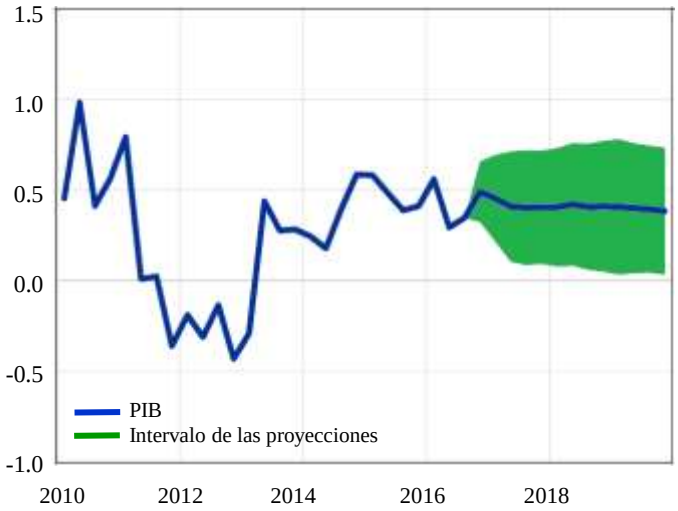
FUENTE: *Eurostat* y cálculos del BCE.

El entorno exterior continuó lastrando la actividad de la zona del euro en el tercer trimestre de 2016 y el crecimiento de las exportaciones totales mantuvo su debilidad. Pese a haberse recuperado ligeramente en los últimos meses, el crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro siguió siendo débil. El escaso dinamismo exportador en el tercer trimestre obedeció fundamentalmente al descenso de las exportaciones a Estados Unidos de Norteamérica y a países de la OPEP.

La contribución tanto de Rusia como de América Latina al avance de las exportaciones de bienes fue prácticamente neutral, mientras que la de Asia (incluida China) y la de los países europeos no pertenecientes a la zona del euro fue positiva. Las cuotas de exportación de bienes de la zona del euro se mantuvieron básicamente estables en el tercer trimestre, lo que sugiere que los efectos positivos retardados de la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro están desapareciendo. Las encuestas relativas al cuarto trimestre de 2016 y los pedidos exteriores apuntan a que, en el corto plazo, el dinamismo de las exportaciones continuará siendo débil, aunque mejorará. A más largo plazo, se prevé que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro aumenten como consecuencia de la recuperación gradual del comercio internacional. No obstante, los riesgos para las perspectivas del comercio están relacionados con los posibles efectos adversos derivados del incremento de la incertidumbre en torno a las políticas comerciales.

En general, se espera que la expansión económica de la zona del euro avance a un ritmo moderado, pero cada vez más firme. Las medidas de política monetaria continúan transmitiéndose a la economía real, apoyando con ello la demanda interna y facilitando el desapalancamiento. La mejora de la rentabilidad empresarial y unas condiciones de financiamiento muy favorables continúan promoviendo la recuperación de la inversión. El aumento sostenido del empleo, que también se está viendo favorecido por las reformas estructurales acometidas en el pasado, respalda la renta disponible real de los hogares y el consumo privado. Al mismo tiempo, se observan señales de una recuperación mundial algo más sólida. No obstante, se espera que el crecimiento económico de la zona del euro se vea frenado por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales y por los ajustes que aún deben realizar algunos sectores en sus balances.

PIB REAL DE LA ZONA DEL EURO
(INCLUIDAS LAS PROYECCIONES)
-Tasas de variación intertrimestral-



Nota: Los intervalos en torno a las proyecciones centrales se basan en las diferencias entre las cifras observadas y proyecciones anteriores elaboradas durante varios años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada "*New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*", BCE, diciembre de 2009, disponible en el sitio *web* del BCE.

FUENTE: *Eurostat* y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2016 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1.7% en 2016 y 2017, y del 1.6% en 2018 y 2019. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2016, las perspectivas de crecimiento del PIB real se mantienen prácticamente sin variación. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento en la zona del euro siguen apuntando a la baja.

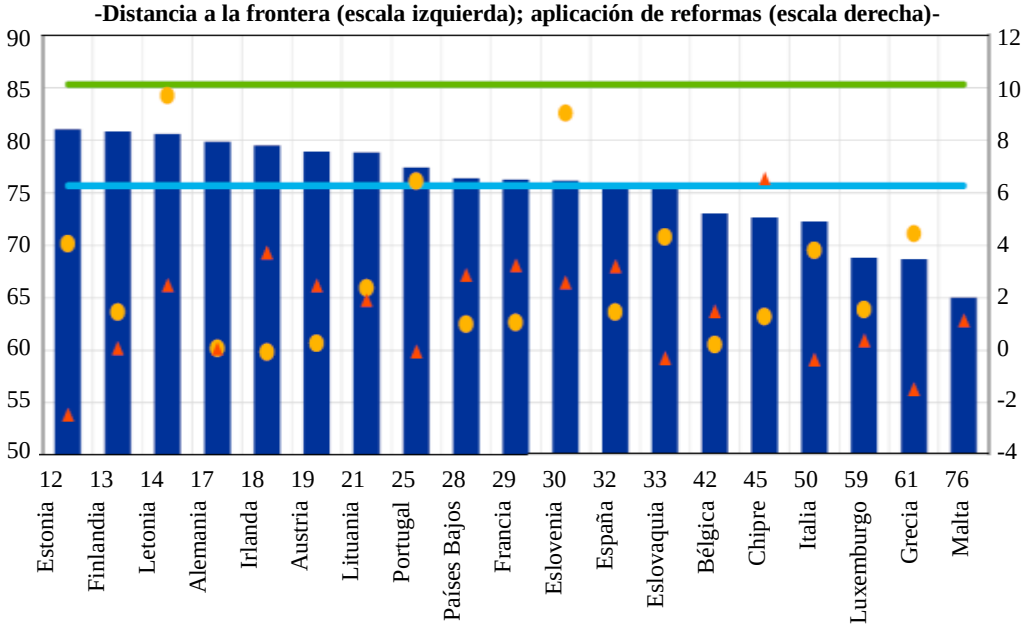
Indicadores estructurales del entorno empresarial en la zona del euro

Las prácticas de negocio de los países de la zona del euro continúan siendo muy heterogéneas y, en general, distan mucho de estar entre las de los países con mejores prácticas a escala internacional. Un entorno empresarial propicio puede facilitar la creación de nuevas empresas, promover la actividad económica y el empleo, y aumentar la capacidad de resistencia de las economías frente a perturbaciones adversas [1/]. Algunas instituciones[2/], entre ellas el BCE[3/], han instado a que el entorno empresarial se reforme con el fin de impulsar el dinamismo económico y fomentar el espíritu empresarial en la zona del euro. En este recuadro se utilizan indicadores estructurales con el fin de presentar una visión general, regularidades empíricas y ejemplos intuitivos de la situación en los países de la zona del euro en lo que respecta a su entorno empresarial en comparación con los países con mejores prácticas del mundo, y cómo puede haber cambiado esta situación durante la crisis.

Los indicadores estructurales confirman que el entorno sigue siendo poco favorable para los negocios en la mayoría de los países de la zona del euro. El indicador de facilidad para hacer negocios (*ease of doing business*) [4/] del Banco Mundial recoge aspectos clave del entorno empresarial y se presenta en la gráfica siguiente, en el que el eje horizontal indica la clasificación mundial de los países y los histogramas muestran el nivel del indicador. Los puntos amarillos muestran las variaciones de los indicadores en los años 2008-2013, y los triángulos rojos señalan los avances realizados en el período 2013-2016. La clasificación del informe *Doing Business* 2017 indica que ningún país de la zona del euro se encuentra entre los diez mejores del mundo[5/]. Los países de la zona con mejor posición son Estonia (12), Finlandia (13) y Letonia (14), mientras que entre los peor clasificados se incluyen Luxemburgo (59), Grecia (61) y Malta (76). Si se considera la aplicación de reformas, países como Letonia, Portugal y Eslovenia mostraron que habían realizado avances significativos hacia un entorno empresarial más favorable durante

la crisis de 2008-2013 (puntos amarillos). Sin embargo, el ritmo de aplicación de reformas en el período 2013-2016 fue considerablemente más lento en la mayoría de los países de la zona del euro (triángulos rojos).

CLASIFICACIÓN GLOBAL DE LA "FACILIDAD PARA HACER NEGOCIOS"
-Distancia a la frontera (escala izquierda); aplicación de reformas (escala derecha)-



2016
Variación 2008-2013 (escala derecha)
Variación 2013-2016 (escala derecha)
Media de los tres países mejor clasificados a nivel mundial
Media de la zona del euro

Nota: En la escala izquierda se muestra la distancia a la frontera. Cuanto más elevado es el valor, más próximo está a la frontera el país mejor clasificado (frontera=100). A modo de medición de las reformas que se han implementado, en la escala derecha se muestra cómo ha cambiado la distancia a la frontera en los períodos 2008-2013 (puntos amarillos) y 2013-2016 (triángulos rojos). Una variación positiva (negativa) en la aplicación de reformas significa que un país se está aproximando a (alejando de) la frontera. El número que figura en el eje horizontal indica la clasificación mundial actual del país. No se dispone de un valor para Malta para 2008.

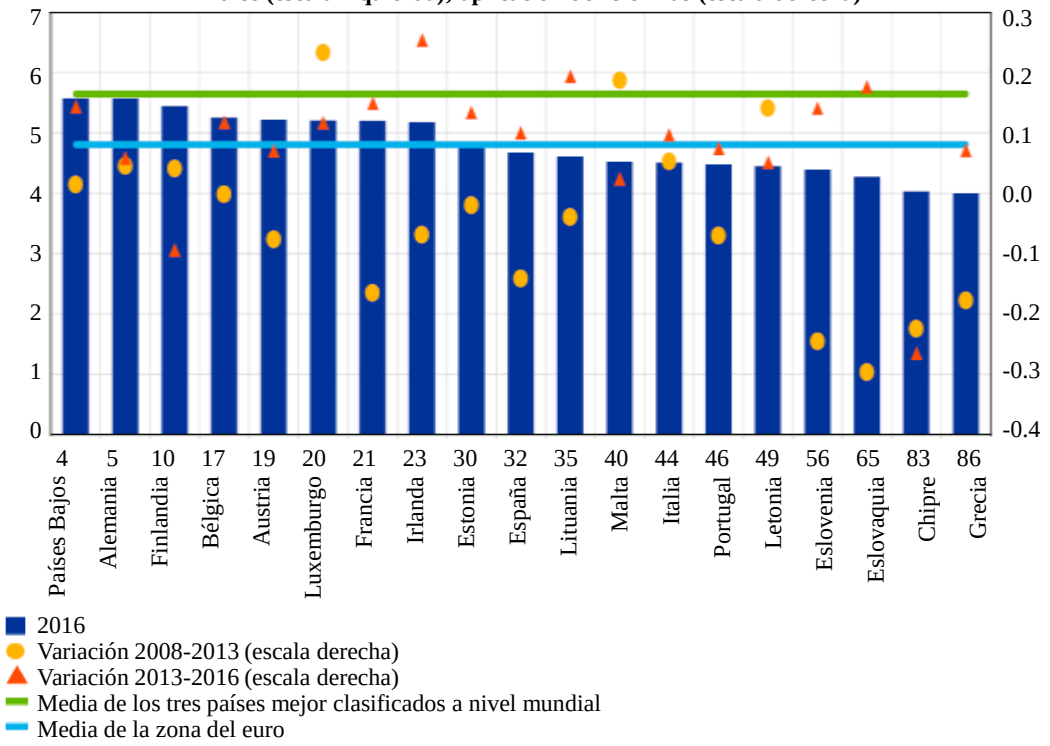
FUENTE: Banco Mundial, *Doing Business* y cálculos del BCE.

De hecho, desde 2013 solo se han observado progresos en áreas clave del entorno empresarial en Irlanda, Austria, Países Bajos, Francia, España, Bélgica y Chipre. Al mismo tiempo, algunos países de la zona del euro se han alejado aún más de las mejores prácticas entre 2013 y 2016 (por ejemplo, Grecia, Italia, Eslovaquia y Estonia). Además, la media de la zona del euro (línea azul claro) está muy por

debajo de los países con mejores prácticas del mundo (línea verde), y algunos países de la zona están clasificados entre los peores de las economías avanzadas.

La mayoría de los países de la zona del euro también continúan lejos de la frontera de la competitividad. Así lo confirma el Índice de Competitividad Global[6/], que sugiere que muchos países de la zona todavía afrontan una reducida competitividad. Mientras que los Países Bajos, Alemania y Finlandia se encuentran entre las diez economías más competitivas del mundo, algunos países de la zona siguen clasificados entre las economías avanzadas menos competitivas del mundo.

"ÍNDICE DE COMPETITIVIDAD GLOBAL"
-Índice (escala izquierda); aplicación de reformas (escala derecha)-



Nota: En la escala izquierda, unos valores más elevados indican mayor competitividad. A modo de medición de las reformas que se han implementado, en la escala derecha se muestra cómo ha cambiado el índice en los períodos 2008-2013 (puntos amarillos) y 2013-2016 (triángulos rojos). Una variación positiva (negativa) en la aplicación de reformas superior (inferior) a cero significa que un país obtuvo mejores (peores) resultados al final de la fase con respecto al punto de partida. El número que figura en el eje horizontal indica la clasificación mundial actual del país.

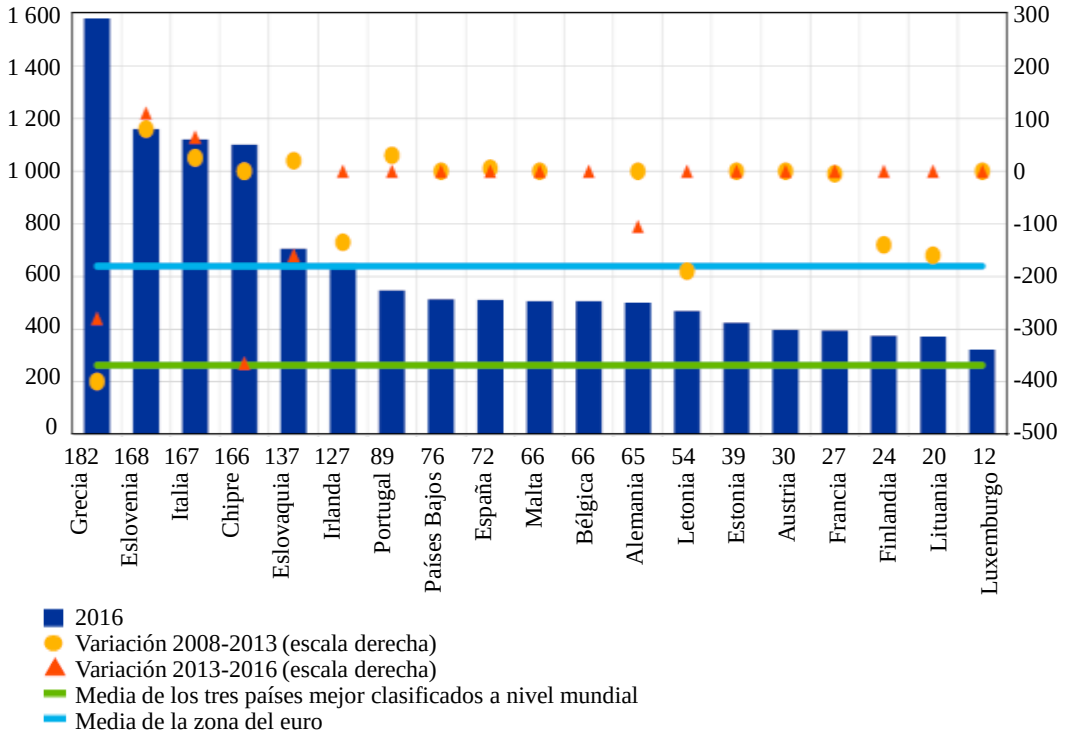
FUENTE: Foro Económico Mundial y cálculos del BCE.

Según el índice, en el período comprendido entre 2008 y 2013 la competitividad se deterioró en varios países (como Francia, España, Eslovenia, Eslovaquia, Chipre y

Grecia), pero mejoró ligeramente entre 2013 y 2016[7/] en la mayoría de los países de la zona, con la excepción de Finlandia y Chipre. Habida cuenta del bajo crecimiento de la productividad total de los factores (PTF) en la zona del euro durante los últimos veinte años, así como de las débiles perspectivas de crecimiento futuro de la productividad, es esencial realizar importantes avances hacia la consecución de estructuras más competitivas[8/] para situarse al nivel de las economías con mayor competitividad.

Los subcomponentes del indicador *Doing Business*, como el "cumplimiento de contratos", confirman que la brecha entre los países con mejores resultados y los países de la zona del euro es sustancial. La larga duración de los procesos judiciales y las dificultades para hacer cumplir un contrato[9/] pueden ser indicios de limitaciones en el sistema jurídico de un país. Estas limitaciones, pueden, por ejemplo, desanimar a los inversionistas o reducir el acceso a la financiación externa que pueden necesitar las empresas. Por lo tanto, otro motivo de preocupación es que se tarda más de 600 días, en promedio, en hacer cumplir un contrato en la zona del euro, mientras que solo se tarda unos 250 días en los países mejor clasificados del mundo (véase gráfica siguiente). De hecho, todavía se tarda más de tres años en hacer cumplir un contrato en Grecia, Eslovenia, Italia y Chipre, aunque con posterioridad a 2008 se han observado algunos avances en Eslovenia e Italia. Sin embargo, las reformas que han emprendido siguen sin ser acordes con los esfuerzos necesarios para acercarse a los países mejor clasificados. En cambio, se tarda aproximadamente un año en hacer cumplir un contrato en Luxemburgo, Lituania y Finlandia.

INDICADOR "TIEMPO NECESARIO PARA HACER CUMPLIR UN CONTRATO"
-Cumplimiento de contratos: tiempo (días) (escala izquierda); aplicación de reformas (escala derecha)-

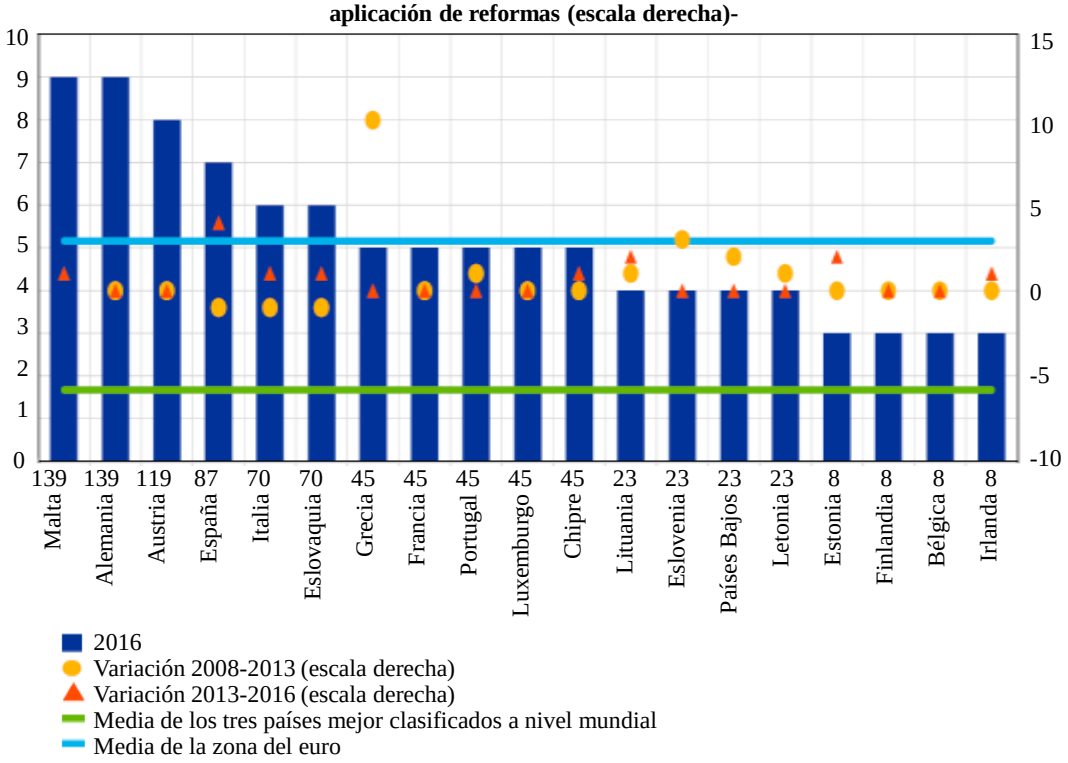


Nota: En la escala izquierda, cuanto más elevado es el valor, más cuesta hacer cumplir un contrato, calculado en función del tiempo necesario. A modo de medición de las reformas que se han implementado, en la escala derecha se muestra cómo ha cambiado el número de días necesarios para hacer cumplir un contrato en los períodos 2008-2013 (puntos amarillos) y 2013-2016 (triángulos rojos). Una variación en la aplicación de reformas superior (inferior) a cero significa que un país se está acercando a (alejando de) las mejores prácticas. El número que figura en la parte inferior del gráfico indica la clasificación mundial actual del país. No se dispone de un valor para Malta para 2008.

FUENTE: Banco Mundial, *Doing Business* (componente de tiempo para hacer cumplir un contrato) y cálculos del BCE.

En la zona del euro son necesarios cinco trámites para abrir una empresa, lo que supone mucha más burocracia que en los países con mejores resultados a escala mundial en este ámbito. Esta cifra varía, de tres trámites (en Bélgica, Estonia, Finlandia e Irlanda) a nueve (en Alemania y Malta), mientras que en el país mejor clasificado a nivel mundial solo es necesario un trámite. Aparte de Grecia, la mayor parte de los países de la zona del euro realizaron escasos esfuerzos por reducir la burocracia. Una burocracia restrictiva y una regulación compleja pueden dificultar una asignación eficiente de los recursos por parte de las empresas y, con frecuencia, indicar que la administración pública es rígida[10/].

INDICADOR "NÚMERO DE TRÁMITES NECESARIOS PARA ABRIR UNA EMPRESA"
-Apertura de una empresa: trámites (número) (escala izquierda); aplicación de reformas (escala derecha)-



Nota: En la escala izquierda, cuanto más elevado es el valor, más cuesta abrir una empresa, calculado en función del número de trámites necesarios para abrir una empresa. A modo de medición de las reformas que se han implementado, en la escala derecha se muestra cómo ha cambiado el número de trámites necesarios para abrir una empresa en los períodos 2008-2013 (puntos amarillos) y 2013-2016 (triángulos rojos). Una variación en la aplicación de reformas superior (inferior) a cero significa que un país se está acercando a (alejando de) las mejores prácticas. El número que figura en la parte inferior del gráfico se refiere a la clasificación mundial actual del país. No se dispone de un valor para Malta para 2008.

FUENTE: Banco Mundial, *Doing Business* (apertura de una empresa – número de trámites) y cálculos del BCE.

Para incrementar la inversión y la productividad, impulsar la creación de empleo y garantizar una capacidad suficiente para absorber perturbaciones, la adopción de medidas para abordar las deficiencias anteriormente mencionadas en el entorno empresarial —incluidas medidas para facilitar la entrada de nuevas empresas y potenciar la competitividad— debería ser una cuestión prioritaria en la zona del euro. Según diversos indicadores, algunos países de la zona del euro muestran un entorno empresarial relativamente desfavorable, por lo que serían los más beneficiados de la aplicación de reformas sustanciales en esta área. No obstante, la conclusión general que se obtiene de las distintas medidas e indicadores es que la zona del euro va a la zaga de los países con mejor entorno empresarial del mundo.

Por lo tanto, los países de la zona del euro pueden beneficiarse de forma significativa de la aplicación de reformas para mejorar su entorno empresarial.

1/ Véase un ejemplo reciente en D. Sondermann, "*Towards more resilient economies: the role of wellfunctioning economic structures", ECB Working Paper Series*, n.º 1984, noviembre de 2016.

2/ Véase, por ejemplo, el documento de la Comisión Europea titulado *Recomendación de Recomendación del Consejo sobre la política económica de la zona del euro, COM(2016) 726*, 16 de noviembre de 2016.

3/ Véanse, por ejemplo, discursos recientes de miembros del Comité Ejecutivo y los Comunicados Preliminares del presidente del BCE, por ejemplo: M. Draghi, "*El reto de la productividad en Europa", Centenario de Deusto Business School*, Madrid, 30 de noviembre de 2016, o M. Draghi, "*Introductory statement to the plenary debate of the European Parliament on the ECB's Annual Report 2015*", Estrasburgo, 21 de noviembre de 2016.

4/ El indicador global *Doing Business* es una agregación de diez subindicadores: apertura de una empresa, obtención de permisos de construcción, obtención de electricidad, registro de la propiedad, obtención de crédito, protección de los inversores minoristas, pago de impuestos, comercio transfronterizo, cumplimiento de contratos y resolución de insolvencias. Los subindicadores también son una agregación de varios indicadores.

5/ Véase el informe *Doing Business Report 2017*.

6/ El Índice de Competitividad Global analiza el entorno de competitividad de 138 economías con arreglo a una escala de 1 (peor) a 7 (mejor), y proporciona información sobre los factores determinantes de la productividad y la prosperidad. El índice integra más de 100 variables, combinando los aspectos macroeconómicos y microeconómicos/empresariales de la competitividad en un solo índice. Además, el índice es una agregación de 12 pilares (subindicadores), pero en este recuadro solo se presenta el índice agregado.

7/ Se ha de observar que el Índice de Competitividad Global corrige el efecto del PIB per cápita. Por consiguiente, cabe esperar que los países con un PIB per cápita más elevado tengan, en promedio, un entorno más competitivo, por lo que la recuperación económica ayuda a los países a obtener una puntuación mejor en el indicador.

8/ Véase también el artículo titulado "*Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU*", *Boletín Económico, BCE*, número 5, 2016.

9/ Véase D. Aboala, N. Noya y A. Rius, "*Contract Enforcement and Investment: A Systematic Review of the Evidence", World Development*, volumen 64, páginas 322–338, 2014, diciembre, para un análisis detallado de la literatura sobre esta materia.

10/ Véase, por ejemplo, C. Gust y J. Márquez, "*International comparisons of productivity growth: the role of information technology and regulatory practices", Labour Economics*, volumen 11, número 1, páginas 33–58, 2004, febrero.

Fuente de información:
http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1608-1.pdf
http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1608-2.pdf

Evolución de las finanzas públicas de la Zona del Euro (BCE)

El 22 de diciembre de 2016, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Económico. A continuación se presenta el apartado de la *Evolución de las finanzas públicas de la Zona del Euro* contenido en el Boletín.

Según las proyecciones, durante el período 2016-2019, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas y las proporciones de deuda de la zona del euro se mantendrán en una senda descendente. Se espera que la orientación de la política fiscal de la zona sea expansiva en 2016 y que pase a ser prácticamente neutral en 2017-2019. La reducción de la deuda se sostendrá fundamentalmente en un diferencial favorable entre crecimiento y tasas de interés, a tenor de las mejores condiciones cíclicas y de las bajas tasas de interés. Algunos países disponen de margen de maniobra fiscal que podría utilizarse para respaldar el crecimiento. En el caso de los países con altos niveles de deuda, es necesario realizar esfuerzos de consolidación adicionales en consonancia con las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) a fin de que su proporción de deuda pública se sitúe en una firme senda descendente.

A tenor de las proyecciones, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro seguirá disminuyendo gradualmente a lo largo del horizonte de proyección. Con arreglo a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016[7], se espera que el déficit presupuestario descienda desde el 2.1% del PIB en 2015 hasta el 1.2% en 2019 (véase cuadro siguiente). Las estimaciones para 2016 señalan los menores pagos por intereses y un componente cíclico favorable como los principales determinantes de la reducción del déficit. La caída de los pagos por intereses, unas condiciones cíclicas positivas y el superávit primario seguirán contribuyendo a que el déficit continúe reduciéndose en el período

[7] Véanse las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016, disponibles en: ecbstaffprojections201612.

2017-2019. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2016, las perspectivas de las finanzas públicas básicamente no se han modificado[8].

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN LA ZONA DEL EURO
-Porcentaje del PIB-

	2014	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
a. Ingresos totales	46.8	46.5	46.2	46.0	45.8	45.7
b. Gastos totales	49.4	48.5	47.9	47.5	47.3	47.0
De los cuales:						
c. Gasto por intereses	2.7	2.4	2.2	2.0	1.9	1.8
d. Gasto primario (b - c)	46.7	46.1	45.8	45.5	45.4	45.2
Saldo presupuestario (a - b)	-2.6	-2.1	-1.8	-1.6	-1.5	-1.2
Saldo presupuestario primario (a - d)	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-1.9	-1.8	-1.8	-1.7	-1.6	-1.4
Saldo estructural	-1.7	-1.6	-1.8	-1.8	-1.6	-1.4
Deuda bruta	92.0	90.4	89.4	88.5	87.3	85.7
Pro memoria: PIB real (tasas de variación)	1.2	1.9	1.7	1.7	1.6	1.6

Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo. Como las proyecciones tienen en cuenta revisiones recientes de los datos, podrían producirse diferencias con respecto a los datos validados de Eurostat.

FUENTE: Eurostat, BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016.

En 2016 se prevé una orientación expansiva de la política fiscal en la zona del euro y que pase a ser prácticamente neutral en 2017-2019[9]. La orientación expansiva en 2016 es resultado, principalmente, de la adopción de medidas fiscales discrecionales por el lado de los ingresos, como recortes de los impuestos indirectos en algunos países de la zona del euro. Para el período 2017-2019, las proyecciones indican que la orientación de la política fiscal será prácticamente neutral, ya que es probable que las medidas que incrementan el déficit por el lado de los ingresos se vean contrarrestadas por las partidas de gasto público primario con un crecimiento menos dinámico. Estas últimas incluyen, en particular, la remuneración de los asalariados y el gasto en consumo intermedio que,

[8] Aunque los proyectos de planes presupuestarios para 2017 presentados por los países de la zona del euro a mediados de octubre prevén algunos esfuerzos de consolidación adicionales en algunos países, estos esfuerzos no siempre se reflejan íntegramente en las proyecciones de los expertos, ya que las proyecciones solo incluyen las medidas que ya se han adoptado o al menos van a ser adoptadas próximamente por el Parlamento. El proyecto de plan presupuestario actualizado de España se publicó con posterioridad a la fecha de cierre de los datos.

[9] La orientación de la política fiscal se mide como la variación del saldo estructural, es decir, el saldo presupuestario ajustado de ciclo, excluidas las medidas temporales como las ayudas públicas al sector financiero. En el artículo titulado "*The euro area fiscal stance*", Boletín Económico, Número 4, BCE, 2016, se presenta un análisis del concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

según las proyecciones, registrarán un crecimiento inferior al crecimiento tendencial del PIB nominal, mientras que se espera que otras partidas, como la inversión pública, avancen por encima de su crecimiento potencial. Habida cuenta de que es preciso equilibrar las necesidades de estabilización económica, por un lado, y las medidas de consolidación precisas para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en varios países de la zona del euro, por otro, la orientación neutral de la política fiscal en 2017 y posteriormente puede considerarse, en general, adecuada. Las revisiones de las proyecciones de septiembre de 2016 son escasas. Sin embargo, se prevé que, en 2016, la orientación de la política fiscal sea algo menos expansiva de lo esperado anteriormente, debido fundamentalmente a revisiones de los recortes de impuestos anunciados con anterioridad y a ingresos extraordinarios en varios países.

Según las proyecciones, los elevados niveles de deuda pública de los países de la zona del euro continuarán descendiendo. Tras registrar un máximo en 2014, se prevé que la proporción de deuda en relación con el PIB de la zona del euro disminuya gradualmente desde el 90.4% en 2015 hasta el 85.7% para finales de 2019. La reducción de la deuda se sustenta fundamentalmente en un diferencial favorable entre crecimiento y tipos de interés, a tenor de las mejores condiciones cíclicas y de las bajas tasas de interés. Unos superávit primarios reducidos también tienen un impacto positivo en la trayectoria prevista de la deuda. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2016, se espera que la proporción de deuda en relación con el PIB de la zona del euro sea algo más elevada en 2017 y 2018. De acuerdo con las proyecciones, más de la mitad de los países de la zona del euro superarán el valor de referencia del 60% del PIB al final del horizonte de proyección. Además, en algunos países se espera que la proporción de deuda pública siga aumentando durante el horizonte de proyección.

Es necesario realizar esfuerzos de consolidación adicionales, especialmente en los países con elevadas proporciones de deuda en relación con el PIB. Los países con altos niveles de deuda deben situar sus proporciones de deuda pública en una firme senda

descendente, ya que son particularmente vulnerables a nuevos brotes de inestabilidad en los mercados financieros o a un repunte de las tasas de interés. El cumplimiento íntegro del PEC garantizaría la corrección de los desequilibrios presupuestarios y que la deuda siga una trayectoria sostenible. Los países de la zona del euro con margen de maniobra fiscal deberían utilizarlo, por ejemplo aumentando la inversión pública. La realización de esfuerzos para lograr una composición de los presupuestos públicos más propicia al crecimiento beneficiaría a todos los países.

Tras la presentación de los proyectos de planes presupuestarios a mediados de octubre, la Comisión Europea consideró que varios países presentaban riesgos de incumplimiento del PEC. Entre los países sujetos al componente preventivo del Pacto, se determinó que seis corren el riesgo de incumplir las exigencias del PEC, concretamente Bélgica, Italia, Chipre, Lituania, Eslovenia y Finlandia, mientras que entre los países sujetos al componente correctivo, se llegó a la conclusión de que solo España corre el riesgo de incumplirlas. No obstante, pese a que algunos planes presupuestarios distan mucho de acatar las disposiciones del PEC, la Comisión no solicitó la presentación de proyectos actualizados a ningún Estado miembro. Para un análisis más detallado de los proyectos de planes presupuestarios, véase el siguiente recuadro.

La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2017 y la situación presupuestaria de la zona del euro en su conjunto

El 16 de noviembre, la Comisión Europea publicó sus dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2017 de los Gobiernos de la zona del euro[1/], junto con un análisis de la situación presupuestaria de la zona en su conjunto. Los dictámenes incluyen una evaluación de la medida en que los planes presupuestarios cumplen el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), y siguen las orientaciones que figuran en las recomendaciones de política fiscal específicas para cada país formuladas en el contexto del Semestre Europeo 2016 y adoptadas por el

Consejo de Asuntos Económicos y Financieros de la Unión Europea (UE) el 12 de julio de 2016[2/]. Además de estos dictámenes, la Comisión publicó una comunicación titulada "Hacia una orientación presupuestaria positiva para la zona del euro", donde se analizó el papel actual que desempeñan las políticas fiscales en la zona del euro en términos agregados. Este documento cumple el mandato que establece el Reglamento (UE) nº 473/2013 (parte del denominado "*Two-Pack*"), donde se insta a la Comisión a realizar "una evaluación global de la situación presupuestaria y de las perspectivas de la zona del euro en su conjunto basándose en las perspectivas presupuestarias nacionales y su interacción en la zona".

Según la evaluación de la Comisión, que se basa en sus previsiones económicas de otoño de 2016, solo cinco de los 18 proyectos de planes presupuestarios cumplen plenamente el PEC. La Comisión considera que los planes de Alemania, Estonia, Luxemburgo, Países Bajos y Eslovaquia (todos sujetos al componente preventivo del Pacto) "cumplen" el PEC, sin variación con respecto al año anterior, mientras que a su juicio, los proyectos de presupuestos de cinco países solo "cumplen en líneas generales" las exigencias del PEC (véase cuadro siguiente)[3/]: concretamente, los de Irlanda, Letonia, Malta y Austria, que están sometidos al componente preventivo, y Francia, sujeto al componente corrector del PEC (procedimiento de déficit excesivo o PDE). Aunque se prevé que el déficit de Francia caiga por debajo del valor de referencia del 3% del PIB en el plazo fijado en el PDE (2017), no se espera que la corrección del déficit excesivo sea sostenible en vista de la acumulación considerable de incumplimientos en los ajustes estructurales, si se comparan con los compromisos adquiridos en virtud del PEC[4/].

PROYECTOS DE PLANES PRESUPUESTARIOS PARA 2017

	Objetivo presupuestario a mediano plazo (OMP)	Saldo estructural en 2017 (previsiones de otoño de 2016 de la Comisión Europea)	Ajuste estructural real en 2017 (previsiones de otoño de 2016 de la Comisión Europea)	Compromiso de ajuste estructural en 2017 con arreglo al PEC (puntos porcentuales)
Cumplimiento del PEC				
Alemania	-0.5	0.4	-0.2	en el OMP
Estonia*	0.0	-0.2	-0.8	en el OMP
Luxemburgo	-0.5	0.4	-1.5	en el OMP
Países Bajos	-0.5	-0.2	0.3	en el OMP
Eslovaquia	-0.5	-1.4	0.6	0.5
Cumplimiento del PEC en líneas generales				
Irlanda 1/	-0.5	-1.0	0.7	0.6
Letonia* 1/	-1.0	-1.7	-0.2	-0.2
Malta 1/	0.0	-0.7	0.4	0.6
Austria* 1/	-0.5	-0.9	0.1	-0.1
Francia (plazo fijado en el PDE: 2017) 2/	-0.4	-2.3	0.2	0.9
Riesgo de incumplimiento del PEC				
Bélgica 3/	0.0	-2.0	0.7	0.6
Italia 3/	0.0	-2.2	-0.5	0.6
Chipre* 3/	0.0	-1.3	-1.4	-0.4
Lituania* 3/	-1.0	-1.4	-0.4	-0.2
Eslovenia 3/	0.25	-2.3	-0.2	0.6
Finlandia* 3/	-0.5	-1.6	-0.3	0.6
Portugal (plazo fijado en el PDE: 2016)	-0.25	-2.4	0.0	0.6
España (plazo fijado en el PDE: 2018)	0.0	-3.8	0.0	0.5

Nota: * Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Austria y Finlandia han solicitado flexibilidad en el marco del PEC (en especial, en lo que respecta a reformas estructurales, inversión y pensiones).

1/ Por lo que se refiere a los países sujetos al componente preventivo del PEC, los proyectos de planes presupuestarios "cumplen en líneas generales" las disposiciones del PEC si, con arreglo a la previsión de la Comisión, el plan puede dar lugar a una ligera desviación con respecto al OMP o de la senda de ajuste hacia su consecución, pero el grado de incumplimiento de la exigencia no representaría una desviación significativa con respecto al ajuste requerido. Las desviaciones de los objetivos fiscales en el contexto del componente preventivo se clasifican como "significativas" si superan el 0.5% del PIB un año o el 0.25% del PIB, en promedio, dos años consecutivos. Al mismo tiempo, se determina que los Estados miembros respetan "en su caso" el valor de referencia de reducción de la deuda.

2/ En el caso de los países sujetos a un PDE, la Comisión considera que los proyectos de planes presupuestarios "cumplen en líneas generales" las disposiciones del PEC si, con arreglo a la previsión de la Comisión, los objetivos de déficit se alcanzarán pero el esfuerzo fiscal será notablemente insuficiente en relación con el objetivo recomendado, poniendo en riesgo el cumplimiento de la recomendación formulada en el contexto del PDE.

3/ En el marco del componente preventivo, la Comisión concluye que los proyectos de planes presupuestarios corren "riesgo de incumplimiento del PEC" si la previsión de la Comisión contempla una desviación significativa con respecto al OMP o de la senda de ajuste hacia su consecución en 2017, o riesgo de incumplimiento del valor de referencia de reducción de la deuda "cuando sea el caso". La Comisión considera que los países sometidos a un PDE corren "riesgo de incumplimiento" si la previsión de la Comisión para 2017, sujeta a confirmación ex post, podría llevar al endurecimiento del PDE porque se prevé que no se logren el esfuerzo fiscal recomendado ni el objetivo de déficit fijado en la Recomendación.

FUENTE: Comisión Europea y AMECO.

Aunque algunos planes presupuestarios distan mucho de cumplir las disposiciones del PEC, a finales de octubre, la Comisión no había solicitado a ningún Estado miembro un plan actualizado, dado que no se satisfacía el criterio de

incumplimiento especialmente grave de conformidad con el Reglamento (UE) nº 473/2013. No obstante, según la Comisión, los proyectos de planes presupuestarios de ocho países plantean un "riesgo de incumplimiento" del PEC. Este dato contrasta con los cinco países que se incluyeron en esta categoría en la evaluación del año anterior. En el contexto del componente corrector del PEC, el grupo identificado este año incluye Portugal y España [5/], cuyo plazo fijado en el PDE es 2016 y 2018, respectivamente. Se considera que ambos países han adoptado medidas eficaces en 2016 en respuesta a las notificaciones enviadas el 2 de agosto donde se les instaba a tomar medidas adicionales con arreglo al artículo 126, apartado 9, del Tratado del Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE). Al mismo tiempo, las previsiones para 2017 señalan que los esfuerzos estructurales serán significativamente insuficientes, si bien las autoridades españolas presentaron antes del 15 de octubre un proyecto de plan presupuestario que no contemplaba cambios en las políticas y se comprometieron a presentar un plan actualizado que cumpla plenamente el PEC en la reunión del Eurogrupo del 5 de diciembre [6/].

En el grupo de países sujetos al componente preventivo se incluyen seis Estados miembros. Las previsiones para Bélgica, Italia, Chipre y Eslovenia indican que la mejora del saldo estructural con respecto al objetivo presupuestario a mediano plazo (OMP) específico para cada país distará significativamente de cumplir los requisitos, es decir, se desviará en más de 0.5 puntos porcentuales del PIB. Esta evaluación no cambiaría aunque se concediese posteriormente la flexibilidad en el marco del PEC que han solicitado algunos Gobiernos en sus proyectos de planes presupuestarios. Los otros dos países del grupo son Lituania y Finlandia, para los cuales la insuficiencia en los esfuerzos estructurales para alcanzar el OMP se mantendría por debajo del umbral que se considera significativo, incluso si posteriormente se les otorgase la flexibilidad solicitada. La Comisión evaluará en la primavera de 2017 la posibilidad de admitir que los países se desvíen de la senda

de ajuste hacia la consecución del OMP, de acuerdo con las disposiciones del PEC en materia de flexibilidad.

En el caso de Italia y Bélgica, los dictámenes de la Comisión implican que deja de aplicarse el cumplimiento del componente preventivo como factor atenuante cuando se evalúa su (in)cumplimiento de la regla sobre la deuda. El 5 de diciembre, el Eurogrupo señaló que "en vista del incumplimiento prima facie del valor de referencia para la reducción de la deuda, la Comisión publicará un nuevo informe con arreglo al artículo 126, apartado 3, del TFUE" para ambos países. En cuanto a Italia, la Comisión había previsto inicialmente revisar en noviembre su evaluación de los factores relevantes en un nuevo informe basado en el proyecto de plan presupuestario para 2017[7/].

Los proyectos de planes presupuestarios apuntan a una orientación de la política fiscal prácticamente neutral para la zona del euro en 2017, de modo que se logra un equilibrio entre las necesidades agregadas de estabilización y de sostenibilidad. En líneas generales, el concepto de la orientación general de la política fiscal de la zona del euro supone una aportación útil para los debates sobre políticas y los análisis económicos a escala de la zona del euro, donde la política monetaria única se complementa con políticas fiscales nacionales[8/]. Sin embargo, no representa una restricción legalmente vinculante para los Estados miembros, que siguen estando obligados a cumplir el PEC. Tomando en consideración la comunicación de la Comisión sobre una orientación de la política fiscal adecuada para la zona del euro, el 5 de diciembre, el Eurogrupo subrayó "la importancia de un equilibrio adecuado entre la necesidad de asegurar la sostenibilidad y la necesidad de apoyar la inversión para fortalecer la frágil recuperación". El Eurogrupo recordó también que, en julio, los ministros de Finanzas de la zona del euro habían concluido que la orientación de la política fiscal prácticamente neutral en 2017 representaba un equilibrio apropiado.

Al mismo tiempo, la orientación de la política fiscal prácticamente neutral refleja una composición subóptima por países, como también observó la Comisión. Por un lado, un número considerable de países de la zona del euro deben intensificar sus esfuerzos estructurales para cumplir el PEC. Por otro, algunos países están superando sus OMP y, por consiguiente, disponen de margen de maniobra fiscal. En este sentido, en la declaración del Eurogrupo se recuerda que "estos Estados miembros podrían utilizar su situación presupuestaria favorable para impulsar aún más su demanda interna y su potencial de crecimiento [...], y respetar a la vez el OMP [...]"[9/].

De cara al futuro, un mecanismo fiscal adecuado favorecería la consecución de los objetivos en materia de política presupuestaria a nivel agregado de la zona del euro. En el informe de los cinco presidentes [10/], publicado en junio de 2015, se recomienda reforzar el marco institucional de la Unión Económica y Monetaria (UEM) con un mecanismo fiscal para la zona del euro, esto es, con un aumento de la capacidad de estabilización automática cuando existan grandes perturbaciones macroeconómicas. En el informe se hace hincapié en el hecho de que el "objetivo de la estabilización automática a escala de la zona del euro no consistirá en ajustar activamente el ciclo económico, sino en mejorar el modo de amortiguar las grandes perturbaciones macroeconómicas". En este contexto, el informe pone de relieve que cualquier avance hacia la mutualización de riesgos dentro de la zona del euro "debería ser la culminación de un proceso que exige, como condición previa, un grado significativo de convergencia económica, integración financiera y mayor coordinación y centralización de la toma de decisiones sobre los presupuestos nacionales, acompañado de un fortalecimiento acorde de la rendición de cuentas democrática"[11/].

A falta de este tipo de mecanismos y en vista de las reglas fiscales de la UE, la composición de los presupuestos nacionales sigue siendo la herramienta

fundamental para respaldar la actividad económica. A este respecto, la Comisión considera que "los proyectos de planes presupuestarios solo prevén cambios muy limitados en la composición de las finanzas públicas en 2016-2017 para la zona del euro en su conjunto". Así pues, el 5 de diciembre el Eurogrupo reconoció también que existía "margen para adoptar decisiones que estimulen en mayor medida el crecimiento" dentro de los presupuestos públicos, y reafirmó la importancia de reducir la carga fiscal sobre el trabajo, así como las ventajas que suponen las revisiones bien diseñadas del gasto público.

En marzo de 2017, el Eurogrupo volverá a evaluar los compromisos adquiridos por los países, basándose en las previsiones de invierno de 2017 de la Comisión Europea. En diciembre de 2016, recalcó que "deben aplicarse políticas fiscales que cumplan plenamente el PEC".

1/ En los proyectos de planes presupuestarios se excluyen los de los países de la zona del euro que están sujetos a un programa de asistencia financiera, como es el caso de Grecia.
2/ Véase el recuadro titulado "*Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo 2016*", Boletín Económico, número 4, BCE, junio de 2016.
3/ La información relativa a los criterios de evaluación se puede consultar en las notas que acompañan el cuadro.
4/ Según las previsiones económicas de otoño de 2016 de la Comisión Europea, el ajuste estructural será del 0.6% del PIB acumulado durante el período 2015-2017, mientras que en la recomendación formulada en 2015 por el Consejo en el contexto del PDE con respecto a Francia se recomienda el 2.2% del PIB.
5/ Dado que España y Lituania presentaron proyectos de planes presupuestarios que no contemplaban cambios en las políticas —porque no se había formado un nuevo Gobierno tras la celebración de las elecciones—, se les ha solicitado que presenten planes actualizados lo antes posible. El 9 de diciembre, el Consejo de Ministros de España aprobó el proyecto de plan presupuestario para 2017, que prevé un déficit del 3.1% y una mejora de la proporción de déficit estructural del 0.5%, en consonancia con los compromisos adquiridos en el contexto del PDE.
6/ Véase http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/dbp/2016/assessement_pt_es_en.pdf.
7/ Para obtener información más detallada, véase http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-16-1727_de.htm.
8/ Para consultar un análisis de las dificultades que conlleva la evaluación de la orientación de la política fiscal, véase el artículo titulado "*La orientación de la política fiscal de la zona del euro*", Boletín Económico, número 4, BCE, junio de 2016.
9/ Ahora bien, el PEC es asimétrico en la medida en que los países cuyos esfuerzos estructurales son insuficientes para cumplir los compromisos adquiridos deben garantizar el cumplimiento, mientras que los países con margen de maniobra fiscal no están obligados a utilizarlo.
10/ Véase https://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report_en.pdf.
11/ Asimismo, el Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas (FEIE), creado en 2015, podría posiblemente contribuir a la reducción de las disparidades regionales existentes en la UE. Según una propuesta conjunta

de la Comisión y del Banco Europeo de Inversiones, esto forma parte de la orientación estratégica del FEIE (para obtener información detallada, véase la página 4).

Fuente de información:
http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1608-1.pdf
http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1608-2.pdf

Nuevo concepto, vieja realidad (FMI)

En diciembre de 2016, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó en su revista trimestral *Finanzas & Desarrollo* el artículo *Nuevo concepto, vieja realidad*. A continuación se presenta su contendio.

Globalización es un término reciente, pero la internacionalización de mercados, personas, ideas y culturas no es nada nuevo.

La globalización genera reacciones dispares. Y si bien casi todos coinciden en que hoy día se está llevando a cabo una rebelión contra la globalización, muchos consideran que, en lo esencial, el proceso es inevitable e irreversible.

¿Es esto cierto? Un repaso a la historia nos ayuda a entender la dinámica de las rebeliones contra la globalización, el movimiento internacional de dinero, bienes, personas, ideas, tecnologías y culturas.

El término globalización, en su acepción moderna, fue acuñado en los años setenta para describir la internacionalización de los mercados, especialmente los financieros, tras los aumentos del precio del petróleo de esa década, pero refleja una realidad de muy larga data. El reciente período de globalización que parecía ascendente, al menos hasta la crisis financiera mundial, es apenas uno más —con sus muchas oscilaciones— a lo largo de la historia.

La crisis financiera mundial nos enseñó que es engañoso, y peligroso, basarse en el análisis de las "tendencias" económicas calculadas simplemente extrapolando los datos de un período corto. No sabemos cuán inusuales o excepcionales son dichos datos. Tampoco tenemos conciencia de la compleja naturaleza de la interconexión mundial. Así, el shock de la inesperada crisis generó un nuevo interés en observar tendencias calculadas a partir de períodos mucho más largos, que pueden poner de manifiesto vulnerabilidades que nos ayudan a descubrir cómo deberíamos ajustar el marco institucional para que la globalización sea más estable, menos peligrosa y más justa.

Globalizaciones del pasado

Describir el muy dinámico comercio mundial de la segunda mitad del siglo XIX y principios del XX ahora es una parte estándar del repertorio de los historiadores de la economía (O'Rourke y Williamson, 1999). Pero de ningún modo fue el único episodio de globalización. Pruebas arqueológicas indican el alcance mundial del comercio durante el imperio romano, cuando se empleaba la moneda romana en lugares tan distantes de la Ciudad Eterna como las regiones costeras de Sri Lanka y Vietnam. Luego hubo numerosas expansiones del comercio y las finanzas mundiales. En muchas de estas, se revivieron ideas de la antigüedad clásica y de la época de la globalización romana (y de su dominio mundial), como en el caso de la recuperación económica de fines del siglo XV y principios del XVI (contexto económico del renacimiento) o del siglo XVIII, durante el cual la mejora de la tecnología y una mayor facilidad de comunicación allanaron el camino a los imperios mundiales (británico y francés).

La tecnología y la globalización están íntimamente ligadas: incluso podríamos describir el fenómeno como "tecnobalización". La máquina de vapor impulsó la interconexión mundial del siglo XIX. El ferrocarril abrió nuevos continentes y permitió a los granjeros producir alimentos básicos para mercados remotos. Luego, el barco de vapor unió continentes y la notable reducción de los costos del transporte estimuló la integración

de mercados. La coordinación del transporte exigió información unificada, y el telégrafo —que en 1865 logró atravesar océanos con el tendido del primer cable transatlántico estable— pudo trasmitir la información que los mercados necesitaban saber.

Gracias a la tecnología de las comunicaciones —en este caso, la difusión de la imprenta y el periódico— la gente también pudo saber más sobre otros países y comparar las duras realidades de su lucha diaria por la existencia con el mítico El Dorado de abundancia y felicidad. La gente estaba preparada para afrontar las penurias de efectuar viajes precarios y, con un toque de realismo, a menudo consideró que la tierra prometida no se materializaría, pero constituiría una posibilidad real para sus hijos.

Válvulas de seguridad

Pero la migración es más que la búsqueda de una vida mejor. En términos más amplios, puede actuar como válvula para liberar la presión social en los países de origen. La migración fue una respuesta a los problemas ocasionados por los cambios tecnológicos —así como por los de los procesos comerciales— que volvieron redundantes categorías completas de la actividad económica. Al emigrar, la gente se forjó nuevas vidas y nuevas oportunidades.

En el caso de la globalización del siglo XIX, la emigración desde la paupérrima periferia de Europa (Europa Oriental y Mediterránea y Escandinavia) incrementó los ingresos. Especialmente en el caso de los escandinavos, el aumento de la prosperidad fue extraordinario. De mediados del siglo XIX a principios del siglo XX, 30 millones de personas emigraron de Europa a Estados Unidos de Norteamérica; unos 6.5 millones fueron a Argentina y 5 millones a Canadá. El porcentaje de extranjeros en la población estadounidense fue mayor en las vísperas de la Primera Guerra Mundial que el de hoy día.

El economista Albert Hirschman describió la dinámica política de la emigración, que sin duda refleja, en parte, su huida de la persecución política y racial de la Alemania nazi (Hirschman, 1970). Cuanto más fácil es el traslado (salida), menor es el compromiso con la sociedad política del país de origen (lealtad) y menos apremiante la necesidad de expresar ideas (opinar). Al cerrarse la salida, crece la necesidad de opinar.

La dinámica de los países receptores es opuesta. La inmigración genera lealtad, pero también dinamismo económico. Buena parte del espíritu empresarial estadounidense —como lo subrayó el difunto Thomas McCraw— demuestra la creatividad de los inmigrantes.

A veces las válvulas de seguridad desvían los flujos e inundan otros sitios: esto hace muy impopular la inmigración. La reacción contra la globalización a menudo afecta la válvula de seguridad que precede a la migración, que al parecer es lo que está sucediendo hoy día en muchos países.

Retrocesos

La reacción violenta contra la globalización puede explicarse por varios motivos históricos. En primer lugar, está la mera reacción psicológica ante lo desconocido. La gente se harta de la interacción; se aleja de lo extranjero y busca protegerse de las amenazas mundiales y de la devastación.

La temática del comercio de larga distancia a menudo se ha transformado en la denuncia de lujos superfluos.

Tanto el filósofo Aristóteles de la antigua Grecia como su sucesor cristiano medieval Tomás de Aquino reconocieron la necesidad de intercambiar algunos productos con sitios remotos, pero consideraban más moral la producción local pues creían que los extranjeros perturbarían la vida cívica (Irwin, 1996). El filósofo romano Plinio el Viejo se quejaba de que Roma se desangraba con las costosas importaciones de lujos

superfluos provenientes de India, China y la península arábiga, y el poeta Sexto Propercio se quejaba de que la orgullosa Roma se hundía por su riqueza. El teólogo Martín Lutero, influyente figura de la Reforma Protestante, despotricaba contra los lujosos productos italianos que socavaban la producción alemana. La revolución estadounidense también comenzó con una especie de revuelta contra la globalización: contra los impuestos británicos, pero también contra un producto suntuario (el té) de empresas multinacionales inglesas.

La reacción contra la migración también incluyó el nativismo. En 1882, el Congreso estadounidense aprobó la Ley de exclusión de chinos, que prohibía la inmigración de trabajadores chinos (y exigía que todas las personas chinas presentaran al llegar un certificado que declarara su profesión). Esta ley finalmente se revocó en 1943. También se aprobaron proyectos de ley que limitaban la inmigración en general, y que hasta la Primera Guerra Mundial normalmente fueron vetados por el presidente.

La historia aporta una segunda explicación histórica: *la globalización colapsa durante las crisis financieras*. Las finanzas constituyen el más volátil de los vínculos internacionales. La globalización amplifica la magnitud de las crisis financieras. Una conclusión de la historia económica es que durante el período de integración del patrón oro del siglo XIX, fluyó más capital entre los países que durante la limitada interconexión financiera de las dos décadas posteriores a la Segunda Guerra Mundial. Pero también hubo más crisis bancarias bajo el patrón oro. En particular, las grandes crisis financieras de 1907 y 1929 provocaron un nuevo nacionalismo, y se culpó a los extranjeros y a su influencia por las crisis financieras.

Una tercera hipótesis es *que la volatilidad o el colapso de las finanzas inducen el debate sobre el funcionamiento del sistema internacional* y la mayor sensibilidad a la dinámica del poder en el escenario mundial. La crisis de 1907 deja enseñanzas importantes sobre el impacto de las crisis financieras y sobre la forma en que las finanzas pueden cambiar

las políticas. Tras 1871, el sistema financiero mundial giraba principalmente en torno al Reino Unido y a Londres en particular. El pánico de octubre de 1907 demostró a las nuevas potencias industriales en veloz crecimiento, sobre todo Alemania y Estados Unidos de Norteamérica, la conveniencia de movilizar el poder financiero. Inequívocamente, la crisis se originó en Estados Unidos de Norteamérica, donde una gran demanda de efectivo provocó un alza de las tasas de interés que atrajo importaciones de oro. Pero también causó un fuerte aumento de las tasas de interés en otras regiones, que afectó mucho a los bancos de Egipto, Italia, Suecia e incluso Alemania, o sea, a nivel casi universal.

La experiencia de 1907 convenció a algunos financistas estadounidenses de que Nueva York debía crear un sistema de negociación capaz de manejar valores para financiar el comercio con la misma flexibilidad del mercado maduro y desarrollado de Londres (Broz, 1997; Eichengreen y Flandreau, 2010). Paul Warburg, inmigrante alemán, fue el principal impulsor de la creación de un mercado de aceptaciones estadounidense (donde se negociarían instrumentos de corto plazo, normalmente empleados para financiar importaciones y exportaciones). Warburg jugó un papel protagónico en el diseño de la Reserva Federal, el banco central de Estados Unidos de Norteamérica. Su hermano mayor, Max Warburg, fue un destacado banquero hamburgués y asesor personal del autócrata Kaiser Guillermo II. Desde ambas márgenes del Atlántico, estos dos hermanos banqueros impulsaron enérgicamente la creación de instituciones germano-estadounidenses que ofrecieran una alternativa al monopolio industrial y financiero británico.

Estaban convencidos de que año tras año Alemania y Estados Unidos de Norteamérica se estaban robusteciendo y de que el poder británico estaba disminuyendo. Cuarto, *las conexiones mundiales se destruyen por las guerras que surgen de las tensiones resultantes de un panorama geopolítico alterado por la globalización y también en respuesta a las vulnerabilidades y la interdependencia estratégica*. Una tradición

proveniente del pensador jurídico y filósofo político francés Montesquieu considera que el comercio engendra la paz. John Bright y Richard Cobden, dos grandes librecambistas británicos del siglo XIX, plantearon el mismo argumento. La más famosa explicación sobre la "idea de paz" —fuerzas económicas intangibles están anulando la fuerza de las armas— proviene del libro de Norman Angell, "La Gran Ilusión" (1913). Angell procuraba mostrar cómo la naturaleza del gobierno y del imperio había cambiado a consecuencia de la interdependencia económica. Vio en esto una diferencia fundamental con respecto al imperialismo del modelo romano, que se basaba en la extracción de tributos a poblaciones sometidas. "Roma no tenía que crear mercados y buscar dónde emplear su capital. Nosotros sí".

Pero la interdependencia permitió emplear la amenaza de la perturbación sistémica como instrumento de la política de poder (Lambert, 2012). La complejidad de las redes en un mundo globalizado y la forma en que pueden emplearse para propagar influencia las convierte en un instrumento ideal de la lucha de poderes. Asimismo, las estrategias que utilizan el poder de las redes no son sencillas: la amenaza de perturbación puede volverse fácilmente en contra de su originador. En la Primera Guerra Mundial, todos los bandos experimentaron con la perturbación estratégica. El Reino Unido comenzó la guerra con un importante bloqueo y en 1917, Alemania lanzó una guerra submarina incondicional, pero en ambos casos la estrategia resultó contraproducente. Claro que para entonces ya era demasiado tarde.

Enseñanzas de la globalización

En cada etapa del ciclo de globalización, tendemos a extrapolar en base a los hechos actuales y a pensar que esta fase concreta será eterna, ya sea la recuperación que infunde confianza o el estancamiento y enfado que genera la contracción. Entonces, un quiebre en la tendencia al alza genera una profunda desorientación y desilusión.

Tras el desastre de la reciente crisis financiera mundial, una lógica similar a la de hace un siglo impulsó a los banqueros alemanes y estadounidenses no solo a querer reformar sus instituciones financieras, sino también a pensar en un nuevo perfil financiero y económico del mundo. Si bien Estados Unidos de Norteamérica fue el epicentro original de la crisis financiera de 2007–2008, se repuso mejor que otras zonas industriales avanzadas por la profundidad y sofisticación de su sistema financiero. La experiencia indujo un amplio debate en Europa y Asia sobre las formas de emular la sofisticación y solidez del sistema estadounidense, tal como los alemanes y estadounidenses procuraron aprender del modelo de Londres y del Banco de Inglaterra tras la crisis de 1907.

Al igual que hace un siglo, distintas partes del mundo se centraron en las diversas lecciones que dejó la inestabilidad. Para las autoridades chinas, la atención se centró en asignar a su país un papel mucho más importante en el financiamiento del comercio, con un veloz aumento de la proporción del comercio exterior denominado en renminbi. Los chinos están reproduciendo su versión del debate estadounidense de fines del siglo pasado sobre el uso de las aceptaciones comerciales de Nueva York en lugar de las de Londres.

Una enseñanza para los europeos es la necesidad de un activo más seguro y un mejor mercado para los bonos públicos, lo que implicaría pasar a un título europeo normalizado que se asemejara al bono del Tesoro de Estados Unidos de Norteamérica. Esto es el equivalente del debate alemán de hace un siglo tras la crisis de 1907. Muchos economistas europeos, así como extranjeros, ven la virtud de la precoz experiencia estadounidense, cuando el padre fundador Alexander Hamilton construyó la nueva república en torno a una deuda nacional consolidada. Pero un título normalizado exige cambios constitucionales y de la política interna de la Unión Europea que pueden ser difíciles de contemplar, al igual que el desarrollo pleno del mercado de deuda alemán de principios del siglo XX habría exigido una constitucionalización mucho más amplia.

Juego de suma cero

Para algunos países, parece que la lección fundamental de la crisis de 2008 es que el mundo es, por naturaleza, un lugar de conflicto y que las grandes potencias están haciendo un juego de suma cero en una lucha por la hegemonía (Rachman, 2011). No sorprende que los objetivos de esta intensa diplomacia financiera busquen alternativas al dólar y al sistema financiero internacional. Como respuesta inmediata a la crisis financiera, el Presidente ruso Vladimir Putin, al hablar en Sochi en septiembre de 2008, resucitó notoriamente las críticas francesas de los años sesenta sobre el exorbitante privilegio del dólar estadounidense, debido a que por su condición de moneda de la reserva mundial no está sujeta a las mismas limitaciones del mercado que otras divisas. Es difícil explicar la postura de Putin después de 2008 más que como el reflejo de las enseñanzas que le dejó la crisis de 2008, que en aquel momento parecía ser la vulnerabilidad de Estados Unidos de Norteamérica. Una importante característica del acuerdo de 2014 entre China y Rusia sobre el gas fue que las ventas no estaban expresadas en dólares, lo que satisfizo el deseo de China de incrementar el protagonismo del renminbi y la meta rusa de reducir la dependencia del dólar en el comercio internacional. Las migraciones también aumentan tras las crisis financieras y las guerras y conflictos destructivos.

Una visión de esperanza

En 1944, durante la sesión inaugural de la conferencia monetaria internacional de Bretton Woods, el entonces Secretario del Tesoro de Estados Unidos de Norteamérica Henry Morgenthau manifestó su visión: “Espero que esta conferencia centre su atención en dos axiomas económicos básicos. El primero es: la prosperidad no tiene límites fijos. No es una sustancia finita a reducir mediante la división. Al contrario: cuanta más prosperidad tengan otras naciones, más la tendrá cada nación para sí misma… El segundo axioma es corolario del primero. La prosperidad, como la paz, es

indivisible. No podemos permitirnos desperdigarla aquí o allá o entre los afortunados, o gozarla a expensas de otros".

El término francés "globaliser" tiene un significado bastante distinto al del inglés (cuando los franceses hablan de globalización, generalmente usan el término "mondialisation"). "Globaliser" significa establecer nexos entre diversas áreas temáticas: seguridad y economía, por ejemplo, o más en general entre la evaluación de distintos tipos de riesgos. Al finalizar la Segunda Guerra Mundial, al idear un nuevo orden para la paz, las Naciones Unidas y las instituciones económicas multinacionales fueron diseñadas con una simetría deliberada: los cinco estados más poderosos fueron los cinco miembros permanentes del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas. También tenían las cinco cuotas más grandes, y sillas permanentes en el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional. Pero los sistemas políticos y económicos se separaron cuando la Unión Soviética no ratificó los acuerdos de Bretton Woods y la Revolución Comunista dejó inicialmente a la pequeña República de China (Taiwán) la silla en el FMI. Recién en 1980 la República Popular China pasó a ocupar esa silla.

La visión de 1944–1945 se limitaba a los vínculos entre los asuntos políticos y económicos. Pero la subsiguiente separación de los ámbitos económico y político dificultó o imposibilitó resolver los problemas de dichos ámbitos. Para resolverlos debe revivirse el espíritu que reinaba al final de la Segunda Guerra Mundial a los efectos de elaborar un acuerdo institucional que cuente no solo con los medios técnicos para suavizar el golpe de las crisis financieras, sino que además pueda unir a los países en un acuerdo más general sobre formas de proceder en común.

Fuente de información:
http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2016/12/pdf/james.pdf

España: Declaración Final de la Misión De la Consulta del Artículo IV de 2016 (FMI)

El 13 de diciembre de 2016, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó el documento "España: Declaración Final de la Misión de la Consulta del Artículo IV de 2016" a continuación se presenta la información.

En una Declaración final se describen las conclusiones preliminares del personal técnico del FMI al término de una visita oficial (o 'misión'), realizada en la mayoría de los casos a un país miembro. Las misiones se llevan a cabo ya sea como parte de consultas periódicas (por lo general anuales) dentro del marco del Artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI, en el contexto de una solicitud de uso de los recursos del FMI (es decir, un préstamo del FMI), como parte de las conversaciones sobre programas supervisados por el personal, o como componente de otros estudios de la situación económica que lleva a cabo el personal.

Las autoridades han otorgado su consentimiento a la publicación de esta declaración. Las opiniones expresadas en esta declaración son las del personal técnico del FMI y no representan necesariamente las del Directorio Ejecutivo. Sobre la base de las conclusiones preliminares de esta misión, el personal técnico elaborará un informe que, una vez aprobado por la Gerencia, será presentado al Directorio Ejecutivo del FMI para debate y decisión.

La economía española ha continuado con su impresionante recuperación y vigorosa generación de empleo. Las reformas emprendidas y las medidas adoptadas para aumentar la confianza han surtido efecto, y, junto con vientos de cola externos y la relajación fiscal, han impulsado la fuerte recuperación de los últimos dos años. Es fundamental, por lo tanto, preservar lo que se ha logrado con las reformas, pero España debe avanzar más para mantener su dinamismo económico. La reducción de las

vulnerabilidades y de las debilidades estructurales que aún existen es esencial. La atención inmediata debe centrarse en reiniciar una consolidación fiscal gradual con el fin de situar el alto volumen de deuda pública en una firme trayectoria descendente, reducir el elevado desempleo estructural y de larga duración y elevar el lento crecimiento de la productividad de las numerosas pequeñas y medianas empresas españolas.

Perspectivas y riesgos para la economía

La recuperación es sólida y los desequilibrios se están reduciendo. El rebrote del consumo privado, de las exportaciones y de la inversión, ayudado por las reformas aplicadas, sigue siendo el principal motor del crecimiento. Este también se ha visto beneficiado por impulsos favorables, tales como la política monetaria acomodaticia del Banco Central Europeo y la relajación fiscal. Pese a un prolongado período de incertidumbre política interna, el crecimiento del PIB real y la generación de empleo siguen estando muy por encima de la media de la zona del euro. Se prevé que la cuenta corriente registre su cuarto año consecutivo de superávit, contribuyendo así al proceso actual de reequilibrio de la economía. Los balances del sector privado, incluidos los del sistema bancario, han seguido mejorando, se ha incrementado el acceso al crédito y los precios del sector inmobiliario han repuntado.

Pese a los notables avances, el ajuste sigue siendo incompleto y persisten debilidades estructurales. Concretamente, el desempleo, especialmente el de larga duración y el juvenil, sigue siendo muy elevado, y está extendida la utilización de contratos temporales en las nuevas contrataciones. Por otra parte, debido a la alta deuda pública, al sobreendeudamiento persistente en algunos ámbitos del sector privado y a la abultada posición de inversión internacional neta negativa, la economía continúa siendo vulnerable a las perturbaciones económicas.

Las reformas introducidas en España siguen dando frutos, pero es necesario profundizar en ellas para mantener un crecimiento sólido y buenas perspectivas para el empleo a medio plazo. Concretamente, la moderación salarial y una mayor flexibilidad del mercado laboral han contribuido a que la economía española recupere competitividad y genere empleo a buen ritmo. Gracias a ello y a otros vientos de cola, la tasa de crecimiento de la economía en 2015 fue de un vigoroso 3.2%, y se prevé el mismo incremento para 2016. Sin embargo, como se espera que empiece a disiparse el impulso que suponen los precios del petróleo más reducidos, la debilidad del euro y el estímulo fiscal, se prevé que el crecimiento del PIB real el año que viene se modere hasta el 2.3%. A medio plazo, y debido a que España seguirá enfrentándose especialmente a un débil crecimiento de la productividad y a un desempleo estructural elevado, las perspectivas de crecimiento seguirán desacelerándose. Las reformas aplicadas han atenuado esta tendencia y son prueba de que, con medidas estructurales adicionales, se pueden mejorar las perspectivas de crecimiento a medio plazo.

Política fiscal: Vuelta a una consolidación favorable al crecimiento incluyente

Con la vuelta a una consolidación fiscal estructural gradual pero sostenida se garantizaría una firme trayectoria a la baja de la deuda. Si bien el déficit público ha seguido reduciéndose, por segundo año consecutivo es probable que el déficit sea superior a las previsiones originales, a pesar del fuerte crecimiento económico y de un menor gasto en intereses. Esto supone una relajación estructural de la orientación de la política fiscal en 2015 y 2016. En el futuro, los ajustes, aprovechando las profundas medidas fiscales que se adoptaron entre 2010 y 2013, podrán efectuarse a un ritmo más calibrado, pero deberían ser sostenidos y sustentarse en medidas bien definidas. Con un ajuste fiscal anual del saldo primario estructural de en torno al 0.5% del PIB, se lograría un equilibrio adecuado entre el mantenimiento de la recuperación económica y la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. En ese sentido, las medidas fiscales

adoptadas para 2017 constituyen un paso importante hacia la consecución del objetivo de déficit y la disminución de la deuda pública.

Un ajuste cuidadosamente diseñado puede ser favorable al crecimiento y al empleo. Concretamente, España puede permitirse un aumento de los ingresos. Con una reducción gradual de las exenciones del impuesto sobre el valor añadido, su recaudación se asemejaría más a la de otros países de la UE. Del mismo modo, y especialmente en estos tiempos de bajos precios de la energía, hay margen para aumentar los impuestos especiales y las tasas medioambientales, y abordar las ineficiencias y tratamientos diferenciados del sistema tributario. Junto con las reducciones ya adoptadas de los tipos de los impuestos de sociedades y sobre la renta de las personas físicas, estas medidas recaudatorias permitirían trasladar la carga tributaria, de forma favorable al crecimiento, de la fiscalidad directa a la indirecta. Desde el punto de vista del gasto, el margen para mejoras de eficiencia podría evaluarse mejor mediante revisiones en profundidad del gasto, sobre todo en sanidad y educación. Paralelamente, será importante proteger debidamente a los grupos vulnerables y mejorar la eficacia de los programas de gasto directamente dirigidos al empleo y al crecimiento, como las políticas activas de empleo, y los destinados a la investigación y desarrollo públicos.

Si no se reforma, el sistema de financiación autonómica seguirá suponiendo un riesgo para la consecución de los objetivos fiscales. El objetivo de las reformas debe ser mejorar los incentivos de las comunidades autónomas a cumplir con sus objetivos fiscales, teniendo en cuenta a la vez sus diferentes capacidades económicas. Para ello es necesario hacer cumplir de modo más automático y estricto los objetivos, y dotar a las comunidades autónomas de una mayor capacidad de movilización de sus propios ingresos. Por último, podría contemplarse la posibilidad de introducir transferencias ligadas a resultados, a fin de incentivar avances en áreas críticas de reforma, como la aplicación de la Ley de Unidad de Mercado y las políticas activas de empleo.

Mercado laboral: hacer frente al desempleo de larga duración y a las rigideces del mercado

La reducción del desempleo, sobre todo el de larga duración y el juvenil, sigue siendo un reto capital. El empleo ha crecido a un ritmo superior al 3% anual, con la creación de casi 1.1 millones de puestos de trabajo durante los últimos dos años, a la que han contribuido la moderación salarial y las reformas del mercado de trabajo. Gracias también a las reformas, el mercado laboral es más resistente a los *shocks*, y se ha registrado una moderada reducción de la dualidad y del desempleo estructural. Sin embargo, la mayor parte de los nuevos empleos son de carácter temporal, y la dualidad del mercado de trabajo acentúa especialmente la volatilidad del empleo e inhibe la inversión en capital humano y la productividad de los trabajadores. La tasa de desempleo ya se ha reducido en ocho puntos porcentuales desde su nivel más alto, pero sigue siendo muy elevada, situándose en torno al 19%, y casi el 60% de los desempleados, muchos de ellos de escasa cualificación y procedentes del sector de la construcción, han estado desempleados durante más de un año.

Más españoles podrían beneficiarse de la recuperación y, en el futuro, preservar sus frutos, si se avanza en una serie de frentes. Una prioridad inmediata es promover la creación de empleo para los desempleados de larga duración y los jóvenes de baja cualificación. El impacto sobre estos dos grupos de las políticas activas de empleo ha sido limitado y urge su mejora, sobre todo a través de una mejor coordinación con los gobiernos autonómicos, en algunos casos ya iniciada. A la vez, los subsidios a la contratación podrían concentrarse y asignarse más eficazmente. Asimismo, para abordar el reto pendiente de la dualidad del mercado laboral, es necesario que los contratos indefinidos sean más atractivos para los empleadores. Entre tanto, las recientes reformas del mercado laboral podrían ser más eficaces si se ofrece una mayor seguridad jurídica y administrativa a las empresas en materia de despido y se les concede un mayor margen de control y flexibilidad en materia de condiciones de trabajo.

Reformas estructurales: impulsar la productividad de las empresas y el crecimiento

En España, la baja productividad sigue siendo un reto fundamental a medio plazo. El panorama empresarial del país está dominado por la empresa pequeña que suele, además de no exportar tanto, ser menos productiva e innovadora que las empresas de otros países europeos. Las reformas laborales y de los mercados de producto han contribuido a mejorar la competitividad de las empresas, y se estima que añadirán alrededor de 0.5 puntos porcentuales al crecimiento anual de la productividad durante los próximos cinco años. Si bien el crecimiento de la productividad es más elevado que antes de la crisis, habría que incrementarlo más para que España siga registrando a medio plazo un crecimiento del PIB real superior al 2 por ciento.

Para impulsar el crecimiento y la productividad de las empresas, son necesarios avances en varios ámbitos: (i) ajuste de las políticas públicas para promover normas eficaces y mayor competencia (en especial, acelerar la aplicación de la Ley de Unidad de Mercado y avanzar en la esperada liberalización de los servicios profesionales); (ii) apoyo a la innovación por medio de inversión privada en I+D, que es baja en comparación con la de otros países europeos, y de mejoras en la eficacia del gasto público en I+D; (iii) revisión de las normas aún vigentes que han dado lugar a “la trampa de la empresa pequeña”; y (iv) mejora del acceso a la financiación no bancaria (sobre todo mediante la captación de capital) para favorecer la innovación. En general, este tipo de reformas son muy beneficiosas cuando se aplican durante una recuperación cíclica, como la que está viviendo España actualmente.

Sector financiero: seguir afianzando la capacidad de promover el crecimiento

El sistema bancario se ha seguido reforzando frente a los nuevos retos. Gracias a la mejora en la calidad de sus activos, a una situación de capital y financiación más saneada y a un menor sobreendeudamiento, el sistema está más cerca de dejar atrás los

legados de la crisis. Sin embargo, el ritmo de mejora de los bancos ha sido variable y, en general, las ratios de morosidad y el volumen de activos adjudicados siguen siendo elevados, si bien son muy inferiores a los de algunos países de la UE. Paralelamente, al igual que otros sistemas bancarios europeos, los bancos españoles se enfrentan a problemas derivados de un entorno de baja rentabilidad y de nuevas iniciativas en materia regulatoria.

Un componente clave para continuar con la recuperación económica es seguir reforzando la situación de los bancos y mejorando las perspectivas financieras de los prestatarios. Unas políticas económicas que sustenten una recuperación intensiva en generación de empleo contribuirían simultáneamente a estimular la demanda interna y a fortalecer los balances del sector privado. Por otro lado, continuar con una política de provisiones adecuada, con nuevos aumentos de la eficiencia, posiblemente por medio de fusiones, con un estímulo a los ingresos no procedentes de intereses, y con un incremento del capital de alta calidad, reforzaría la capacidad del sistema bancario de absorber *shocks* y facilitaría la concesión de crédito a medida que se recupere la demanda.

Hacia una estrategia integral a medio plazo

Gracias a las impresionantes reformas introducidas durante la crisis, la economía española es ahora más resistente y ha podido beneficiarse de una vigorosa recuperación. Los retos pendientes son esencialmente de carácter estructural y requieren una estrategia integral a medio plazo. Podría ser muy beneficioso actuar de inmediato en unos cuantos ámbitos prioritarios para los que parece que existe un amplio apoyo político: mejorar las políticas activas de empleo para reducir la tasa de desempleo de larga duración y juvenil, reformar el sistema de financiación autonómica para salvaguardar las finanzas públicas y mejorar la eficacia de las políticas en materia de innovación y educación a fin de aumentar la productividad. En un futuro, esta estrategia

tendría que verse apuntalada por nuevas reformas en el mercado laboral y en los mercados de producto.

Fuente de información:
http://www.imf.org/es/News/Articles/2016/12/13/MS121316-Spain-Staff-Concluding-Statement-of-Article-IV-Mission

Evolución reciente de los planes y fondos de pensiones en España (Banco de España)

En diciembre de 2016, el Boletín Mensual del Banco de España publicó el documento "Evolución reciente de los planes y fondos de pensiones en España" a continuación se presenta la información.

En este artículo se analiza la evolución de los planes y fondos de pensiones en España en los últimos años. Su patrimonio ha crecido, tras la crisis financiera, a un ritmo mayor que el del Producto Interno Bruto (PIB) nominal, impulsado fundamentalmente por el curso favorable de los precios de los activos adquiridos. Esta evolución ha venido acompañada de cambios en la estructura de las carteras hacia instrumentos de mayor rentabilidad esperada y riesgo, si bien el perfil de riesgo sigue siendo, en promedio, reducido, si se compara con el de los sistemas de pensiones de otras economías avanzadas. En términos del tamaño relativo de este sector, España se sitúa dentro del rango de países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) con un menor desarrollo, aunque por encima del de las economías más grandes de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

Introducción

Los planes y fondos de pensiones son un instrumento privado de ahorro a largo plazo que complementa las prestaciones por jubilación del sistema público de pensiones. En España tuvieron un inicio más tardío y, desde la introducción de la legislación básica

que regula estas figuras, en la segunda mitad de los años ochenta, su patrimonio ha experimentado un crecimiento progresivo, alcanzando, en septiembre de 2016, los 104.6 mil millones de euros, lo que representa alrededor del 5.3% del total de activos financieros de los hogares, con un incremento de 0.7 puntos porcentuales desde sus niveles de 2007. El volumen de aportaciones brutas en 2015 fue de unos 4.7 mil millones de euros, que suponen casi el 8.5% del ahorro bruto de las familias en ese año. Estas magnitudes revelan la importancia creciente de esta industria dentro del sistema financiero español.

Por tanto, resulta de interés analizar sus principales características, tales como la regulación aplicable, el volumen de negocio y la estructura de sus inversiones, y compararlas con las de otros países de nuestro entorno. Éste es el objetivo del presente artículo, que se estructura en dos apartados, tras esta introducción. En el primero se resumen los principales aspectos regulatorios del sector y en el segundo se revisan la estructura y la evolución de esta industria en España entre 2007 y el tercer trimestre de 2016.

Principales aspectos de la regulación de los planes y fondos de pensiones en España

Los planes y fondos de pensiones comenzaron a desarrollarse en España tras la publicación de la Ley 8/1987, de 8 de junio, que los regulaba por vez primera, institucionalizando así esta modalidad de ahorro, que ya tenía una creciente importancia en la mayoría de los países desarrollados. En esa ley se distingue entre planes de pensiones y fondos de pensiones. Los primeros son un producto de ahorro a largo plazo con carácter finalista y destinado principalmente a cubrir la jubilación, mientras que los segundos son entidades patrimoniales sin personalidad jurídica a través de las que se realiza la inversión del ahorro generado por los planes.

Los planes de pensiones se constituyen de forma voluntaria y sus prestaciones, que son de carácter privado y complementarias —nunca sustitutivas— de las pensiones

públicas, dependen del capital aportado por los partícipes y de los rendimientos obtenidos por el fondo de pensiones donde se integre. Las prestaciones se pueden recibir, bien en forma de un solo pago (capital), o, alternativamente, como pagos periódicos durante la vida del beneficiario y de su cónyuge.

Existen tres tipos de planes de pensiones: sistemas de empleo, sistemas asociados y sistemas individuales. En los dos primeros, los promotores son entidades, empresas, sindicatos o asociaciones, y los beneficiarios, sus empleados o asociados. En el tercero, los promotores son una o varias entidades financieras, y los beneficiarios, cualquier persona física que efectúe las aportaciones.

Los planes de pensiones tienen un régimen fiscal favorable, como forma de fomentar el ahorro de largo plazo. Concretamente, las aportaciones realizadas por sus tenedores se reducen de la base imponible del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), hasta un importe determinado, que ha ido variando con el paso del tiempo y que es el límite máximo de las aportaciones que se pueden hacer a los sistemas de pensiones. En la normativa de 2004, el máximo importe deducible anualmente era de 8 mil euros, que en el caso de los mayores de 52 años se incrementaba en 1 mil 250 euros al año, hasta alcanzar un máximo de 24 mil 250 euros. También se contemplaba la posibilidad de deducir, hasta un máximo de 2 mil euros, las aportaciones efectuadas a planes de pensiones de los que fuera beneficiario el cónyuge, si este no tuviera rentas para integrar en la base imponible o éstas no alcanzaban los 8 mil euros anuales. Desde el año 2007, el importe máximo deducible se fijó en 10 mil euros, que se incrementaba hasta los 12 mil 500 euros para los mayores de 50 años o, si era menor, en el 30% de la suma de los rendimientos netos del trabajo y actividades económicas (el 50% para los mayores de 50 años). A partir de 2015, el límite máximo deducible volvió a establecerse en 8 mil euros, pero sin excepciones por edad, manteniéndose el otro límite del 30% y eliminando el del 50% para los mayores de 50 años. En cuanto al tratamiento de las prestaciones, si se reciben como una renta anual, estarían sujetas al IRPF y tendrían el

mismo tratamiento que las rentas del trabajo. En el caso de que se reciban como capital, hasta finales de 2006 se podía practicar una deducción de un 40%, pero tras la reforma de 2007 esa deducción se limitó a la parte correspondiente a las aportaciones realizadas hasta el cierre de 2006.

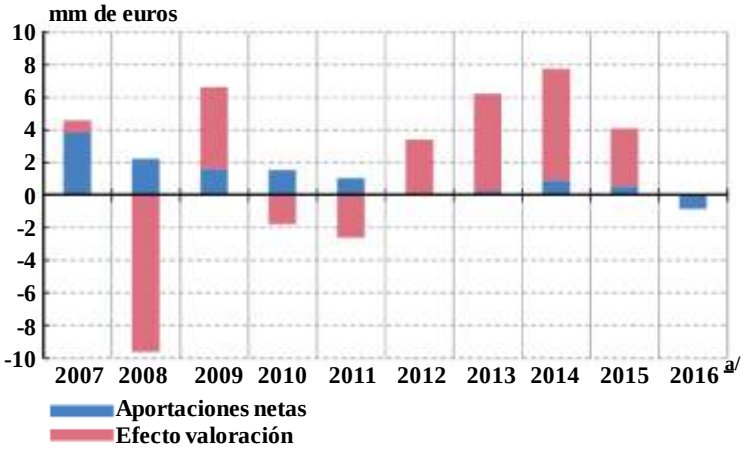
Otro aspecto relevante es el de la regulación de los supuestos especiales de liquidez de los planes de pensiones, que establece en qué casos se puede disponer de los fondos acumulados antes de la jubilación. En un principio, los criterios eran muy restrictivos y solo contemplaban la invalidez, fallecimiento y la dependencia severa. En 2009 se añadieron los supuestos de enfermedad grave y desempleo de larga duración. En 2013, el de la ejecución de la vivienda habitual en casos de falta de liquidez para hacer frente al pago de la deuda. Por último, en 2015 se extendió la posibilidad de disponer anticipadamente de los derechos correspondientes a las aportaciones realizadas con al menos 10 años de antigüedad, contada a partir del 1 de enero de 2015. Estas disposiciones anticipadas se integrarían en la base imponible del ahorro del IRPF en el momento de su reembolso.

Evolución y principales características de los planes y fondos de pensiones en España

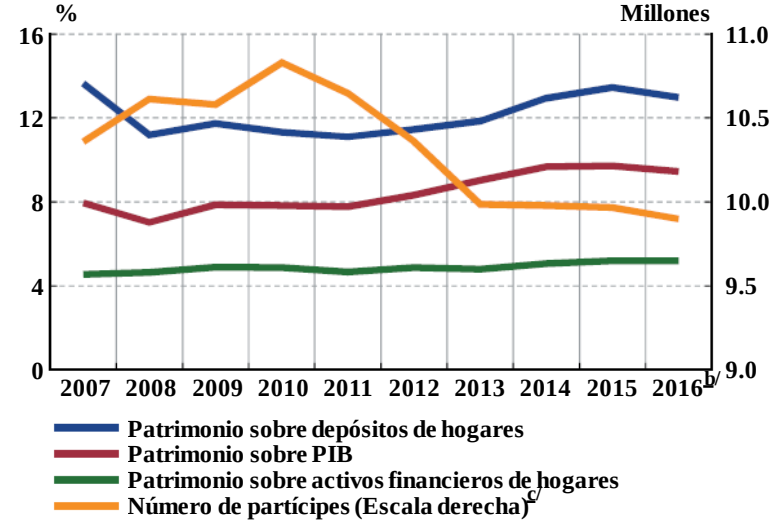
Entre 2008 y 2011, el volumen de patrimonio gestionado por los fondos de pensiones apenas se elevó, muy condicionado por la evolución desfavorable, durante la mayor parte de este período, de los precios de los activos de la cartera (véase la gráfica siguiente 1). Posteriormente, la recuperación de los mercados financieros, a partir de 2012, contribuyó significativamente al avance del patrimonio.

PATRIMONIO Y PARTÍCIPES DE LOS FONDOS DE PENSIONES

1 Descomposición de la variación del patrimonio de los fondos de pensiones



2 Patrimonio y número de partícipes



a/ Tercer trimestre de 2016.
b/ Datos del tercer trimestre de 2016, excepto para el patrimonio sobre depósitos y activos financieros, que son del segundo trimestre.
c/ Los datos recogen las cuentas existentes, no las personas.
FUENTE: INVERCO y Banco de España.

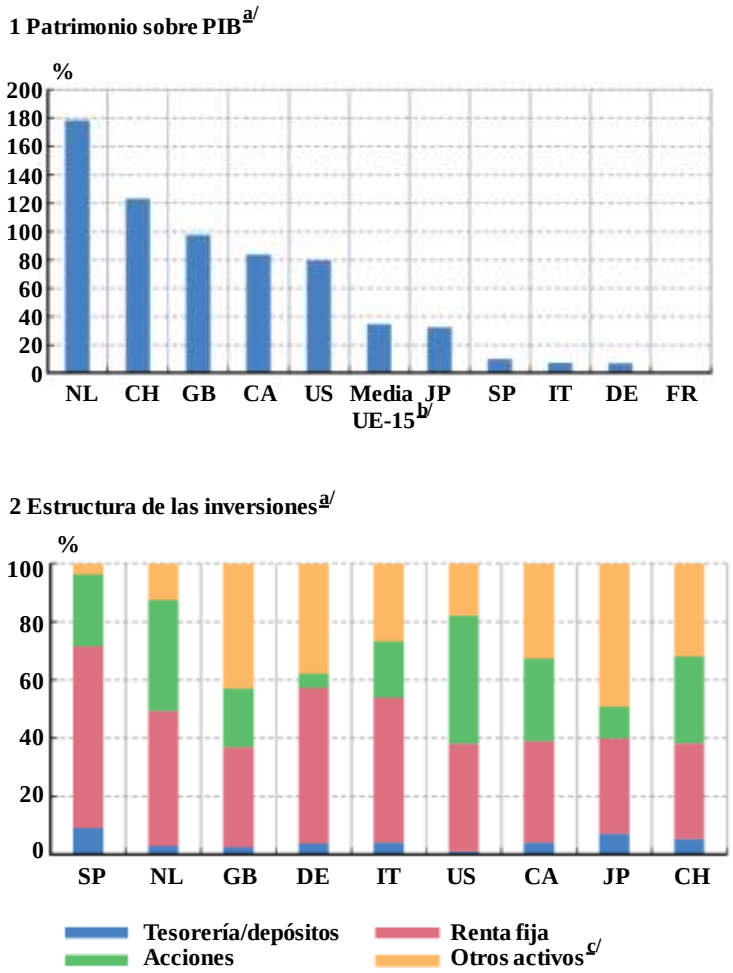
La dinámica del patrimonio de estos fondos también se ha visto condicionada por el curso de las aportaciones netas (aportaciones brutas menos prestaciones), que están en gran medida influidas por el ciclo económico y, en particular, por la renta disponible

de los hogares. Así, entre 2007 y 2012, las aportaciones netas tendieron a disminuir como consecuencia de la caída registrada en las aportaciones efectuadas y, en menor medida, del ligero incremento en las prestaciones pagadas. Desde 2013 se observa un incremento en los flujos netos, debido a una ligera recuperación en el volumen de las aportaciones efectuadas. No obstante, su importe sigue estando muy lejos de los niveles alcanzados en los años anteriores a la crisis. Así, en 2015, la aportación neta media equivalía a alrededor de dos terceras partes de las aportaciones efectuadas entre 2004 y 2007. Durante los primeros nueve meses de 2016 las aportaciones netas fueron negativas, pero ello obedece a un efecto estacional ligado al hecho de que las aportaciones se concentran en los últimos meses del año, en parte como consecuencia de la importancia que tienen estas inversiones en su efecto reductor sobre la cuota del IRPF. Por ello, salvo en el último trimestre del año, las prestaciones pagadas suelen ser superiores a las aportaciones, con el consiguiente efecto negativo sobre el patrimonio, como se observa en el dato correspondiente a 2016 en la gráfica siguiente. En septiembre de 2016, el patrimonio gestionado por los fondos de pensiones se situaba alrededor del 9.5% del PIB, 1.5 puntos porcentuales más que a finales de 2007 (véase la gráfica anterior 2).

En comparación con otras economías de la OCDE y según los datos de esa organización (véase la gráfica siguiente 1), España se sitúa dentro del grupo de países en los que el peso relativo de estos instrumentos en relación con el PIB es comparativamente reducido, aunque supera al observado en otros, como Alemania, Italia y Francia. Dentro de Europa, el tamaño relativo de este sector es comparativamente elevado en Holanda, Reino Unido y Suiza. En Estados Unidos de Norteamérica y Canadá, la importancia relativa de esta industria es también notable, mientras que Japón se sitúa en una posición intermedia. Esta elevada heterogeneidad que se observa entre los diferentes países refleja, entre otros factores, el distinto grado de cobertura de los sistemas públicos de pensiones y las diferencias en las políticas de fomento de los sistemas privados con el objetivo de complementar a los públicos. En particular, los sistemas privados tienden a

estar más desarrollados en aquellas economías en las que la cobertura pública es menor y en las que las autoridades han tomado medidas para fomentarlos, incluso introduciendo en algunos casos la obligatoriedad de establecer planes ocupacionales.

COMPARACIÓN INTERNACIONAL



a/ Datos a diciembre 2015.
b/ Media ponderada. No incluye Grecia ni Luxemburgo.
c/ Incluye préstamos, activos inmobiliarios, seguros y fondos estructurados de alto riesgo y de capital-riesgo.
FUENTE: OCDE e INVERCO.

El peso del patrimonio de los fondos de pensiones en relación con el total de activos financieros de los hogares se ha ido elevando progresivamente entre 2007 y 2015,

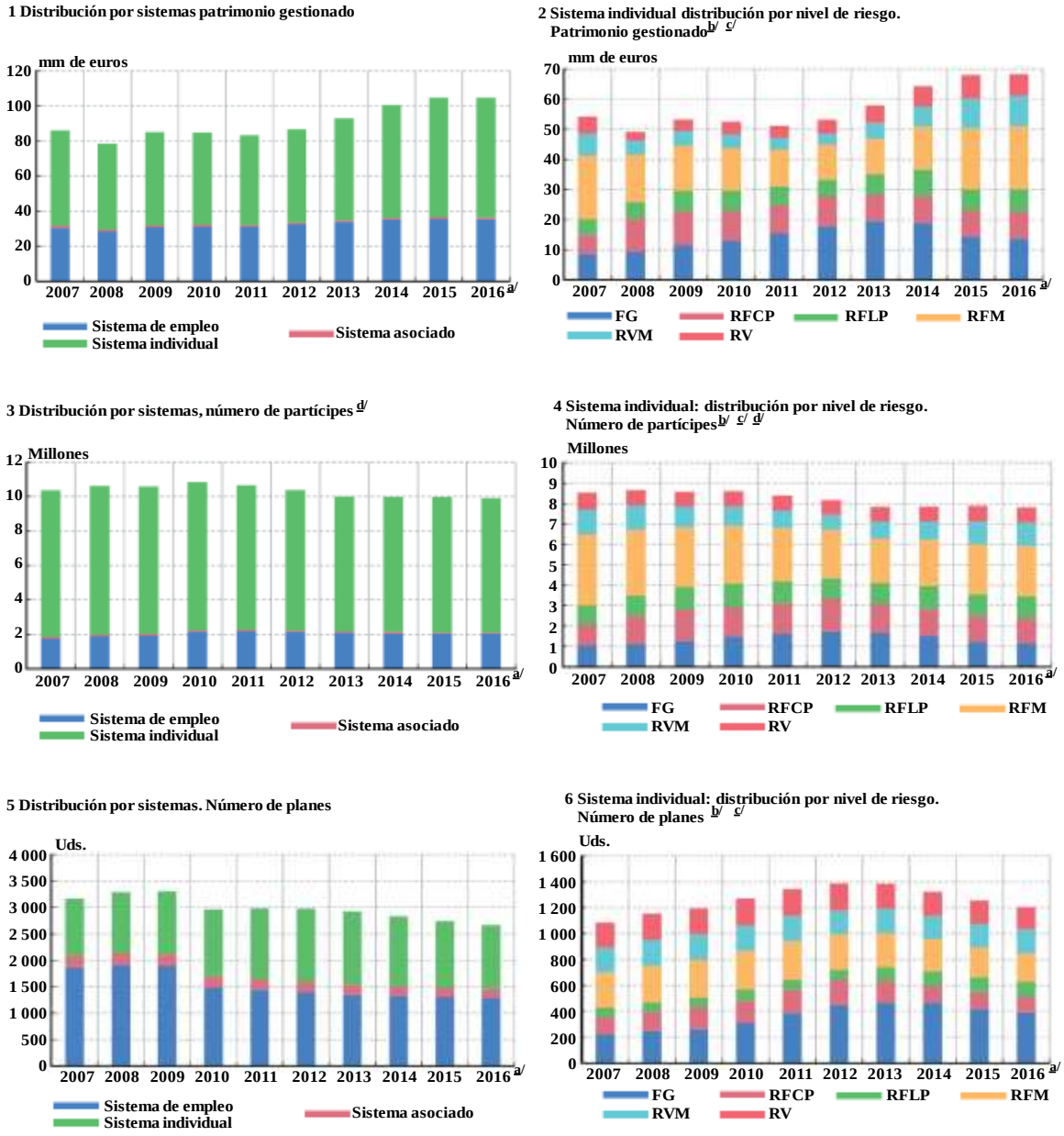
representando actualmente alrededor del 5.3%. En comparación con los depósitos, se produjo una caída al inicio de la crisis, pasando de niveles cercanos al 14% a situarse en torno al 11% en 2011; y, posteriormente, una recuperación, alcanzándose en 2015 un porcentaje similar al que se observaba antes de la crisis. En cuanto a la evolución del número de cuentas de partícipes, tras alcanzar un máximo de 10.8 millones en 2010, se ha producido un cierto retroceso, hasta situarse en cifras en torno a los 10 millones en septiembre de 2016.

Por lo que respecta a la distribución de las aportaciones brutas, en 2015 casi el 75% de las realizadas eran por unos importes de entre 0 y 300 euros, un 12% entre 300 y 900, un 8% entre 900 y 3 mil, y tan solo un 5% superaban los 3 mil euros. El importe medio de las aportaciones por partícipe registró un perfil similar al seguido por el total de aquellas, con una caída significativa durante los años de la crisis, hasta niveles en torno a dos tercios de los alcanzados en 2007, y una recuperación posterior, hasta alcanzar casi el 90% del valor de antes de la crisis. La distribución de los partícipes por edades muestra que, en 2015, el grueso de ellas se concentraba en los tramos de 51 a 60 años (33%) y de 41 a 50 años (30%), seguidos del de más de 60 años y del de 31 a 40 años (ambos con pesos en torno al 17%) y, por último, de los comprendidos entre 0 y 30 años (ligeramente por encima del 2% del total).

El desglose de los planes de pensiones por categoría evidencia que los sistemas individuales son los que tienen un mayor número de partícipes (cerca de ocho millones) y gestionan un volumen de patrimonio más elevado (véanse las gráficas *Distribución por sistemas. Patrimonio gestionado* y D*istribución por sistemas. número de partícipes*). En términos del patrimonio, la importancia relativa de los sistemas individuales en el total ha ido creciendo desde 2008, hasta superar el 68% en septiembre de 2016. En cambio, en términos del número de partícipes se ha observado la evolución contraria, aunque su peso relativo se sitúa todavía en unas cifras muy elevadas (en torno al 80%). Le siguen en importancia los sistemas de empleo, que acaparaban a mediados de 2016 en torno al 35% del patrimonio y alrededor del 20% de los partícipes. Por

último, los sistemas asociados representan una parte marginal, con un porcentaje inferior al 1% tanto del patrimonio como del número de partícipes.

PLANES DE PENSIONES: DESGLOSE POR CATEGORÍAS Y NIVEL DE RIESGO ASUMIDO



a/ Tercer trimestre de 2016.
b/ El desglose por nivel de riesgo solo está disponible para el grupo de sistema individual.
c/ FG: Fondos garantizados; RFCP: Renta fija a corto plazo; RFLP: Renta fija a largo plazo; RVM: Renta variable mixta; RV: Renta variable.
d/ Los datos recogen las cuentas existentes, no las personas.
FUENTE: INVERCO.

Por lo que respecta al número de planes de pensiones (véase la gráfica *Distribución por sistemas. número de planes*), su evolución ha sido similar a la del número de cuentas de partícipes, con ligeros incrementos entre 2007 y 2009 y caída posterior, alcanzando los 3 mil 302 en 2009 y reduciéndose hasta los 2 mil 663 en el tercer trimestre de 2016. Esta disminución se ha debido principalmente a la reducción del número de planes de sistemas de empleo y, en menor medida, del de sistemas asociados, ya que el número de sistemas individuales se ha incrementado durante el período analizado. La distribución del número de planes entre sistemas evidencia un peso mucho mayor de los de empleo, en comparación con lo que se obtiene al analizar el patrimonio y los partícipes. Así, en septiembre de 2016 existían 1 mil 295 planes de este tipo (correspondientes al mismo número de empresas), en torno al 49% del total, frente a los 1 mil 204 de los sistemas individuales, un 45%, y 164 de los asociados, un 6%. Ello es consecuencia del menor tamaño relativo de los planes de empleo que refleja el hecho de que cada empresa tiene el suyo.

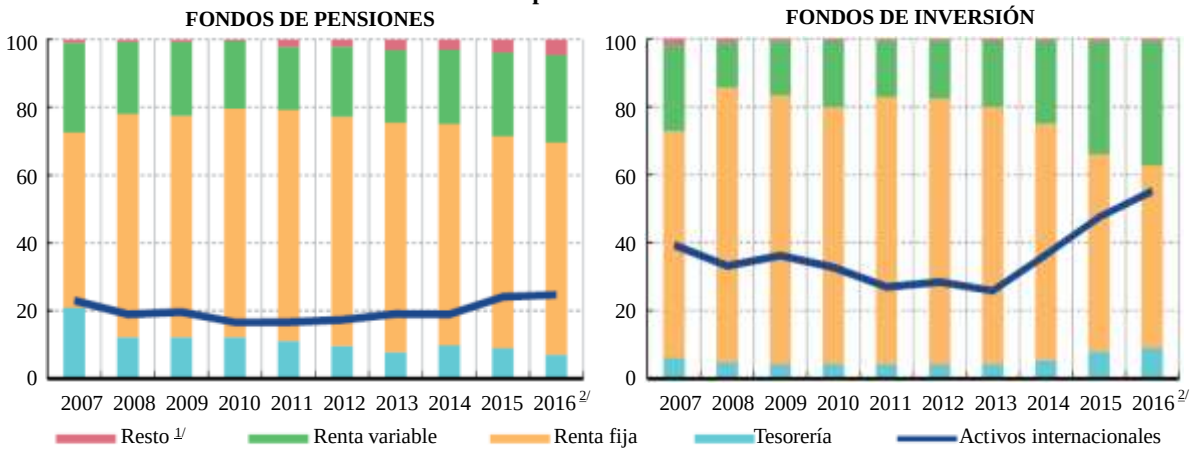
Las estadísticas disponibles clasifican los sistemas individuales en las siguientes seis categorías, de menor a mayor riesgo: garantizados, renta fija a corto plazo, renta fija a largo plazo, renta fija mixta y renta variable[10]. En cambio, para los otros dos sistemas no existe información desglosada por niveles de riesgo. La distribución de los planes de pensiones individuales según estas categorías evidencia que entre 2007 y 2012 se produjo un aumento del peso relativo, tanto en términos de patrimonio como de partícipes y de número de planes, de los de menor riesgo, especialmente de los garantizados (véanse las gráficas *Sistema individual: distribución por nivel de riesgo. Patrimonio gestionado*, *Sistema individual: distribución por nivel de riesgo. Número de partícipes* y *Sistema individual: distribución por nivel de riesgo. Número de planes*),

[10] Los garantizados establecen una garantía para el capital invertido y un rendimiento mínimo. Los de renta fija a corto plazo solo invierten en instrumentos de deuda con una duración igual o menor a dos años. Los de renta fija a largo plazo solo invierten en deuda, pero sin límite de duración. Los de renta fija mixta invierten hasta un 30% en renta variable. Los de renta variable mixta invierten en renta variable entre un 30 y un 75% del patrimonio. Por último, los de renta variable invierten más de un 75% en productos de ese tipo. Los gestores pueden cambiar el perfil de riesgo, pero respetando la política de inversión del fondo fijada en el folleto de constitución. El cambio en la política de inversión requeriría la autorización de los partícipes.

evolución que seguramente refleja la mayor aversión al riesgo de los partícipes y los gestores, en un contexto de mayor incertidumbre. A partir de entonces, la mejoría de la situación económica y de los mercados financieros, junto con la disminución de la rentabilidad de los instrumentos de renta fija, propició que esa tendencia se invirtiera, produciéndose un desplazamiento hacia perfiles de riesgo más elevados. Con todo, el peso de los planes con niveles de riesgo bajos ha seguido siendo muy destacado.

La estructura del conjunto de la cartera de los fondos de pensiones presenta un elevado peso de los activos de renta fija, en línea con el perfil de riesgo conservador que, en promedio, presentan estos instrumentos (véase la gráfica *Estructura de la cartera. fondos de pensiones*). Se aprecia también un grado de diversificación geográfica reducido, con una proporción invertida en activos exteriores que se ha situado en torno al 20% a lo largo del período analizado en este artículo, aunque durante los últimos años se aprecia un cierto repunte. Por otra parte, los cambios en esta estructura a lo largo del tiempo han seguido un patrón coherente con la evolución de las categorías por riesgo que se han comentado en el párrafo anterior: aumento del peso de los activos de renta fija durante los años de la crisis, y descenso a partir de 2012 a favor de los de renta variable. Estas variaciones reflejan no solamente las decisiones de inversión de los partícipes y gestores, sino también los movimientos en los precios de los activos.

FONDOS DE PENSIONES Y FONDOS DE INVERSIÓN
-Estructura porcentual de la cartera-



1/ Depósitos, inmuebles, créditos, derivados, y acciones y participaciones en entidades de capital-riesgo.
2/ Segundo trimestre de 2016.
FUENTE: INVERCO y Comisión Nacional del Mercado de Valores.

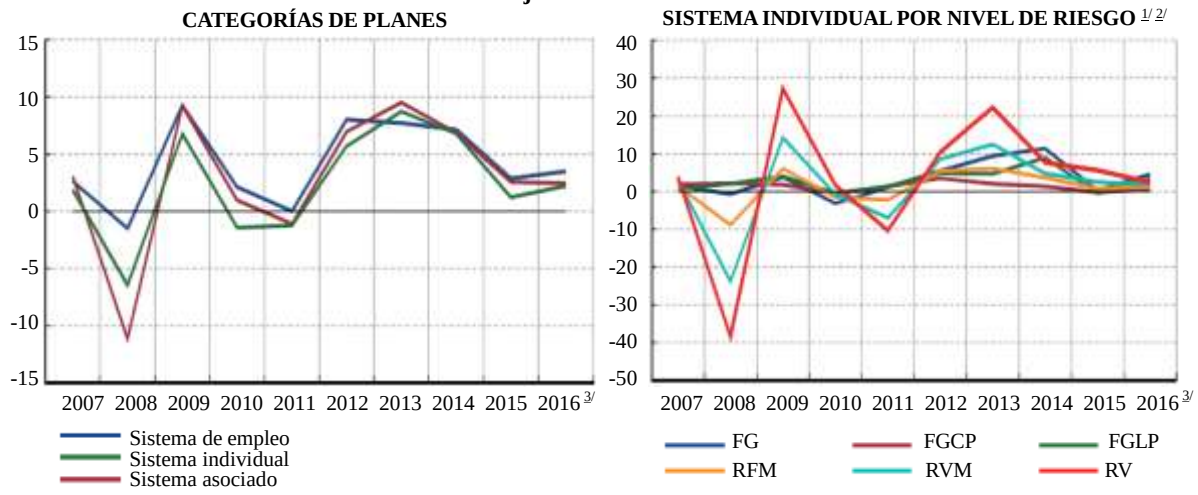
En comparación con la estructura de las carteras de los fondos de pensiones de otros países de la OCDE, la información de la gráfica *Estructura de las inversiones* muestra que los españoles se caracterizan por presentar un perfil de riesgo comparativamente reducido, con un peso mucho mayor que el de otros países, de las inversiones en instrumentos de liquidez y títulos de renta fija, que alcanzaban en 2015 casi el 72% de la cartera, frente a un rango entre un 37 y un 57% en el resto de los países considerados.

La comparación de la estructura de la cartera de los fondos de pensiones con la de los fondos de inversión pone de manifiesto un elevado grado de similitud tanto en el peso relativo de los distintos instrumentos como en su evolución temporal (véase la gráfica *Estructura de la cartera. Fondos de inversión*). Se aprecian, no obstante, algunas diferencias. Así, por ejemplo, el porcentaje invertido en tesorería ha tendido a ser más elevado en los fondos de pensiones que en los de inversión, aunque las diferencias se han estrechado durante los últimos años y, en junio de 2016, tenían un peso mayor en estos últimos. La proporción invertida en activos exteriores es más alta en los de inversión que en los de pensiones, habiéndose reducido las diferencias hasta 2013, para incrementarse de nuevo durante el período más reciente. Por su parte, los cambios en la composición de la cartera son generalmente más acusados en el caso de los fondos

de inversión. Así, por ejemplo, entre 2013 y 2015 el peso de los activos de renta variable se incrementó en 17 puntos porcentuales en este tipo de instrumentos, frente a los 4.3 puntos porcentuales en que lo hizo en los fondos de pensiones. Ello refleja, al menos en parte, el hecho de que los trasvases entre planes de pensiones son menos habituales que los que ocurren entre fondos de inversión. En el caso particular de los de empleo, solo se producen en la medida en que haya movilidad laboral. Por otra parte, los fondos de pensiones tienen mandatos rígidos en su política de inversión, que generalmente son difíciles de cambiar.

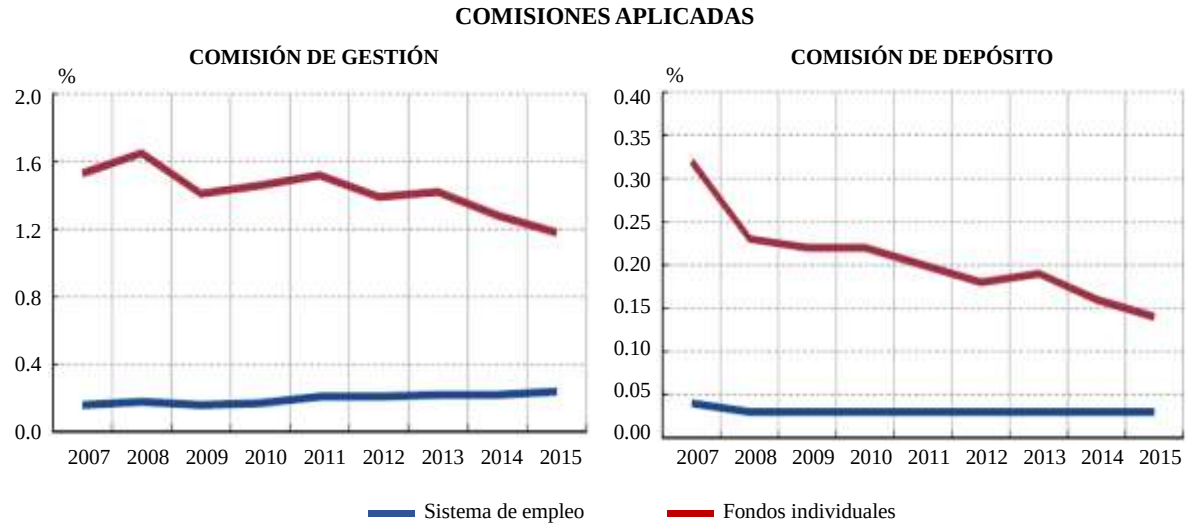
En la gráfica *Rentabilidad anual. Categorías de planes* se observa cómo la rentabilidad de las distintas categorías de planes de pensiones ha seguido una evolución similar y ha estado, lógicamente, condicionada por el curso de los precios de los activos financieros. Se aprecian, no obstante, algunas diferencias. Así, la rentabilidad de los planes individuales y de los asociados ha presentado una mayor volatilidad que la de los de empleo, lo que seguramente refleja el mayor riesgo medio de las carteras. La evolución de las rentabilidades atendiendo a los distintos perfiles de riesgo de los planes individuales ha seguido un patrón que es coherente con sus características, presentando una volatilidad más elevada los que invierten en instrumentos de mayor riesgo (véase la gráfica *Rentabilidad anual. Sistema individual por nivel de riesgo*).

RENTABILIDAD POR CATEGORÍAS Y NIVEL DE RIESGO
-Porcentaje de rentabilidad anual-



1/ Información referida a los planes del sistema individual.
2/ FG: Fondos garantizados; RFCP: Renta fija a corto plazo; RFLP: Renta fija a largo plazo; RVM: Renta variable mixta; RV: Renta variable.
3/ Rentabilidad tercer trimestre 2015/tercer trimestre de 2016.
FUENTE: INVERCO y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

En términos medios del período analizado, los planes de sistemas de empleo han mostrado una rentabilidad más elevada en comparación con la de las otras dos categorías, lo que se explica, al menos en parte, por las menores comisiones de gestión y depósito aplicadas (véase la gráfica siguiente). El nivel más reducido de las comisiones de los planes de empleo posiblemente refleja, entre otros factores, el mayor poder de negociación de sus titulares. No obstante, la brecha entre las comisiones medias de estos planes y las de los individuales se ha ido reduciendo durante los últimos años.

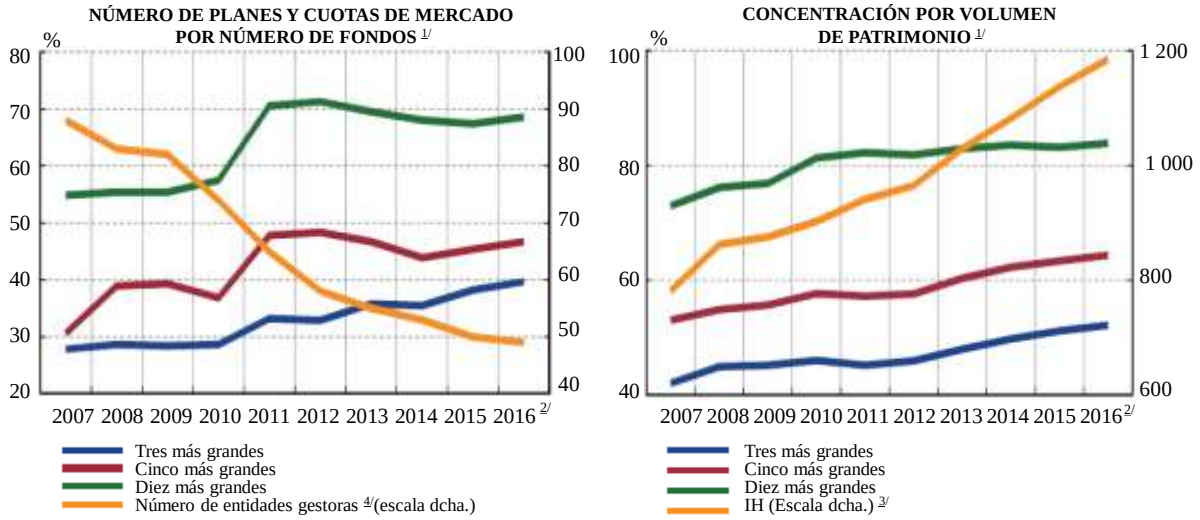


FUENTE: INVERCO y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

La gestión de los distintos fondos de pensiones donde están integradas las aportaciones efectuadas a los planes existentes en España está dominada por los grandes grupos de entidades bancarias, consecuencia lógica de su predominio en el sistema financiero español, su amplia red de distribución y el elevado número de clientes a los que dan servicio. En la gráfica siguiente se muestran algunos datos sobre la estructura del mercado de los planes de pensiones y su grado de concentración, atendiendo a la distribución por grupos financieros de la gestión de los distintos fondos de pensiones constituidos. Como puede apreciarse en la gráfica *Número de planes y cuotas de mercado por número de fondos*, en línea con el proceso de concentración del sistema bancario español, durante los últimos años se ha producido una caída progresiva en el número de grupos gestores activos, que ha pasado de 88 entidades en 2007 a 49 en septiembre de 2016. Ello se ha reflejado en un incremento del grado de concentración del sector, tanto en el del número de fondos (véase la gráfica *Número de planes y cuotas de mercado por número de fondos*) como en el del volumen del patrimonio gestionado (véase la gráfica *Concentración por volumen de patrimonio*), con incrementos en las cuotas de mercado de los tres, cinco y diez mayores grupos y en el valor del índice de

Herfindahl[11]. No obstante, los valores de concentración alcanzados están por debajo de los de otros mercados de productos financieros, como el del crédito y los depósitos.

ESTRUCTURA DEL MERCADO: NÚMERO DE PLANES Y PATRIMONIO GESTIONADO POR GRUPOS FINANCIEROS



1/ Porcentaje de cuota de mercado gestionada por los tres, cinco y diez mayores grupos, ordenados por volumen de patrimonio.
2/ Tercer trimestre de 2016.
3/ Calculado como la suma de los cuadrados de las cuotas de mercado de las entidades gestoras existentes en cada período.
4/ Total de entidades gestoras existentes en cada año, en unidades.
FUENTE: INVERCO.

Fuente de información:
http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/boletines/Boletin_economic/

[11] Las cuotas se han calculado sumando los valores alcanzados tanto en el patrimonio gestionado como en el número total de fondos gestionado por las tres, cinco y diez primeras entidades, ordenadas de mayor a menor importe y calculando su porcentaje sobre el total. El índice de Herfindahl se ha obtenido sumando el cuadrado de las cuotas de mercado para la variable del patrimonio de todas las entidades gestoras existentes en cada período.