
IV. POSTCRISIS FINANCIERA MUNDIAL

La administración Trump plantea riesgos para soberanos a nivel mundial (Fitch)

El 13 de febrero 2017, la casa calificadora Fitch Ratings comunicó que la administración del Presidente Trump representa un riesgo para las condiciones económicas a nivel internacional y los fundamentos crediticios de los bonos soberanos a nivel mundial. La previsibilidad de las políticas de Estados Unidos de Norteamérica ha disminuido, considerando que la nueva administración se ha apartado de los canales de comunicación internacional establecidos y las normas de relaciones internacionales, aunado a la posibilidad de cambios repentinos e imprevistos en las políticas de Estados Unidos de Norteamérica con repercusiones potenciales a nivel mundial.

Los riesgos principales para las deudas soberanas incluyen la posibilidad de cambios negativos en las relaciones comerciales, menores flujos internacionales de capital, límites migratorios que afecten las remesas, así como confrontaciones entre autoridades de gobierno que contribuyan a intensificar o prolongar la volatilidad de los mercados de divisas y financieros. La materialización de estos riesgos generaría un contexto desfavorable para el desarrollo económico, presionando las finanzas públicas con posibles implicaciones crediticias para algunos soberanos. Aumentos en el costo de financiamiento externo o reducciones en su disponibilidad, en particular a la par de una depreciación monetaria, también podrían afectar las calificaciones.

Al examinar las implicaciones crediticias para los soberanos, derivadas de las políticas adoptadas por la nueva administración estadounidense, Fitch se enfocará en los cambios en las trayectorias de crecimiento, las situaciones en las finanzas públicas y los desempeños en las balanzas de pagos. Esto lo hará poniendo atención especial en los prospectos a mediano plazo de exportaciones, así como en las posibles presiones sobre

la liquidez externa y el financiamiento sostenible. Las posturas de Estados Unidos de Norteamérica respecto a algunos países podrían cambiar rápidamente, al menos de manera inicial, pero cualquier ajuste potencial de calificación dependerá de los cambios consecuentes en los fundamentos crediticios de los soberanos que, casi con certeza, se materializarán más despacio.

Aspectos de la agenda económica del presidente Trump resultarían positivos para el crecimiento económico, incluyendo el estímulo pendiente de la inversión para infraestructura, el enfoque en la reducción de la carga regulatoria y la posibilidad de recortes de impuestos y reformas tributarias, asumiendo que dichos recortes no conducen a aumentos proporcionales en el déficit del gobierno y la deuda pública. Una interpretación de la situación actual es que, después de una primera serie de cambios disruptivos para una reorientación fundamental del propósito y dirección de las políticas, la administración de Trump se asentará adoptando un marco consistente en favor del comercio y negocios, el cual impulsará estos aspectos de su programa económico, permitiendo efectos favorables en el contexto internacional.

A consideración de Fitch, el balance actual de riesgos apunta hacia un resultado global menos benigno. La administración Trump ya abandonó el Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica, confirmado una renegociación pendiente del Tratado de Libre Comercio de América del Norte y reprendido a empresas estadounidenses que invierten en el extranjero amenazándolas con sanciones económicas. Además, ha acusado a varios países de manipular las tasas de cambio para desventaja de Estados Unidos de Norteamérica. El impacto de estas iniciativas no se apreciará por algún tiempo y dependerá de intercambios reiterados entre diversas partes y acontecimientos adicionales inesperados. En resumen, hay mucho que puede cambiar, pero el tono agresivo del discurso de la nueva administración no presagia un período fácil de negociación por delante ni sugiere que exista un margen amplio para lograr acuerdos.

Los soberanos más expuestos a cambios adversos en sus fundamentos crediticios son aquellos con relaciones económicas y financieras estrechas con Estados Unidos de Norteamérica, las cuales son objeto de escrutinio ya sea por desequilibrios financieros o por la percepción de marcos o prácticas injustas que rigen sus relaciones bilaterales. Canadá, China, Alemania, Japón y **México** han sido identificados de forma explícita por la nueva administración por tener acuerdos comerciales o políticas cambiarias que requieren de atención, aunque la lista probablemente sea mayor. La revisión de Fitch de la perspectiva de la calificación soberana de **México** ‘BBB+’ a “negativa” en diciembre de 2016 reflejó en parte la incertidumbre económica creciente y la volatilidad de los precios de los activos tras la elección presidencial en Estados Unidos de Norteamérica.

Los aspectos integrales en las cadenas de suministro mundiales, en particular en productos manufacturados, reflejan que las acciones tomadas por Estados Unidos de Norteamérica que limitan el flujo comercial con un país tendrán efectos en cascada sobre otros países. Las cadenas de valor regionales están especialmente bien desarrolladas en el este de Asia, enfocadas en China, así como en Europa central, centradas en Alemania.

Los controles de inmigración más estrictos y las posibles deportaciones podrían tener efectos significativos en el flujo de las remesas, dado que Estados Unidos de Norteamérica tiene la población inmigrante más extensa del mundo. Según datos del Banco Mundial, Estados Unidos de Norteamérica y **México** comparten la principal ruta migratoria en el mundo y tienen los mayores flujos de remesas bilaterales. En relación con el producto interno bruto, las remesas son aún mayores para Honduras, El Salvador, Guatemala y Nicaragua, todos los cuales reciben de Estados Unidos de Norteamérica la mayoría de sus ingresos.

Los países que reciben inversión directa estadounidense, al menos parte de la que ha financiado industrias de exportación enfocadas hacia dicho país, están en riesgo de ser sujetos a medidas comerciales punitivas. La lista de estos países probablemente sea larga, dado que las entidades con sede en territorio estadounidense contribuyen con casi una cuarta parte de la inversión extranjera directa a nivel global. Los países con más inversión estadounidense en manufactura son Canadá, Reino Unido, Holanda, **México**, Alemania, China y Brasil.

Fuente de información:

http://www.fitchratings.mx/ArchivosHTML/Coment_16864.pdf

¿Qué le espera a la economía mundial en 2017? (FEM)

El 20 de enero de 2017, el Foro Económico Mundial (FEM) publicó los resultados del debate donde estuvieron presentes: Haruhiko Kuroda, Gobernador del Banco de Japón; Laurence D. Flink, Presidente y CEO de BlackRock; Christine Lagarde, Directora General del Fondo Monetario Internacional (FMI); Martin Wolf, editor asociado y comentarista principal de economía del *Financial Times*; Wolfgang Schäuble, ministro Federal de Finanzas de Alemania y Philip Hammond, Canciller del Tesoro del Reino Unido.

Éstas son las principales preguntas se han formulado durante el debate:

¿Tendrá Brexit un impacto negativo en la Unión Europea (UE)?

Hammond dice que intentarán que las relaciones comerciales entre Reino Unido y la UE puedan proseguir y siga habiendo acceso al mercado europeo.

“La UE seguirá siendo nuestro mayor socio comercial, redundando en el beneficio de Reino Unido que el mercado único tenga éxito y siga creciendo. Es necesario mantener la

competitividad y seguiremos operando de acuerdo con la normativa y la reglamentación europeas. Si se nos retira el acceso al mercado único, tendremos que encontrar la manera de ser competitivos”.

¿Cómo van las cosas en Japón?

“La prioridad sigue siendo superar la deflación. Las empresas han alcanzado niveles récord, la tasa desempleo es de 3%, la tasa de inflación es positiva, y se ha mantenido positiva desde 2013, pero la estabilidad de precios de 2% aún no se ha alcanzado”, comenta Haruhiko Kuroda.

Un cambio significativo desde el segundo semestre fue la recuperación del comercio y la manufactura; la economía ha ido mejorando gracias al mercado tecnológico, el precio de productos básicos y los tipos de interés a largo plazo se estabilizaron, y el paquete de reformas ha permitido que la economía crezca en torno al 5%. Las empresas son más proactivas y se prevé una senda de crecimiento.

¿Qué panorama económico veremos en Estados Unidos de Norteamérica?

Larry Flink cree que Trump y el “brexit” han dado a mucha gente “una voz”, impulsando el gasto y la confianza. “Hemos ganado confianza y estamos dispuestos a ganar más. Las acciones se han duplicado desde las elecciones, la bolsa apuesta por algunas de las políticas del presidente electo, pero después habrá que esperar a ver si el mercado está en lo cierto y si podemos financiar estas políticas”. Flink añade que deben considerar el incremento del IVA, lo cual tendrá un efecto en los hogares, pero esto no se aplicará en los productos de la canasta básica. Otro problema es el envejecimiento demográfico y los planes de pensiones. Va a tener que retrasarse la edad de jubilación, y esto afectará a los jóvenes y sus oportunidades laborales.

¿Qué efectos tendrán las medidas económicas de Estados Unidos de Norteamérica a nivel mundial?

De acuerdo con Flink, “debemos prestar atención al resto de socios a los que prestamos divisas”. Mantener buenas relaciones con los acreedores es importante, y especialmente con Japón y China, destacó.

¿Brexit convertirá a Gran Bretaña en “la Singapur del Támesis”?

“Hammond y un servidor estamos de acuerdo en que tenemos que gestionar la situación”, Reino Unido es un gran socio, aseveró Wolfgang Schäuble. Londres “seguirá siendo un importante centro financiero para Europa”.

¿Será China el único garante del libre comercio?

“Prefiero esperar a conocer las decisiones concretas del gobierno de Estados Unidos de Norteamérica, antes de pronunciarme. Pero el mundo occidental no va a dejar la defensa del libre comercio únicamente a China. En el G20 siempre hemos trabajado para eliminar o reducir los obstáculos al libre comercio, habrá que esperar a ver qué ocurre”, sentenció Schäuble. En este sentido, concluye, Europa en conjunto debe ser más competitiva. El euroescepticismo y el “brexit” deben servir como un aviso para los europeos.

¿Qué efectos puede tener la desregulación?

Una carrera a la baja en impuestos, regulación financiera y comercial tendría consecuencias devastadoras, sostiene Christine Lagarde.

¿Cuál es el cisne negro que puede hundir la economía global?

Larry Fink afirma que las nuevas tecnologías perjudicarán a las economías que no están preparadas para la innovación y que han basado su crecimiento en mano de obra barata. Esto acentuará las divisiones económicas a nivel mundial y acusará las diferencias de renta.

Por su parte, Hammond cree que el populismo y el envejecimiento demográfico son presiones más urgentes que el cambio tecnológico.

Fuente de información:

<https://www.weforum.org/es/agenda/2017/01/que-le-espera-a-la-economia-mundial-en-2017>

¿Cómo puede Latinoamérica hacer frente a las recesiones Económicas y a otros problemas estructurales? (FEM)

El 18 de enero de 2017, en el marco del Foro Económico Mundial (FEM) se dio a conocer que Horacio Manuel Cartes Jara, presidente de Paraguay comenzó el debate respondiendo a la pregunta: ¿qué necesitamos para dar forma al futuro económico de la región?

No hay milagros para el crecimiento económico. “Tenemos que desarrollar el sector público al igual que el privado, y tenemos que hacer frente a los retos presentes” asevera el Presidente de Paraguay.

El Secretario General de la OCDE menciona cuatro graves problemas que afronta la región: bajos niveles de crecimiento, bajas tasas de productividad, desigualdad y falta de confianza de los ciudadanos en las instituciones.

Los acuerdos sobre comercio e inversiones son muy importantes para generar crecimiento. En el caso de América Latina, la región creció durante la crisis económica mundial, pero ahora, en la post-crisis, está experimentando dificultades económicas.

Al mismo tiempo, existe la necesidad de generar productividad mediante el desarrollo de las habilidades profesionales requeridas e inclusión social. Y mejorar la innovación, asevera el funcionario de OCDE.

Otro de los grandes problemas de la región es la desigualdad. En Europa o en Estados Unidos de Norteamérica al pagar impuestos reduces la desigualdad a la mitad; aquí los ciudadanos también deben cumplir con sus responsabilidades tributarias.

Cuando hablamos de integridad, transparencia y de la lucha contra la corrupción, hablamos de confianza de los ciudadanos, y éste es el cuarto grave problema que debemos atender.

Debemos invertir en las nuevas generaciones, aseveró la Secretaria General de la Secretaría General Iberoamericana (SEGIB)

Durante la XXV Cumbre Iberoamericana, la SEGIB se ha enfocado en la educación. “La calidad de la educación es muy importante. En la última década, los estudiantes universitarios se han doblado. Las clases medias tienen ahora una mejor educación y mayores inspiraciones. Debemos mejorar la calidad de nuestras universidades para poder preparar a estas nuevas generaciones. La transmisión de la desigualdad intergeneracional dependerá en gran medida de la calidad de la educación”, asevera la funcionaria de la SEGIB.

“Al mismo tiempo, la inversión en infraestructura y logística es necesaria para el desarrollo digital en la región”. No solo en Latinoamérica, pero también en España y Portugal, que son parte de Iberoamérica.

La inversión en asociaciones público-privadas es fundamental para poder avanzar en estos ámbitos y recuperar la confianza en nuestras instituciones.

Para Moisés Naim, *Distinguished Fellow de Carnegie Endowment for International Peace*, seguimos igual que siempre.

Naim comenta que los latinoamericanos siguen haciendo frente a los mismos retos y problemas de siempre. “Ahora hablamos más de desigualdad porque se ha puesto de moda en Estados Unidos de Norteamérica y Europa, pero siempre hemos tenido desigualdad. Otros problemas que no desaparecen son los fallos institucionales y la corrupción”.

Menciona que de lo que no hablamos es de la coexistencia pacífica con el crimen organizado. “Latinoamérica tiene el 8% de la población mundial y 31% del crimen organizado del mundo. Es un hecho que la sociedad ha aceptado que el crimen es algo natural e inherente a la sociedad. Los gobiernos no están haciendo frente a las tasas de homicidios y no están desarrollando las herramientas para hacer frente a este problema. Deben establecerse metas para reducir el crimen con celeridad, concienciar a la sociedad de que este problema es grave y el real”

¿Por qué algunos países no crecen? Ricardo Hausmann interviene para comentar que en la región no se favorecen las políticas de exportación. “En el resto del mundo hay políticas que favorecen el comercio exterior y el sector de las exportaciones de bienes y servicios. Por ejemplo, Panamá ha invertido 7% del PIB en la ampliación del Canal de Panamá. En este sentido, los países iberoamericanos deben promover las exportaciones”.

No hemos hablado tampoco de la ineficiencia de las ciudades. La inversión en infraestructura es crucial para la mejora de la calidad de vida urbana.

Todo el mundo se queja de la falta de innovación y de emprendimiento, de las restrictivas leyes de inmigración, asevera.

¿Qué podemos mejorar, como podemos alcanzar algunas victorias rápidas?

El Presidente de Paraguay responde **que la eficiencia es fundamental**. “La eficiencia es el principal reto que debemos asumir. Es el peor enemigo del crecimiento. Paraguay está mejorando en muchos aspectos, pero es cierto que debe asumir el problema del narcotráfico. No hemos asumido ni hecho frente a este reto. En nuestro país, nuestra joven población requiere habilidades y educación, y esto es un reto tremendo”.

Para el Secretario General de la OCDE debemos seguir haciendo frente a los retos fundamentales. “No podemos dejar de enfrentar los problemas de fondo. Hay que hacer frente a los retos de las megaciudades latinoamericanas; somos la única región con ciudades urbanizadas sin desarrollo de la industria y sin ser países desarrollados”. No hay una victoria rápida, sino que debemos seguir trabajando para el desarrollo de la región.

La Secretaria General de la SEGIB propuso tres victorias rápidas: equidad de género, movilidad interregional e inversión en infraestructura y logística de las ciudades

Debemos mejorar las tasas de desigualdad de género para poder mejorar la situación de nuestras economías, y al mismo tiempo es necesario que se mejore la movilidad intrarregional del talento (*talent mobility*) y esto es una prioridad en la agenda de la SEGIB. En tercer lugar, la inversión en infraestructura y logística es fundamental en las ciudades, lo cual será posible gracias a los nuevos modelos de gobernabilidad de éstas.

El Distinguished Fellow de Carnegie Endowment for International Peace cierra la sesión hablando sobre las lecciones de la catástrofe política y económica de Venezuela

Venezuela es un Estado fallido, y el Gobierno es incapaz de funcionar de forma correcta. Los dictadores ahora se disfrazan de demócratas, y en Venezuela Hugo Chávez pintó una autocracia moderna con una fachada democrática.

“En realidad, la gente se está muriendo de hambre, mientras que la oposición política está siendo encarcelada. No hemos sido capaces de movilizar a la comunidad internacional.

Venezuela ha tenido la mala suerte de coincidir con la crisis de Siria, y la comunidad internacional no se hace cargo del desastre humanitario”.

Fuente de información:

<https://www.weforum.org/es/agenda/2017/01/debate-como-puede-latinoamerica-hacer-frente-a-las-recesiones-economicas-que-sufren-varias-economias-de-la-region-y-a-otros-problemas-estructurales>

Para tener acceso a información adicional visite:

<https://www.weforum.org/es/agenda/2017/01/ocho-hombres-poseen-la-misma-riqueza-que-los-3-600-millones-de-personas-mas-pobres-del-mundo-debemos-reequilibrar-nuestro-injusto-modelo-economico>

El fruto del crecimiento: Reformas económicas y menos desigualdad (FMI)

El 27 de enero de 2017, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó la nota “El fruto del crecimiento: Reformas económicas y menos desigualdad” escrita por la Directora Gerente del FMI. A continuación se presenta la información.

“Durante estos últimos días, en mi viaje por África, he sido testigo de una sorprendente vitalidad: nuevas empresas que invierten en el futuro, la construcción de nuevas infraestructuras y el crecimiento de la clase media. En la actualidad, muchos africanos se ganan mejor la vida y son menos quienes viven en la pobreza. Uganda, país donde

me encuentro hoy, por ejemplo, ha reducido en más de la mitad la tasa de pobreza absoluta, pasando de casi el 90% en el año 1990 al 35% actual.

Sin embargo, existe otra cara de la moneda. La pobreza, por supuesto, pero también la desigualdad se mantienen obstinadamente altas en la mayoría de los países en desarrollo —África incluida—, y muy a menudo el éxito no es compartido por todos.

La colaboración con nuestros países miembros, así como nuestros estudios, nos han enseñado la importancia de compartir el fruto del crecimiento —lo que nosotros llamamos inclusión— para alcanzar un crecimiento económico sostenible. Todos los sectores de la sociedad deberían pensar que tienen la oportunidad de forjarse una vida mejor.

El nuevo análisis del personal técnico que se publica hoy revela los distintos canales a través de los cuales las indispensables reformas para el fomento del crecimiento (por ejemplo, en agricultura, el sector financiero y la inversión pública) en ocasiones pueden ampliar la desigualdad en los países de más bajo ingreso. Asimismo, el estudio demuestra que la aplicación de medidas adicionales puede mitigar la disyuntiva entre crecimiento e igualdad.

En resumidas cuentas: En primer lugar, las políticas favorables al crecimiento solo son verdaderamente inclusivas si en su diseño se tiene muy en cuenta quiénes saldrán ganando y perdiendo con ellas. En segundo lugar, las medidas orientadas a fines concretos pueden garantizar que las reformas económicas imprescindibles beneficien a todo el mundo ayudando también a seguir abogando por ellas.

Análisis de ganadores y perdedores

Elevar el crecimiento y reducir la desigualdad resulta especialmente complicado en países en los cuales los trabajadores no tienen facilidades para trasladarse y existen

enormes diferencias en cuanto a productividad entre los servicios, la industria y la agricultura. La gran economía informal, las deficiencias en infraestructuras y la falta de servicios financieros dificultan todavía más esta labor. Con todo, este suele ser el caso de muchos de los países miembros más pobres del FMI.

En África subsahariana, por ejemplo, trasladarse de las zonas rurales a las urbanas cuesta más del doble que en China. Solo un tercio de los hogares de África subsahariana disponen de electricidad, mientras que en el resto del mundo la cifra alcanza el 85%. Asimismo, en los países de bajo ingreso, solo en torno al 20% de la población adulta tiene una cuenta bancaria, frente al 80% en el resto del mundo.

Estos obstáculos entorpecen la aplicación de reformas fructíferas y equitativas, como se observa en el caso del desarrollo de infraestructuras y las reformas del sector financiero.

Una inversión mayor y más eficiente en carreteras, aeropuertos, redes eléctricas y educación contribuye un crecimiento más productivo de la economía y facilita el traslado de la población de las granjas a las ciudades. No obstante, la inversión en infraestructuras también puede generar desigualdad si algunos sectores de la economía se vuelven más competitivos que otros, sobre todo cuando la movilidad de la mano de obra es limitada.

Algo similar ocurre en el caso de las reformas del sector financiero. El aspecto positivo de estas reformas es que podrían abaratar los préstamos, lo cual estimularía la inversión privada e impulsaría el crecimiento. Pero, a menos que las reformas financieras tengan calado suficiente, es posible que no puedan ayudar a los segmentos más pobres de la población a obtener acceso al crédito y los servicios financieros.

Cómo generar un crecimiento sólido pero inclusivo

Así pues, ¿qué se puede hacer? La respuesta no es que las autoridades económicas pospongan las reformas que estimulan la productividad y el crecimiento, sino que planteen fórmulas para que dichas reformas resulten atractivas tanto desde el punto de vista del crecimiento como desde el punto de vista del reparto.

Teniendo esto presente, el documento de nuestro personal técnico aborda los casos de varios países y analiza de qué modo las medidas orientadas a fines concretos pueden complementar las reformas y compensar los efectos negativos del reparto.

Por ejemplo, si Malawi se plantease reducir las subvenciones a la producción de maíz con vistas a mejorar la productividad del sector agrícola, el uso de transferencias monetarias selectivas a hogares afectados permitiría prestar ayudas inmediatas a los agricultores perjudicados quizá por el cambio. Este método ha sido utilizado con éxito para reducir la pobreza y la desigualdad en países como Etiopía, que cuenta con uno de los programas de transferencias sociales más importantes de África.

Asimismo, con respecto a la reforma del sector financiero, si Etiopía incrementase el crédito al sector privado para promover las manufacturas e impulsar el crecimiento y el empleo, ampliar de forma complementaria el acceso financiero de la población rural y aumentar la movilidad de la mano de obra —facilitando el transporte entre zonas rurales y urbanas, ofreciendo viviendas urbanas a precios asequibles y capacitación— contribuiría a reducir la desigualdad entre sectores. De este modo, los trabajadores rurales podrían encontrar trabajos mejor pagados en sectores más modernos y competitivos, como los de las manufacturas y los servicios.

Además, los gobiernos pueden orientar la inversión a la mejora de la productividad en los sectores desfavorecidos, y compensar los efectos de otras reformas. En Myanmar, por ejemplo, donde la mitad de la población activa trabaja en granjas, las inversiones

en electrificación, riego e investigación y desarrollo para la mejora de las variedades de semillas contribuirían a mejorar considerablemente la productividad agrícola.

No hay duda de que los gobiernos tendrán dificultades para formar consenso en torno a ambiciosas políticas de crecimiento. El FMI seguirá trabajando con ellos, abogando por reformas que den frutos que todo el mundo pueda disfrutar.”

Fuente de información:

<http://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=7057>

Revisando la formulación de políticas en una región con problemas (BID)

El 9 de febrero de 2017, el Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) publicó una reflexión en torno la formulación de políticas públicas en América Latina. A continuación se presenta la información.

Durante gran parte de su historia reciente, América Latina ha alternado entre políticas controladas por el Estado y otras orientadas al mercado. Ha oscilado entre el modelo de sustitución de importaciones de la posguerra y la liberalización del Consenso de Washington de los años 90, con una serie de variaciones menores en áreas que van de la industria al comercio. Sin embargo, no se han logrado avances significativos hacia metas económicas y sociales clave. En muchos países, la pobreza y la desigualdad, por citar dos ejemplos, han resultado ser testarudamente resistentes a la innovación tecnocrática. Las fallas en las políticas podrían tener parte de la culpa. Pero quizás el mayor problema haya sido el mismo proceso de formulación de políticas, la fabricación del chorizo más que el chorizo.

A comienzos de la década de 2000, el Departamento de Investigación¹ del BID comenzó a explorar la segunda posibilidad, y analizó en profundidad las recetas necesarias para la buena gobernabilidad. Tomando conceptos de la economía y la ciencia política, se embarcó en un innovador camino que enfatizó los ingredientes clave² de la formulación de políticas exitosa, como la existencia de partidos políticos (o coaliciones) bien institucionalizados con plataformas a largo plazo y la capacidad de lograr consensos; un poder judicial independiente, y una administración pública capaz de implementar acuerdos. Analizó la forma en que las interacciones entre actores clave en el proceso político facilitaban u obstaculizaban la cooperación necesaria para producir políticas estables pero también flexibles, en pos del bien público. E investigó las leyes, las reglas y los incentivos que influenciaban la forma en que ocurrían las interacciones.

Artículos académicos y libros publicados por el BID culminaron en 2008 con *El Proceso de Formulación de Políticas Públicas en América Latina*³ y su actualización y traducción al español de 2010, *El juego político en América Latina: ¿Cómo se deciden las políticas públicas?*⁴, que brindaron un análisis detallado de instituciones clave en distintos países. Estas publicaciones incluían a los principales responsables de las decisiones: los poderes ejecutivo, legislativo y judicial; autoridades subnacionales; partidos y sistemas políticos, y burocracias. Pero los capítulos de esos libros, escritos alrededor de 2006 y que descansan principalmente en bases de datos de comienzos de la década de 2000, ya tienen más de 10 años. Necesitan una revisión.

Gracias a un seminario⁵ en colaboración con el *James A. Baker III Institute for Public Policy*⁶ de la Universidad Rice que se realizará el 15 de septiembre próximo en el BID,

¹ <http://www.iadb.org/es/investigacion-y-datos/inicio,1612.html>

² <http://blogs.iadb.org/Ideasquecuentan/2014/12/08/como-vamos-con-la-calidad-de-nuestras-politicas-publicas/>

³ http://www.iadb.org/es/investigacion-y-datos/publication-details,3169.html?pub_id=B%2D626

⁴ <https://publications.iadb.org/handle/11319/332?locale-attribute=es&>

⁵ <http://events.iadb.org/calendar/eventDetail.aspx?lang=es&id=5262&>

⁶ <http://www.bakerinstitute.org/>

esa revisión se concretará. Los artículos originales serán evaluados a la luz de acontecimientos recientes, se presentarán artículos nuevos, y los formuladores de políticas que escribieron los capítulos originales disertarán sobre la influencia de la contribución en su trabajo. Además, el análisis original, que incluyó ocho países de América Latina, será expandido a América Central.

Habrá mucho terreno por cubrir. Como se describió en un estudio⁷ que actualiza material de los dos libros originales, gran parte del análisis original a nivel país sigue vigente. Pero se han producido cambios importantes. Chile, por ejemplo, sigue marcando el ritmo como el líder en formulación de políticas en la región. Tiene un presidente con considerables poderes para fijar la agenda, numerosos actores con poder de veto, un poder judicial independiente, y una administración pública eficiente y con base en el mérito. Sigue teniendo muchos de los elementos que contribuyen a robustas capacidades de gobierno y un sólido desempeño económico. Sin embargo, una reforma de 2015 ahora potencialmente amenaza con socavar una fuente clave de fortaleza. La eliminación del sistema electoral binomial, que sostuvo dos coaliciones electorales estables, para adoptar un sistema de representación proporcional, podría llevar, antes de los próximos comicios legislativos y presidenciales de este año, a un Congreso mucho más fragmentado.

Países como Argentina, Brasil, Colombia, México y Paraguay, aunque en general similares institucionalmente a 2006, han experimentado transformaciones aún mayores. Algunos ejemplos son la presencia significativamente mayor del Estado argentino en la economía de mercado; una serie de reformas electorales en Colombia que han reducido la dispersión legislativa e impulsado la formulación de políticas, y la autonomía y el poder crecientes de los gobernadores en México.

⁷ http://www.iadb.org/en/research-and-data/publication-details,19539.html?pub_id=IDB-WP-731&pub_type_id=FIN

Algunos de los mayores cambios se produjeron en Ecuador. Allí, un proceso de formulación de políticas débil, caracterizado por un Congreso fragmentado y una frecuente parálisis legislativa, ha dado paso a un proceso de toma de decisiones fluido, efectivo y muy disciplinado. Reformas de 2008 que aumentaron los poderes presidenciales merecen parte del crédito. Pero los avances también son producto de la popularidad personal del presidente Rafael Correa y del hecho de que posee amplias mayorías en el Congreso. Queda por verse si esta cohesión y vigor nuevos sobreviven la partida de Correa de la presidencia.

Las capacidades de gobierno⁸ de nivel alto, según fueron medidas en varios estudios del BID, se asocian desde hace tiempo con mayores tasas de crecimiento del PIB per cápita, una mayor calidad de la infraestructura, y una variedad de otros resultados positivos. Cuando América Latina atraviesa un período difícil, con crecientes escándalos políticos en algunos países y una desaceleración económica en muchos otros, el desafío de identificar los factores institucionales detrás del desempeño y realizar correcciones no podría ser más urgente.

Fuente de información:

<http://blogs.iadb.org/Ideasquecuentan/2017/02/09/3542/>

Resultados de la Reunión del Consejo de Gobierno (BCE)

El 19 de enero de 2017, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, la conferencia de prensa que ofreció el Presidente de dicho organismo sobre los resultados de la Reunión del Consejo de Gobierno. A continuación se presenta su intervención.

⁸ <http://blogs.iadb.org/Ideasquecuentan/2014/12/18/el-eslabon-debil-las-capacidades-del-gobierno-en-america-latina/>

Señoras y señores, permítanme ante todo desearles un feliz año nuevo. Al Vicepresidente y a mí nos complace darles la bienvenida a nuestra conferencia de prensa. A continuación les informaremos del resultado de la reunión de hoy del Consejo de Gobierno. Sobre la base de nuestro análisis económico y monetario periódico, hemos decidido mantener sin variación las tasas de interés oficiales del BCE. Seguimos esperando que se mantengan en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un período prolongado que superará con creces el horizonte de nuestras compras netas de activos. Por lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, confirmamos que continuaremos las compras en el marco del programa de compras de activos (APP) al ritmo actual de 80 mil millones de euros mensuales hasta el final de marzo de 2017, y que a partir de abril las compras netas continuarán 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. Paralelamente a las compras netas se reinvertirá el principal de los valores adquiridos en el marco de este programa a medida que vayan venciendo.

El Consejo de Gobierno también ha decidido hoy otros detalles adicionales sobre la forma en que el Eurosistema comprará activos con rendimientos inferiores a la tasa de interés de la facilidad de depósito en el marco del programa de compras de valores públicos. Estas decisiones se publicarán en una nota de prensa a las 15:30 (hora central europea).

Las decisiones de política monetaria adoptadas en diciembre de 2016 han logrado mantener el nivel muy favorable de las condiciones de financiamiento necesario para asegurar una convergencia sostenida de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a mediano plazo. Las condiciones de financiamiento de las empresas y los hogares siguen beneficiándose de la transmisión de nuestras medidas. Como se esperaba, la inflación se ha incrementado recientemente, debido en gran parte

a efectos de base en los precios de la energía, si bien las presiones de la inflación subyacente siguen siendo débiles. El Consejo de Gobierno seguirá haciendo abstracción de las variaciones de la inflación medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) si considera que son transitorias y que no tienen implicaciones en las perspectivas a mediano plazo para la estabilidad de precios.

Se necesita un grado de política monetaria acomodaticia muy sustancial para aumentar las presiones inflacionistas en la zona del euro y respaldar la inflación a mediano plazo. Si fuera necesario para el cumplimiento de su objetivo, el Consejo de Gobierno actuará utilizando todos los instrumentos disponibles en su mandato. En particular, si las perspectivas fueran menos favorables, o si las condiciones financieras fueran incompatibles con la continuación del progreso hacia un ajuste sostenido en la senda de inflación, estamos preparados para ampliar el volumen y/o la duración del programa de compras de activos.

Permítanme explicar más detalladamente nuestra valoración, comenzando con el análisis económico. El PIB real de la zona del euro aumentó un 0.3%, en tasa trimestral, en el tercer trimestre de 2016, tras haber registrado una tasa de crecimiento similar en el segundo trimestre. Los datos más recientes, procedentes principalmente de encuestas, apuntan a un crecimiento ligeramente mayor en el último trimestre de 2016. De cara al futuro, esperamos que la recuperación de la economía continúe reforzándose. La transmisión de nuestras medidas de política monetaria está apoyando a la demanda interna y facilitando el proceso actual de desapalancamiento. Las condiciones de financiamiento muy favorables y las mejoras de la rentabilidad de las empresas siguen propiciando la recuperación de la inversión. Asimismo, las mejoras sostenidas del empleo, favorecidas también por anteriores reformas estructurales, respaldan el consumo privado mediante incrementos de la renta real disponible de los hogares. Al mismo tiempo, se observan señales de una recuperación algo más sólida a nivel mundial. No obstante, se espera que el crecimiento económico en 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. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento en la zona del euro siguen apuntando a la baja y están relacionados principalmente con factores mundiales.

Según Eurostat, la inflación anual medida por el IAPC de la zona del euro registró un acusado incremento desde el 0.6% en noviembre de 2016 hasta el 1.1% en diciembre. Este aumento obedeció principalmente a un fuerte incremento de la inflación anual de los precios de la energía, si bien aún no se observan señales de una clara tendencia al alza en la inflación subyacente. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros del petróleo, es probable que la inflación siga repuntando a corto plazo, debido principalmente a cambios en la tasa de variación anual de los precios energéticos. No obstante, se espera que los indicadores de la inflación subyacente aumenten de forma más gradual a medio plazo, con el apoyo de nuestras medidas de política monetaria, de la recuperación económica esperada y de la correspondiente absorción gradual de la capacidad productiva sin utilizar.

En lo que respecta al análisis monetario, el agregado monetario amplio (M3) sigue creciendo a un ritmo sólido y su tasa de crecimiento anual se incrementó hasta el 4.8% en noviembre de 2016, desde el 4.4% registrado en octubre. Al igual que en meses anteriores, el crecimiento anual de M3 se basó principalmente en sus componentes más líquidos, con una tasa de crecimiento anual del agregado monetario estrecho (M1) del 8.7% en noviembre, frente al 8.0% de octubre.

La dinámica de los préstamos se mantuvo en la senda de recuperación gradual observada desde comienzos de 2014. La tasa de crecimiento anual de los préstamos a las sociedades no financieras se situó en el 2.2% en noviembre de 2016, tras el 2.1% registrado el mes anterior. La tasa de crecimiento anual de los préstamos a los hogares fue del 1.9% en noviembre, tras el 1.8% de octubre. Aunque la evolución del crédito

bancario continúa reflejando su desfase con respecto al ciclo económico, el riesgo de crédito y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero, las medidas de política monetaria aplicadas desde junio de 2014 están apoyando significativamente las condiciones de financiamiento de las empresas y los hogares y, con ello, los flujos de crédito en el conjunto de la zona del euro. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2016 muestra que los criterios de aprobación de préstamos a las empresas están, en general, estabilizándose, mientras que la demanda ha seguido aumentando a un ritmo sólido en todas las categorías de préstamos.

En síntesis, el contraste de los resultados del análisis económico con las señales procedentes del análisis monetario confirmó la necesidad de mantener un grado muy considerable de una política monetaria acomodaticia para asegurar un retorno sostenido de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2% sin retrasos indebidos.

La política monetaria se centra en el mantenimiento de la estabilidad de precios a mediano plazo y su orientación acomodaticia respalda la actividad económica. Para obtener todos los beneficios de nuestras medidas de política monetaria, es necesaria una contribución mucho más decisiva de otras políticas, tanto a nivel nacional como europeo. La aplicación de reformas estructurales debe intensificarse considerablemente para aumentar la capacidad de resistencia, reducir el desempleo estructural e impulsar la inversión, la productividad y el crecimiento del producto potencial en la zona del euro. Las reformas estructurales son necesarias en todos los países de la zona. En particular, se necesitan reformas para mejorar el entorno empresarial, incluidas unas infraestructuras públicas adecuadas. Asimismo, el refuerzo de las actuales iniciativas de inversión, los progresos en la unión de los mercados de capitales y las reformas que mejorarán el tratamiento de los préstamos dudosos son una prioridad. Las políticas fiscales también deberían sostener la recuperación económica sin dejar de observar las

normas fiscales de la Unión Europea. La aplicación plena y coherente del Pacto de Estabilidad y Crecimiento a lo largo del tiempo y en los distintos países sigue siendo indispensable para asegurar la confianza en el marco fiscal.

Al mismo tiempo, es esencial que todos los países intensifiquen sus esfuerzos para lograr una composición de las políticas fiscales más favorable al crecimiento.

Quedamos a su disposición para responder a sus preguntas.

Al mismo tiempo, es esencial que todos los países intensifiquen sus esfuerzos para lograr una composición de las políticas fiscales más favorable al crecimiento.

Fuente de información:

<http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/DecisionesPoliticaMonetaria/17/isi170119es.pdf>

Resultados de la Encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al primer trimestre de 2017 (BCE)

El 20 de enero de 2017, el Banco Central Europeo (BCE) publicó los resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al primer trimestre de 2017. A continuación se presenta el contenido.

Los participantes en la encuesta del BCE a Expertos en Previsión Económica (EPE) correspondiente al primer trimestre de 2017 sitúan las previsiones medias de inflación para 2017, 2018 y 2019 en el 1.4, 1.5 y 1.6%, respectivamente. Esto significa que las expectativas para 2017 y 2018 se han revisado al alza en 0.2 y 0.1 puntos porcentuales, como consecuencia, en gran medida, del incremento del precio del petróleo (convertido a euros). Las previsiones medias de inflación a más largo plazo (para 2021) se mantienen sin variación en el 1.8 por ciento.

Los participantes en la encuesta han revisado al alza, en 0.1 puntos porcentuales, sus expectativas de crecimiento de la actividad económica de la zona del euro para 2017, pero no se han producido cambios en sus expectativas para 2018 o a más largo plazo (2021). Las expectativas de crecimiento del PIB real se sitúan en el 1.5% anual para 2017, 2018 y 2019.

Las expectativas relativas a la tasa de desempleo continúan indicando una senda descendente. Las previsiones medias sitúan la tasa de desempleo en el 9.5, 9.2 y 8.9% para 2017, 2018 y 2019, respectivamente. En relación con la encuesta correspondiente al cuarto trimestre de 2016, estas cifras representan revisiones a la baja de 0.2 puntos porcentuales para 2017 y de 0.1 puntos porcentuales para 2018. La previsión media relativa a la tasa de desempleo a más largo plazo (en 2021) se ha revisado a la baja en 0.2 puntos porcentuales, hasta el 8.5 por ciento.

**RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN
PREVISIÓN ECONÓMICA (EPE) PARA EL PRIMER TRIMESTRE DE 2017
-Tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario-**

| Horizonte de la encuesta | 2017 | 2018 | 2019 | Largo plazo ^{1/} |
|--|------|------|------|---------------------------|
| Inflación medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) | | | | |
| EPE I trimestre 2017 | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 1.8 |
| EPE anterior (IV trimestre 2016) | 1.2 | 1.4 | -- | 1.8 |
| Crecimiento del PIB real | | | | |
| EPE I trimestre 2017 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.6 |
| EPE anterior (IV trimestre 2016) | 1.4 | 1.5 | -- | 1.6 |
| Tasa de desempleo ^{2/} | | | | |
| EPE I trimestre 2017 | 9.5 | 9.2 | 8.9 | 8.5 |
| EPE anterior (IV trimestre 2016) | 9.7 | 9.3 | -- | 8.7 |

^{1/}Las expectativas a largo plazo se refieren a 2021.

^{2/}En porcentaje de la población activa.

FUENTE: BCE.

Notas:

- La Encuesta de Expertos en Previsión Económica (EPE) del BCE se lleva a cabo trimestralmente y recoge las expectativas de inflación, de crecimiento del PIB real y de desempleo en la zona del euro en diversos horizontes temporales, junto

con una valoración cuantitativa de la incertidumbre existente en torno a dichas expectativas. Los participantes en la encuesta son expertos pertenecientes a instituciones financieras o no financieras radicadas en la Unión Europea. Los resultados de la encuesta no constituyen las opiniones de los órganos rectores del BCE ni de su personal. Las siguientes proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema se publicarán el 9 de marzo de 2017.

- Desde 2015, los resultados de la encuesta EPE del BCE se publican en el sitio *web* del BCE. En relación con las encuestas anteriores al primer trimestre de 2015, véase el Boletín Mensual del BCE (2002-2014: primer trimestre, febrero; segundo trimestre, mayo; tercer trimestre, agosto, y cuarto trimestre, noviembre).
- La encuesta EPE correspondiente al primer trimestre de 2017 se realizó entre el 4 y el 11 de enero de 2017. Se recibieron 57 respuestas, en línea, en términos generales, con la media de respuestas (59) de las encuestas correspondientes al primer trimestre de cada año.
- El informe de la EPE del BCE y los datos correspondientes se encuentran disponibles en el apartado dedicado a la EPE del sitio web del BCE así como en el Statistical Data Warehouse del BCE.

Fuente de información:

http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativasBCE/17/presbce2017_12.pdf

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria de la Zona del Euro (BCE)

El 2 de febrero de 2017, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Económico. A continuación se presenta la *Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria de la Zona del Euro*.

Las decisiones de política monetaria adoptadas en diciembre de 2016 han logrado que se mantengan las condiciones de financiamiento muy favorables que son necesarias para asegurar una convergencia sostenida de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a mediano plazo. Las condiciones de financiamiento de las empresas y de los hogares siguen beneficiándose de la transmisión de las medidas del BCE. Como se esperaba, la inflación ha aumentado recientemente, debido en gran medida a efectos de base de los precios de la energía, si bien las presiones sobre la inflación subyacente se mantienen contenidas. El Consejo de Gobierno seguirá haciendo abstracción de las variaciones de la inflación medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) si considera que son transitorias y que no tienen implicaciones en las perspectivas a mediano plazo para la estabilidad de precios.

Los indicadores globales disponibles apuntan a la continuación del moderado repunte del crecimiento de la actividad y del comercio mundial a finales de 2016. Entre tanto, las condiciones financieras a nivel mundial se han endurecido y las economías emergentes han registrado salidas de capital. La inflación mundial ha aumentado, respaldada por la contribución cada vez menos negativa de los precios de la energía. Los riesgos para las perspectivas de actividad mundial siguen situándose a la baja y están relacionados, en particular, con la incertidumbre política y los desequilibrios financieros.

Desde la reunión del Consejo de Gobierno del 8 de diciembre de 2016, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han disminuido ligeramente y la curva de tasas *forward* del *eonia* se ha desplazado a la baja en los plazos medios. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras se han incrementado y los diferenciales de renta fija privada han caído. El tipo de cambio del euro, ponderado por el comercio, se mantuvo prácticamente estable.

La expansión económica de la zona del euro prosigue y se fortalece, impulsada principalmente por la demanda interna. De cara al futuro, se espera que el crecimiento económico continúe afianzándose. La transmisión de las medidas de política monetaria del BCE está sustentando la demanda interna y facilitando el proceso actual de desapalancamiento. Las muy favorables condiciones de financiamiento y la mejora de la rentabilidad empresarial siguen propiciando la recuperación de la inversión. Asimismo, el aumento sostenido del empleo, favorecido también por las reformas estructurales realizadas en el pasado, respalda el consumo privado a través de incrementos de la renta real disponible de los hogares. 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. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento en la zona del euro siguen apuntando a la baja y están relacionados, principalmente, con factores de carácter global.

Según *Eurostat*, la inflación anual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1.1% en diciembre de 2016, frente al 0.6% registrado en noviembre. Este aumento obedeció principalmente a un fuerte incremento de la tasa de variación 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 de los futuros del petróleo vigentes, es probable que la inflación general siga repuntando a

corto plazo, debido sobre todo a las variaciones de la tasa de avance anual de los precios de la energía. No obstante, se espera que los indicadores de la inflación subyacente aumenten de forma más gradual a mediano plazo, 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.

Aunque la evolución del crédito bancario continúa reflejando su desfase con respecto al ciclo económico, el riesgo de crédito y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero, las medidas de política monetaria aplicadas desde junio de 2014 están apoyando significativamente las condiciones de financiamiento de las empresas y de los hogares y, con ello, los flujos de crédito en el conjunto de la zona del euro. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2016 muestra que los criterios de aprobación de préstamos a las empresas están, en general, estabilizándose, mientras que la demanda de crédito ha seguido aumentando a un ritmo sólido en todas las categorías de préstamos. Por tanto, el crecimiento de los préstamos al sector privado ha seguido recuperándose paulatinamente. Además, se estima que el costo nominal total del financiamiento externo de las sociedades no financieras disminuyó ligeramente en diciembre.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno, en su reunión del 19 de enero de 2017, decidió mantener sin variación las tasas de interés oficiales del BCE. El Consejo de Gobierno sigue esperando que estas tasas permanezcan en los niveles actuales, o inferiores, durante un período prolongado, que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos. Por lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que el Eurosistema seguirá realizando compras en el marco del programa de compras de activos al ritmo actual de 80 mil millones de euros mensuales hasta el final de marzo de 2017, y que, a partir de abril, 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. 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.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno confirmó que se necesita un grado de acomodación monetaria muy sustancial para que las presiones inflacionarias en la zona del euro aumenten y respalden la inflación a mediano plazo. Si fuera necesario para el cumplimiento de su objetivo, el Consejo de Gobierno actuará utilizando todos los instrumentos disponibles en su mandato. En particular, si las perspectivas fueran menos favorables, o si las condiciones financieras fueran incompatibles con el avance hacia un ajuste sostenido de la senda de inflación, el Consejo de Gobierno está preparado para ampliar el volumen y la duración del programa de compras de activos.

Fuente de información:

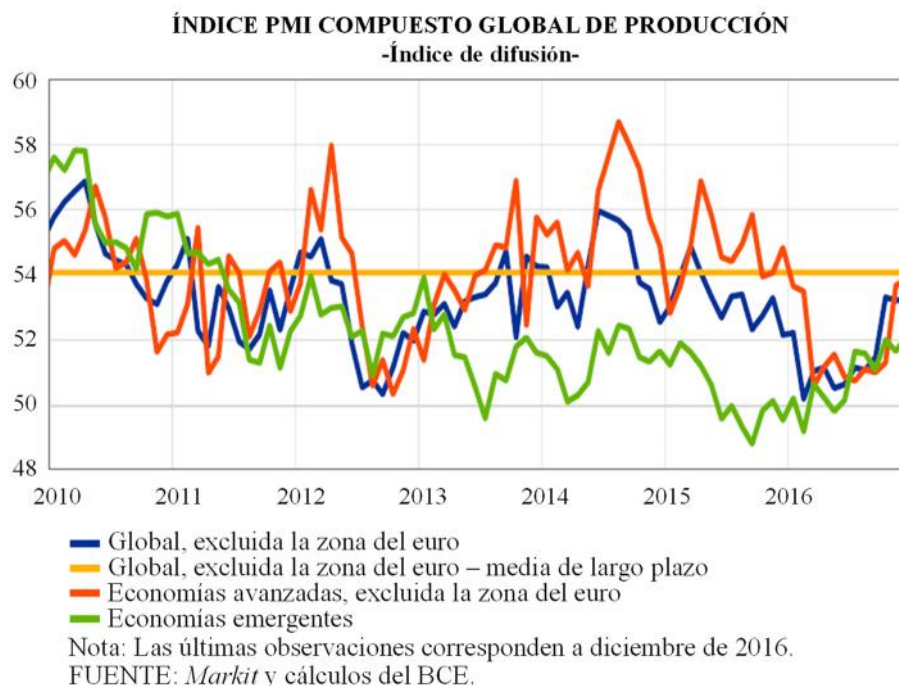
<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2017/Fich/bebce1701-1.pdf>

Entorno Exterior de la Zona del Euro (BCE)

El 2 de febrero de 2017, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Económico. A continuación se presenta el artículo *Entorno exterior de la Zona del Euro*.

Las encuestas apuntan a la continuación de la moderada recuperación del crecimiento mundial a finales de 2016. El índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción alcanzó el nivel más elevado registrado en más de un año aumentando hasta situarse en 53.3 en el último trimestre de 2016. Los PMI trimestrales se incrementaron en todas las principales economías avanzadas, y los correspondientes a

Japón retornaron a una senda expansiva. Estos índices aumentaron en China y en Rusia, mientras que el PMI de la India experimentó un acusado descenso como consecuencia de los efectos negativos derivados de la decisión adoptada recientemente por el Gobierno de que algunos billetes dejen de tener curso legal. En Brasil, los indicadores de opinión se mantuvieron en niveles muy bajos.

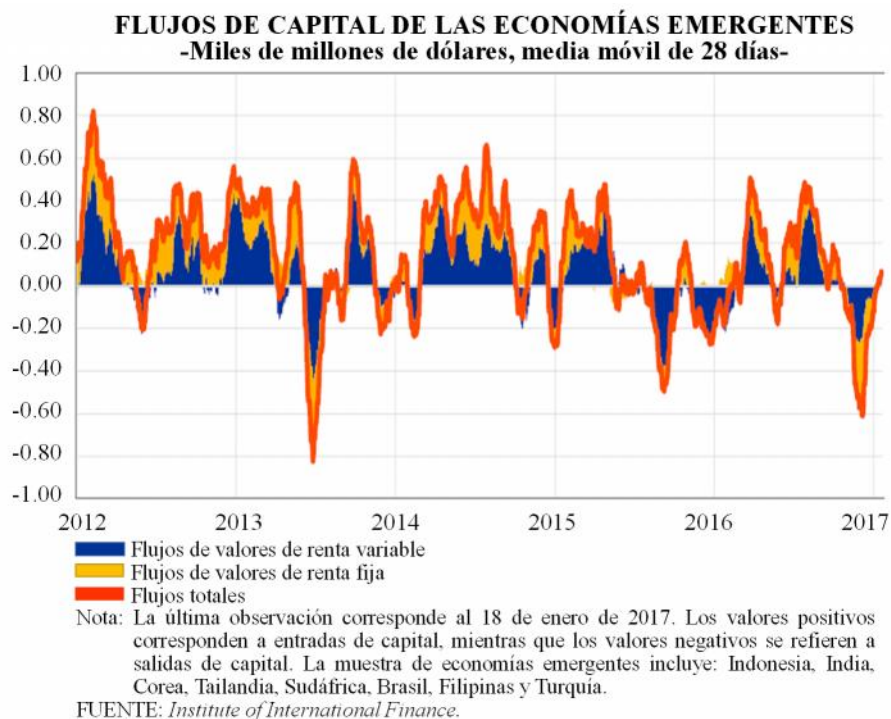


Las condiciones financieras a nivel mundial se han endurecido. Los rendimientos de los valores de renta fija se han incrementado en Estados Unidos de Norteamérica y en todo el mundo en los últimos meses. El endurecimiento de las condiciones financieras ha sido consecuencia, en cierta medida, de las medidas adoptadas por el banco central en Estados Unidos de Norteamérica. En diciembre de 2016, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió aumentar 25 puntos básicos, de 0.5 a 0.75%, la banda objetivo para la tasa de interés de referencia de los fondos federales. En un contexto de condiciones financieras más restrictivas, algunas economías emergentes tuvieron que hacer frente a presiones considerables en forma de salidas de capital a finales de 2016. México y Turquía se vieron particularmente afectados, con

una notable depreciación de sus monedas y un acusado aumento de las tasas de interés. En Turquía, la evolución mundial acrecentó la incertidumbre política y las vulnerabilidades macroeconómicas internas. En China también se observaron sustanciales salidas de capital y una reducción de sus reservas exteriores. En cambio, en Rusia, el rublo se apreció y las cotizaciones bursátiles experimentaron un fuerte incremento, principalmente como resultado de la recuperación de los precios del petróleo.

El comercio mundial se mantuvo en una senda de moderada recuperación hacia el final del año. El crecimiento del comercio mundial permaneció en terreno positivo por cuarta vez consecutiva en octubre, mes en que las importaciones mundiales de bienes en términos reales aumentaron un 0.8% (en tasa trimestral), tras la debilidad observada en el primer semestre de 2016. Los indicadores adelantados también confirman esta tendencia positiva. El índice PMI global de nuevos pedidos exteriores alcanzó su nivel más elevado en más de dos años y se situó en 51.4 en diciembre.

La inflación mundial continuó aumentando en noviembre, respaldada por la contribución cada vez menos negativa de los precios de la energía. En los países pertenecientes a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación anual medida por los precios al consumidor repuntó hasta situarse en 1.4% en noviembre, la tasa más elevada en dos años. En estos países, la inflación anual, excluidos la energía y los alimentos, se estabilizó en 1.7%. Se espera que la desaparición de los efectos de base derivados de las anteriores disminuciones de los precios de las materias primas contribuya a un nuevo aumento de la inflación general en los próximos meses, aunque la existencia de capacidad productiva sin utilizar seguirá afectando a la inflación mundial.



El precio del barril de Brent se mantuvo dentro de una horquilla de entre 52 y 56 dólares estadounidenses tras el anuncio de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de introducir recortes en la producción. Los precios del petróleo se vieron favorecidos por la decisión adoptada el 30 de noviembre por la OPEP de recortar la producción en 1.2 millones de barriles diarios a partir de enero de 2017 y recibieron un impulso adicional con el acuerdo alcanzado el 12 de diciembre por los países productores no pertenecientes a la OPEP de reducir la producción en 0.6 millones de barriles diarios. En horizontes superiores a seis meses, las expectativas de los mercados han seguido sin verse apenas afectadas por la decisión de la OPEP, lo que apunta a que no ha alterado los fundamentos del mercado del petróleo. La oferta mundial de crudo alcanzó un total de 98.2 millones de barriles diarios en noviembre, un máximo histórico, ya que las reducciones de la producción de países que no son miembros de la OPEP se vieron contrarrestadas por el aumento de la producción de los países pertenecientes a esta organización. Se espera que el incremento de la demanda de petróleo continuara en el cuarto trimestre de 2016 (en 1.3 millones de barriles diarios en comparación con un año antes), debido, en parte, a las revisiones al alza del consumo en China. Los

precios de las materias primas no energéticas han subido marginalmente desde mediados de diciembre, fundamentalmente como consecuencia de un aumento sustancial de los precios del mineral de hierro y del cobre, relacionado con una demanda de metales mayor de la esperada en China y con algunas perturbaciones de oferta.

En Estados Unidos de Norteamérica, la actividad económica es vigorosa, pese a una incertidumbre política significativa. El PIB creció a una tasa anualizada del 3.5% en el tercer trimestre de 2016, sustentado fundamentalmente en el gasto en consumo, en la demanda exterior neta y en un cambio en la contribución de las existencias. Los indicadores recientes sugieren que la vigorosa expansión continuó en el último trimestre de 2016, aunque a un ritmo más lento que en el trimestre precedente. Pese a la incertidumbre política -ya que solo se han conocido unos pocos detalles de los cambios de política de la nueva Administración- las encuestas de confianza publicadas después de las elecciones señalan unas perspectivas favorables en el corto plazo. Las tensiones en el mercado de trabajo siguieron acrecentándose y en los tres meses transcurridos hasta diciembre se registraron aumentos mensuales de 165 mil empleos, en promedio, en el sector no agrícola. Esto contribuyó a una nueva aceleración de los incrementos salariales, y el crecimiento anual de las ganancias medias por hora se incrementó hasta el 2.9%. En diciembre, la inflación anual medida por el índice de precios al consumidor (IPC) en Estados Unidos de Norteamérica aumentó hasta situarse en 2.1%, principalmente como consecuencia del aumento de los precios de la gasolina, mientras que el IPC, excluidos la energía y los alimentos, se incrementó hasta el 2.2 por ciento.

En Japón, el crecimiento económico sigue siendo modesto. El PIB de este país avanzó un 0.3%, en tasa trimestral, en el tercer trimestre de 2016, ya que tanto el crecimiento de la demanda interna como la demanda exterior neta continuaron siendo moderados. Los datos más recientes sugieren un repunte de las exportaciones reales y de la producción industrial hacia finales del año, mientras que el dinamismo del consumo

privado siguió siendo débil, y las encuestas señalan que las empresas mantienen la cautela en lo que respecta a las perspectivas. Pese a las tensiones observadas en el mercado de trabajo, como puso de manifiesto el hecho de que la tasa de desempleo permaneciera en el 3% en octubre, el crecimiento anual de los salarios reales se mantuvo estancado ese mes. La inflación medida por el IPC aumentó de nuevo en noviembre, con una tasa anual del 0.5%. Al mismo tiempo, el avance anual del IPC, excluidos los alimentos fresco y la energía, el indicador de la inflación subyacente más utilizado por el Banco de Japón, se desaceleró hasta situarse en 0.2 por ciento.

En Reino Unido, los indicadores recientes apuntan a nuevos signos de capacidad de resistencia de la economía en un entorno de aumento considerable de la inflación. En el tercer trimestre de 2016, el PIB se incrementó un 0.6% en tasa trimestral, desafiando las expectativas de brusca desaceleración en el período inmediatamente posterior al *referéndum* de Reino Unido sobre la pertenencia a la Unión Europea (UE). Los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica siguió mostrando capacidad de resistencia en el último trimestre del año. La inflación anual medida por el IPC se aceleró hasta situarse en 1.6% en diciembre de 2016, en parte impulsada por los precios de la energía. El impacto del debilitamiento de la libra esterlina también es cada vez más evidente en las primeras fases del proceso de determinación de precios, como muestran los acusados aumentos de los precios de importación y de los de producción en los últimos meses.

En China, el crecimiento económico se ha estabilizado. Los datos más recientes son acordes con una estabilización del crecimiento del PIB, tras aumentar hasta el 6.7%, en tasa anual, en el tercer trimestre. Los datos relativos a noviembre muestran un crecimiento estable, en general, de la producción industrial, con un repunte de la actividad de las empresas públicas. La inversión en activos fijos también se ha estabilizado, mientras que los PMI han mostrado una tendencia al alza desde mediados de año. La inflación anual medida por el IPC se situó en 2.1% en diciembre, frente al

2.3% de noviembre. La inflación medida por el IPC excluidos la energía y los alimentos se mantuvo sin cambios en 1.9%. Mientras, la tasa de variación anual de los precios de producción ha repuntado con fuerza y en diciembre se aceleró hasta el 5.5%, la más alta registrada desde septiembre de 2011, ya que los precios de los productos mineros y los de la energía aumentaron considerablemente.

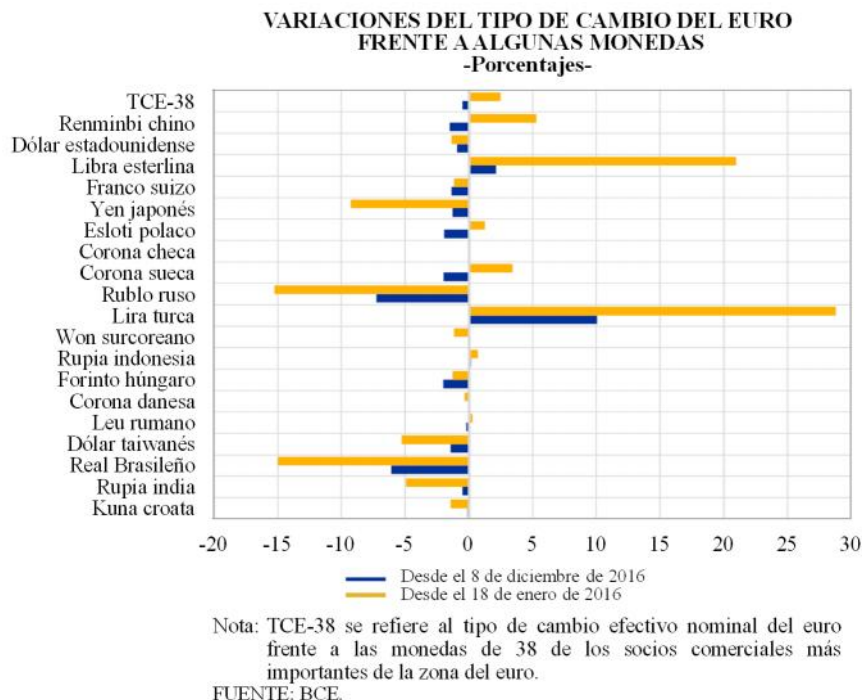
Fuente de información:

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2017/Fich/bebce1701-1.pdf>

Evolución Financiera de la Zona del Euro (BCE)

El 2 de febrero de 2017, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Económico. A continuación se presenta el artículo *Evolución Financiera de la Zona del Euro*.

Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro han disminuido ligeramente desde principios de diciembre. Durante el período de referencia (del 8 de diciembre de 2016 al 18 de enero de 2017), las tasas de interés de la deuda soberana a diez años de la zona del euro descendieron en torno a 5 puntos básicos. Los diferenciales con respecto al bono alemán a diez años se mantuvieron prácticamente estables en la mayoría de los países, excepto en Grecia, donde se ampliaron en 48 puntos básicos.



Los diferenciales de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras cayeron durante el período considerado. El 18 de enero, los diferenciales de los valores de renta fija de sociedades no financieras con calificación de grado de inversión se contrajeron alrededor de 3 puntos básicos con respecto a diciembre y 45 puntos básicos con respecto a marzo de 2016, cuando el Consejo de Gobierno anunció la puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés). Los diferenciales de la deuda emitida por el sector financiero y por las sociedades no financieras con calificación inferior al grado de inversión (cuya adquisición no es admisible en el marco del CSPP) también se redujeron durante el período de referencia, en 3 y en 19 puntos básicos, respectivamente.

El índice medio de la tasa de interés del euro a un día (*eonía*) se mantuvo estable en torno a -35 puntos básicos en el período considerado, salvo por un pequeño incremento observado al final del año. Durante el período considerado, el exceso de liquidez aumentó alrededor de 80 mil millones de euros, hasta una cifra aproximada de un billón 265 mil millones de euros, en el contexto de las adquisiciones realizadas por el

Eurosistema en el marco del programa de compra de activos. El incremento del exceso de liquidez también reflejó la participación en la tercera operación de financiamiento a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II).

La curva de tasas *forward del eonia* se aplanó ligeramente. Durante el período de referencia, la curva de tasas *forward del eonia* registró un movimiento a la baja de alrededor de 5 puntos básicos en los plazos medios. Este desplazamiento a la baja fue marginal en los vencimientos inferiores a dos años, y la curva se mantiene por debajo de cero en los vencimientos anteriores a 2021.

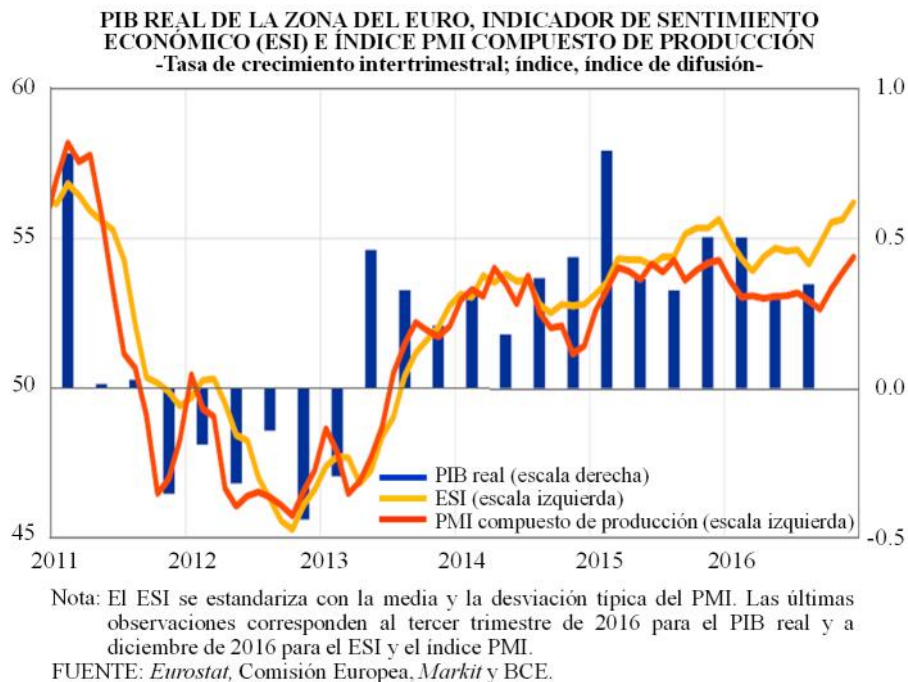
Fuente de información:

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2017/Fich/bebce1701-1.pdf>

Actividad económica de la Zona del Euro (BCE)

El 2 de febrero de 2017, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Económico. A continuación se presenta el artículo *Actividad económica de la Zona del Euro*.

La expansión económica de la zona del euro prosigue y se fortalece, impulsada principalmente por la demanda interna. Además, el crecimiento se ha generalizado en todos los sectores y, más recientemente, también en todos los países (véase el recuadro titulado: *El crecimiento económico de la zona del euro se está generalizando*). El PIB se incrementó 0.3%, en tasa trimestral, en el tercer trimestre de 2016, como resultado de la contribución positiva de la demanda interna y, en menor medida, de la variación de existencias. Al mismo tiempo, la demanda exterior neta contribuyó negativamente al crecimiento del PIB en el tercer trimestre.



Los indicadores económicos más recientes, tanto cuantitativos como cualitativos, han seguido mostrando una cierta capacidad de resistencia y apuntan a un crecimiento ligeramente más intenso en el cuarto trimestre.

El gasto en consumo, principal factor impulsor de la recuperación actual, siguió contribuyendo positivamente al avance del PIB en el tercer trimestre de 2016. El crecimiento del consumo privado se situó en el 0.3%, en tasa trimestral, solo ligeramente por encima de la registrada en el segundo trimestre. Este resultado relativamente modesto, al menos cuando se compara con la evolución de 2015 y comienzos de 2016, puede reflejar, en parte, un aumento de la incertidumbre como resultado del *referéndum* en Reino Unido y de los ataques terroristas, así como el aumento de los precios del petróleo a lo largo de 2016. En términos anuales, el consumo creció un 1.6% en el tercer trimestre, frente al 1.7% del segundo. Esta ligera moderación fue reflejo de una desaceleración más acusada del crecimiento anual de la renta real disponible de los hogares, que se redujo del 2.5% registrado en el segundo trimestre al 1.7% en el tercero. El crecimiento de la renta, pese a su descenso más reciente, sigue

siendo elevado desde una perspectiva histórica. En efecto, durante la recuperación actual el gasto en consumo se ha visto favorecido por el incremento de la renta real disponible de los hogares, que ha sido consecuencia, fundamentalmente, del crecimiento del empleo y de los bajos precios del petróleo.

Los mercados de trabajo de la zona del euro han seguido mejorando y, por tanto, respaldando el consumo. En el tercer trimestre de 2016, el empleo experimentó un crecimiento adicional del 0.2%, en tasa trimestral, lo que se tradujo en un incremento anual del 1.2%. Desde el segundo trimestre de 2013, cuando el empleo empezó a recuperarse, el número de personas ocupadas ha aumentado un 3.1% en términos acumulados. La tasa de desempleo de la zona del euro se mantuvo sin cambios en 9.8% en noviembre de 2016, es decir, 2.3 puntos porcentuales por debajo del máximo registrado después de la crisis en abril de 2013. Este descenso ha sido generalizado en ambos sexos y en los distintos grupos de edad. El número de desempleados de larga duración (las personas que llevan al menos 12 meses en situación de desempleo) sigue situándose ligeramente por encima del 5% de la población activa.



Nota: El PMI está expresado como una desviación de 50 dividida por 10. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2016 para el empleo, diciembre de 2016 para el índice PMI y noviembre de 2016 para el desempleo.

FUENTE: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

De cara al futuro, el crecimiento del consumo debería fortalecerse. Tras haber empeorado en el tercer trimestre de 2016, la confianza de los consumidores mejoró significativamente en el cuarto trimestre y, como resultado, se sitúa muy por encima de su media a largo plazo. Además, los datos sobre comercio al por menor (hasta noviembre de 2016) y las matriculaciones de automóviles (para el cuarto trimestre) están en consonancia con el crecimiento positivo del gasto en consumo en el cuarto trimestre, posiblemente a un ritmo algo mayor que en el tercero. Por otra parte, el crecimiento adicional del empleo, como sugieren los indicadores de opinión más recientes, también debería continuar respaldando el gasto en consumo. Por último, las restricciones presupuestarias de los hogares se han reducido, como muestra la disminución de la proporción de deuda-renta. Esta evolución debería añadir solidez al crecimiento total del consumo.

La actividad inversora se ralentizó en el tercer trimestre, tras un resultado bastante positivo en el segundo trimestre. Según la segunda estimación de *Eurostat* de las cuentas nacionales de la zona del euro para el tercer trimestre de 2016, publicada el 6 de diciembre de 2016, la inversión total registró un avance del 0.2%, en tasa trimestral, como consecuencia de un aumento de la inversión en construcción que se vio contrarrestado, en parte, por un descenso de la inversión, excluida la construcción. La disminución de la inversión, excluida la construcción, en el tercer trimestre se debió a una contracción de la inversión en material de transporte, que puede considerarse, en parte, una reversión tras el crecimiento favorable observado en el segundo trimestre. La inversión en otros bienes de equipo se mantuvo prácticamente sin cambios en el tercer trimestre, mientras que la inversión en productos de propiedad intelectual registró un crecimiento positivo. Al mismo tiempo, la mejora de la inversión en construcción reflejó, principalmente, el crecimiento de la inversión residencial. La evolución más reciente de la inversión en construcción tiende a confirmar la recuperación del sector.

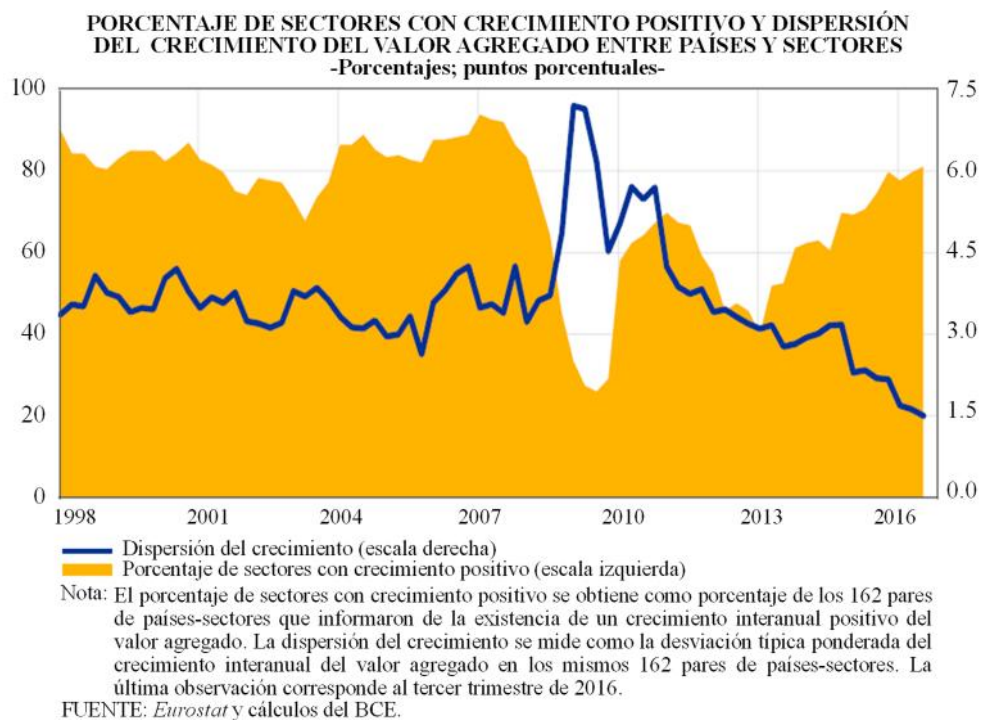
En el cuarto trimestre de 2016, la información disponible sugiere que la inversión empresarial se recuperó, mientras que la inversión en construcción aumentó a un ritmo ligeramente más lento que en el tercer trimestre. El alza de la producción industrial de bienes de equipo en octubre y noviembre sugiere un crecimiento más sólido de la inversión empresarial en el cuarto trimestre. Además, la confianza en el sector de bienes de equipo fue, en promedio, más elevada en el cuarto trimestre que en el tercero, y la valoración de las carteras de pedidos mejoró tanto en general como en lo que se refiere a los pedidos exteriores. Por lo que respecta a la inversión en construcción, los datos sobre producción apuntan a un crecimiento positivo en el cuarto trimestre de 2016, aunque menor acusado que en el tercer trimestre. Por otra parte, los indicadores de opinión sobre la situación de la demanda y la valoración de la cartera de pedidos, así como la concesión de visados de obra nueva, siguen en línea con una recuperación sostenida en el corto plazo.

El crecimiento económico de la zona del euro se está generalizando

El crecimiento económico de la zona del euro se ha generalizado desde 2013. El producto de la zona ha crecido durante casi cuatro años, desde que se inició la recuperación en el segundo trimestre de 2013. Aunque la recuperación ha sido gradual y moderada, la evidencia muestra que se está generalizando y volviendo más sólida, tanto en términos de países como de sectores. Esto es una buena señal para el avance del crecimiento económico, ya que las expansiones económicas tienden a ser más intensas y resistentes cuando el crecimiento se generaliza. Esta evolución muestra un marcado contraste con la breve recuperación registrada en 2009-2010, cuando el crecimiento fue relativamente desigual.

La expansión económica se está extendiendo a un número creciente de sectores y países de la zona del euro. En la gráfica siguiente se utilizan datos de valor agregado

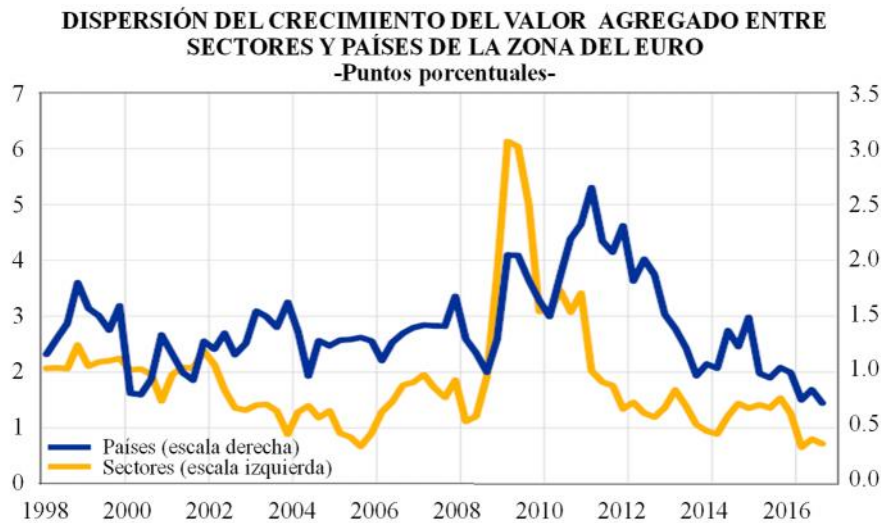
para nueve de los principales sectores económicos (excluida la agricultura) de 18 países de la zona (excluida Malta), es decir, 162 pares de países-sectores.



El área amarilla de la gráfica muestra la distribución porcentual de todos los pares países-sectores con un crecimiento anual positivo^{1/}. Esta medida trata de recoger la amplitud de la recuperación, ya que se da la misma ponderación a países y sectores grandes y pequeños. La medida ha aumentado de forma sostenida desde 2013, y en el tercer trimestre de 2016 se situaba por encima del 80%, porcentaje muy superior a la media del 73% correspondiente al período comprendido entre 1996 y 2006 y al nivel observado durante la recuperación de 2009-2010.

La dispersión del crecimiento entre sectores y países se ha reducido significativamente. Desde 2009, la desviación típica ponderada del crecimiento anual del valor agregado en los 162 pares de países sectores que se mencionan anteriormente ha disminuido ininterrumpidamente. La dispersión máxima entre sectores observada en 2009 estuvo relacionada con la fase bajista del comercio

mundial (es decir, la industria) y del mercado de la vivienda (es decir, la construcción), mientras que la dispersión máxima entre países observada en 2011 estuvo relacionada con la crisis de la deuda soberana (véase gráfica siguiente). La posterior reducción de la dispersión del crecimiento entre países ha coincidido en gran medida con una reducción de la fragmentación de las condiciones de financiamiento en los países de la zona^{2/}. En la actual recuperación, la dispersión combinada del crecimiento del valor agregado entre sectores y países ha alcanzado niveles que no se habían observado desde el inicio de la Unión Económica Monetaria (UEM). Junto con la generalización de la recuperación, esto sugiere que el crecimiento se ha distribuido de forma mucho más uniforme entre sectores y países de la zona del euro.



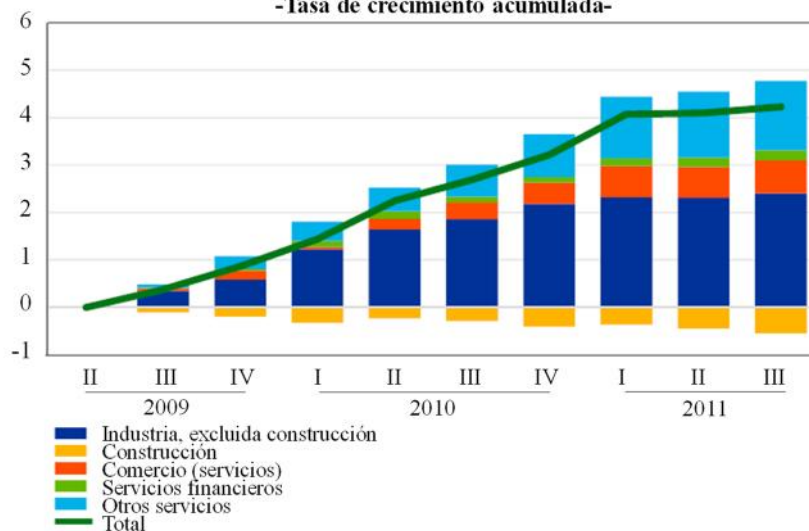
Nota: La dispersión del crecimiento entre países se mide como la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor agregado en 18 países de la zona del euro, excluida Malta. La dispersión del crecimiento entre sectores se mide como la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor agregado en nueve de los principales sectores económicos, excluida la agricultura. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2016.
FUENTE: Eurostat y cálculos del BCE.

La generalización del crecimiento económico es alentadora, pues puede considerarse una señal de las externalidades positivas de la demanda agregada. Los vínculos insumo-producto entre sectores y los vínculos comerciales entre países pueden generar complementariedades entre las actividades de los distintos sectores

y países^{3/}. De esta forma se crea una relación positiva entre el gasto en un sector o país y el gasto en otros sectores o países. A través de esta externalidad de la demanda, el gasto en un sector o país puede dar lugar a un efecto arrastre de la demanda agregada^{4/}. La generalización del crecimiento económico puede, por tanto, considerarse una señal de las externalidades de la demanda en un número creciente de sectores y países, lo que debería sostener adicionalmente la demanda agregada. Lo anterior muestra un marcado contraste con la dispersión persistentemente intensa observada durante la recuperación de 2009-2010.

El actual crecimiento económico es más general que la recuperación de 2009-2010 posterior a la crisis financiera. La recuperación de 2009-2010 posterior a la crisis financiera reflejó principalmente mejoras en la industria y en “otros servicios”. Habida cuenta de que el mercado de la vivienda aún se encontraba en un ciclo bajista en algunos países de la zona del euro, el sector de la construcción siguió contrayéndose. Desde 2013, tras la crisis de la deuda soberana, la recuperación ha sido mucho más general y ahora incluye también los servicios comerciales. Más recientemente, incluso la construcción ha empezado a crecer, en línea con la recuperación del mercado de la vivienda.

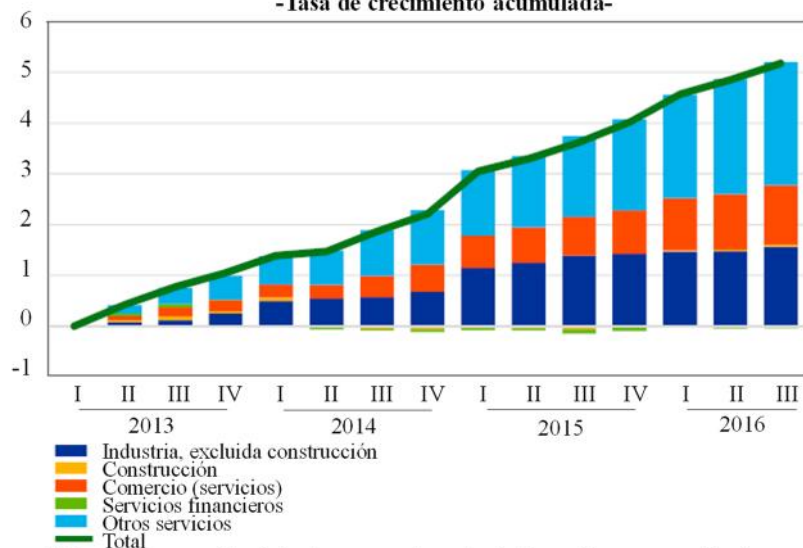
**VALOR AGREGADO DE LA ZONA DEL EURO DURANTE
LA RECUPERACIÓN DE 2009-2010
(POSTERIOR A LA CRISIS FINANCIERA)
-Tasa de crecimiento acumulada-**



Nota: "Otros servicios" incluye, por ejemplo, información y comunicaciones, servicios inmobiliarios, actividades científicas y técnicas, administración pública, defensa, educación y sanidad.

FUENTE: Eurostat y cálculos del BCE.

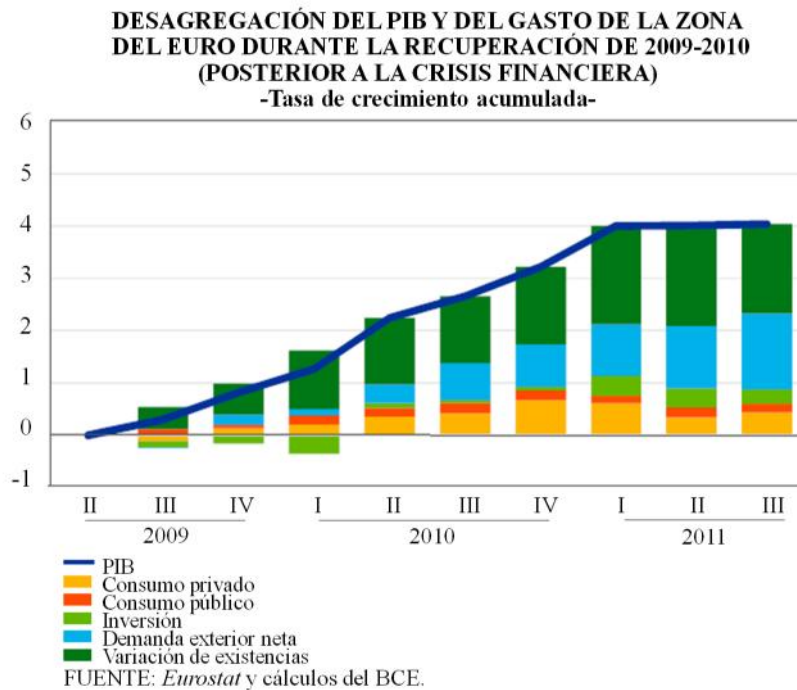
**VALOR AGREGADO DE LA ZONA DEL EURO DESDE 2013
(POSTERIOR A LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA)
-Tasa de crecimiento acumulada-**



Nota: "Otros servicios" incluye, por ejemplo, información y comunicaciones, servicios inmobiliarios, actividades científicas y técnicas, administración pública, defensa, educación y sanidad.

FUENTE: Eurostat y cálculos del BCE.

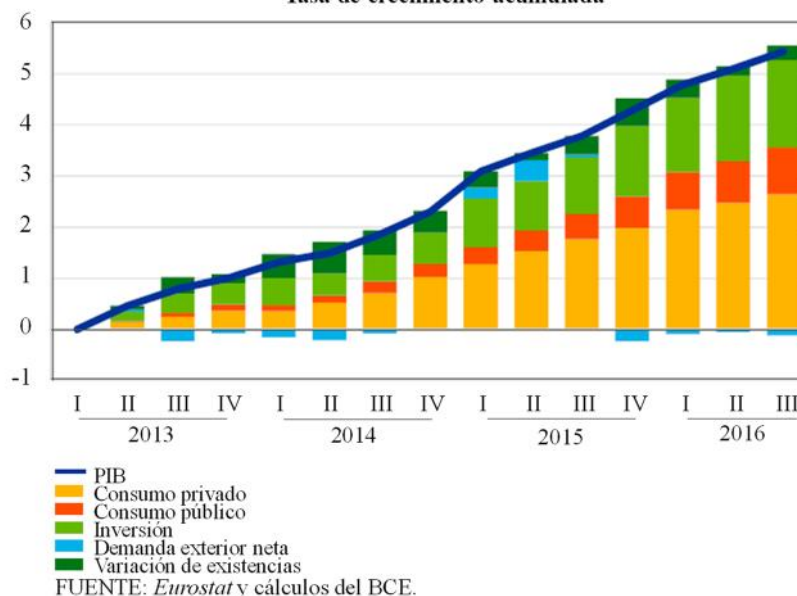
El reciente crecimiento se basa más en la demanda interna, lo que da lugar a una recuperación más autosostenida. Otra diferencia importante entre la recuperación que se inició en 2009 y la recuperación actual es que la primera se debió principalmente al repunte de las exportaciones de la zona del euro. En cambio, el período de crecimiento más reciente, que comenzó en 2013, se ha visto impulsado más por la demanda interna y menos por la demanda exterior. A este respecto, cabe argumentar que la recuperación actual es más autosostenida. Además, la variación de existencias, que desempeñó un papel más significativo en la recuperación de 2009-2010, ha influido menos en el período de crecimiento actual.



En línea con la actividad económica, los mercados de trabajo de la zona del euro siguieron mostrando mejoras generalizadas. El empleo de la zona del euro ha crecido desde mediados de 2013 y actualmente ha recuperado casi los niveles registrados antes de la crisis, lo que contrasta con lo ocurrido en la recuperación de 2009-2010, en la que el empleo siguió cayendo. A la par de la reciente disminución de la dispersión del crecimiento del valor agregado entre países y sectores (véase

gráfica titulada: *Porcentaje de sectores con crecimiento positivo y dispersión del crecimiento del valor agregado entre países y sectores*), la dispersión del crecimiento del empleo también se ha reducido de forma continua a medida que ha avanzado la reasignación sectorial del empleo. Una mejor alineación de la demanda y la oferta de empleo pueden implicar asimismo un descenso de la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU)^{5/}. Como la demanda de empleo está dirigiéndose de nuevo hacia los trabajadores desocupados que habían estado empleados anteriormente en sectores que registraron una fuerte contracción (por ejemplo, la construcción), las presiones salariales podrían seguir siendo moderadas durante algún tiempo.

DESAGREGACIÓN DEL PIB Y DEL GASTO DE LA ZONA DEL EURO DESDE 2013 (POSTERIOR A LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA)
-Tasa de crecimiento acumulada-



1/ Un valor del 100% indicaría que todos los sectores de todos los países señalan un crecimiento positivo, mientras que un valor de 0% indicaría una menor actividad en todos los sectores de todos los países.

2/ Véase también el artículo titulado “*MFI lending rates: pass-through in the time of non-standard monetary policy*”, en este número del Boletín Económico.

3/ Véase R. Cooper y A. John, “*Coordinating Coordination Failures in Keynesian Models*”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 103, 1988, pp. 441-463.

4/ Véase A. Schleifer y R. Vishny, “*The Efficiency of Investment in the Presence of Aggregate Demand Spillovers*”, *Journal of Political Economy*, vol. 96, 1988, pp. 1221-1231.

5/ Véase D. Lilien, “*Sectoral Shifts and Cyclical Unemployment*”, *Journal of Political Economy*, vol. 90, 1982, pp. 777-793.

Se espera que la recuperación de la inversión continúe más allá del corto plazo. Es probable que las muy favorables condiciones de financiamiento, las necesidades de reposición y la mejora de los beneficios respalden la inversión empresarial. En el recuadro siguiente se analiza el impacto de los ciclos financieros sobre el producto potencial, así como otras medidas relacionadas. Por lo que respecta a la inversión en construcción, factores como el aumento de la renta disponible de los hogares y la mejora de las condiciones de concesión de crédito deberían sostener la demanda en este sector. Los riesgos a la baja para la inversión empresarial están relacionados con factores geopolíticos, incluida la incertidumbre en torno al “*Brexit*” y a la política comercial de Estados Unidos de Norteamérica.

Los datos sobre el comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro indican una ligera mejora del dinamismo de las exportaciones en el cuarto trimestre. Mientras que las exportaciones totales de la zona del euro registraron un descenso en el tercer trimestre, debido principalmente a la debilidad de las exportaciones de bienes, las cifras de comercio, en términos mensuales, correspondientes a octubre y noviembre sugieren que el crecimiento de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro se incrementó levemente en el cuarto trimestre. Este ligero repunte se basó en la demanda procedente de las economías emergentes y de las economías avanzadas. Por lo que respecta a las economías emergentes, el crecimiento de las exportaciones a China se aceleró, y las exportaciones destinadas a Rusia y América Latina registraron un crecimiento positivo. En cuanto a las economías avanzadas, las exportaciones a Estados Unidos de Norteamérica permanecieron prácticamente estables, y es probable que hayan aumentado las destinadas a países europeos no pertenecientes a la zona del euro.

Se prevé que las exportaciones de la zona del euro se recuperen gradualmente en consonancia con el comercio mundial. Los indicadores de opinión señalan mejoras en la demanda exterior y en los nuevos pedidos exteriores. Asimismo, la depreciación del

tipo de cambio efectivo del euro desde el tercer trimestre de 2016 debería proporcionar ciertas ganancias de competitividad a los exportadores de la zona del euro. Sin embargo, cualquier aparición de tendencias proteccionistas a escala mundial podría suponer riesgos a la baja para las perspectivas de la demanda exterior a largo plazo.

Resumiendo, los indicadores económicos más recientes son, en general, compatibles con un crecimiento en el último trimestre de 2016 algo más intenso que en el tercer trimestre. La producción industrial (excluida la construcción) se situó, en promedio, en octubre y noviembre 1% por encima del nivel registrado en el tercer trimestre, cuando la producción se elevó 0.5%, en tasa trimestral. Los indicadores de opinión más recientes también apuntan a un aumento moderado del crecimiento en el corto plazo. El índice PMI compuesto de producción se situó, en promedio, en 53.8 en el cuarto trimestre de 2016, frente a 52.9 en el tercero, mientras que el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea pasó de 104.3 en el tercer trimestre a 106.9. Por consiguiente, tanto el ESI como el PMI se mantienen por encima de sus respectivas medias a largo plazo.

De cara al futuro se espera que la expansión económica siga afianzándose. La transmisión de las medidas de política monetaria está favoreciendo la demanda interna y facilitando el proceso de desapalancamiento actual. Las muy favorables condiciones de financiamiento y la mejora de la rentabilidad empresarial continúan propiciando la recuperación de la inversión. Asimismo, el aumento sostenido del empleo, que también es consecuencia de las reformas estructurales realizadas en el pasado, respalda el consumo privado a través de incrementos de la renta real disponible de los hogares. Al mismo tiempo, se observan señales de una recuperación mundial algo más intensa. No obstante, se prevé 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. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja y están relacionados,

principalmente, con factores de carácter global. Los resultados de la última encuesta a expertos en previsión económica del BCE, realizada a primeros de enero, muestran que las previsiones de crecimiento del PIB en el sector privado solo fueron revisadas ligeramente con respecto a las de la ronda anterior llevada a cabo a comienzos de octubre, lo que apunta a un crecimiento cercano al 1.5% durante el período comprendido entre 2017 y 2019.

Los ciclos financieros y la macroeconomía

En este recuadro se analiza la relación entre los ciclos financieros, la macroeconomía y el producto potencial. Puede considerarse que el ciclo financiero son fluctuaciones económicas que el sistema financiero amplifica o genera directamente. En general se manifiesta como una correlación entre los agregados crediticios y los precios de los activos, y también pueden impactar en la evolución económica real. Aunque las fluctuaciones cíclicas de las variables económicas en términos reales no siempre corresponden a ciclos financieros, cuando es así, los ciclos económicos resultantes pueden ser mucho más pronunciados, y sus mínimos suelen ir acompañados de crisis financieras. Cada vez hay más literatura que afirma que, en dichos casos, la estimación del producto potencial puede beneficiarse de la inclusión de información sobre el ciclo financiero^{1/}. Sin esta información, el producto potencial puede estar sobrevalorado en el período de expansión e infravalorado en la fase de recesión.

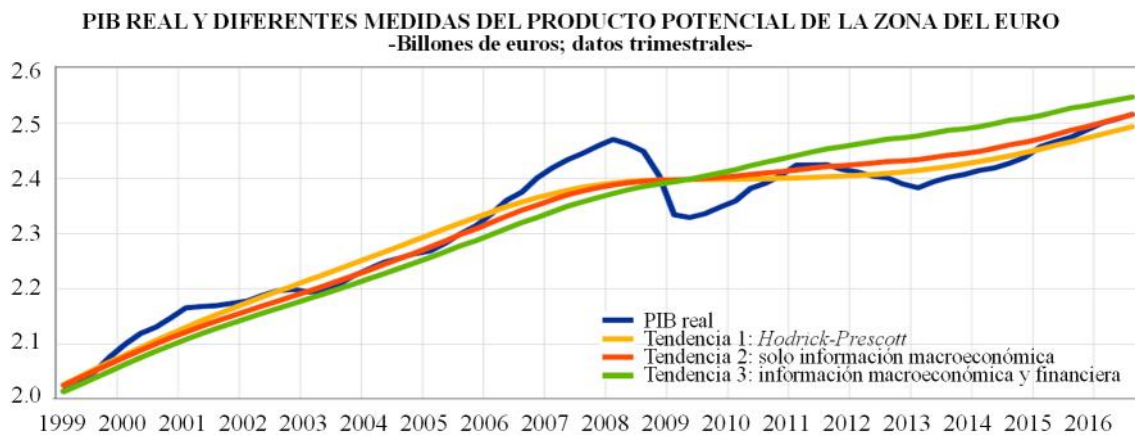
La teoría económica apunta a que el sistema financiero puede influir en el ciclo económico. Se ha considerado que los factores financieros han sido un posible determinante de las fluctuaciones del ciclo económico al menos desde la época de la Gran Depresión^{2/}. Los modelos de equilibrio general más recientes también ponen de relieve el papel de las fricciones financieras en las fluctuaciones del producto^{3/}. Según estos modelos, el sistema financiero puede ser tanto un

amplificador de las perturbaciones como la fuente de las perturbaciones que generan en primera instancia las fluctuaciones del ciclo económico. Los balances de los hogares, las empresas y las entidades de crédito pueden dar lugar a diversos mecanismos procíclicos (como el acelerador financiero). Por ejemplo, las perturbaciones de demanda pueden amplificarse mediante las correspondientes variaciones del valor de las garantías (como bienes inmuebles residenciales o comerciales) y del valor real de la deuda a tipo fijo en términos nominales. Estas consideraciones teóricas sugieren que sería de esperar que las fluctuaciones cíclicas provocadas por el crédito y por el precio de los activos generen máximos más altos y mínimos más bajos que los ciclos económicos normales, posiblemente con períodos de expansión y recesión más prolongados.

Existe cada vez más evidencia empírica sobre la influencia del sistema financiero en las fluctuaciones del ciclo económico. Aunque no todas las fluctuaciones del ciclo económico están provocadas por el sistema financiero, o van de la mano de la fase alcista y bajista del ciclo financiero, se dispone de evidencia de que las fluctuaciones más acusadas suelen ir asociadas a la acumulación y la resolución de desequilibrios financieros^{4/}. Una amplia base de datos macrofinancieros histórica, que incluye diecisiete economías avanzadas durante los últimos 150 años, indica que los ciclos financieros y económicos tienden a moverse conjuntamente y a estar en la misma fase con mucha mayor frecuencia que al contrario^{5/}. También se observa que la correlación entre el crecimiento del producto, del consumo y de la inversión y el crecimiento del crédito se ha fortalecido sustancialmente en las últimas décadas, en paralelo con un incremento sin precedentes de los préstamos hipotecarios. Asimismo, hay evidencia de que el crédito y el precio de los activos son variables relativamente importantes a la hora de explicar las fluctuaciones económicas reales a escala mundial^{6/}. Estas conclusiones sugieren que las expansiones económicas asociadas a un fuerte crecimiento del crédito están más

determinadas por factores de carácter cíclico (y no estructural) que otras fases alcistas.

La senda del producto potencial puede sobrevalorarse en fases expansivas impulsadas por el crédito. Las herramientas habituales para estimar el producto potencial que no tienen en cuenta la influencia del sistema financiero en las s modo ilustrativo, el gráfico siguiente muestra las medidas del producto potencial para la zona del euro, calculado aplicando tres métodos diferentes, uno de los cuales asume una relación entre el ciclo financiero y las fluctuaciones económicas en términos reales. Con este último método se obtiene una senda más baja para el nivel de producto potencial en los años de expansión previos a la crisis y una senda más alta en el período posterior a 2008 que con los métodos que no contienen variables financieras. Sin embargo, los tres métodos muestran una desaceleración del crecimiento del producto potencial después de 2008.



Nota: Tendencia 1 es una medida obtenida utilizando un filtro *Hodrick-Prescott* de dos colas con parámetro estándar de suavización para los datos trimestrales (1600). Tendencia 2 es una estimación obtenida de un modelo de pequeños componentes no observados que descompone el PIB real en componentes de tendencia y cíclicos con la ayuda de relaciones macroeconómicas en forma reducida, como la ley de *Okun* y una curva de *Phillips*. Tendencia 3 se refiere al mismo modelo, al que se añade un componente del ciclo financiero que se estima como un factor latente común que determina las fluctuaciones de algunas variables financieras, como el crecimiento real del crédito otorgado a hogares y a sociedades no financieras, la tasa de crecimiento real de M3 y la tasa de crecimiento real de los precios de los inmuebles residenciales. Dado que el producto potencial es una variable no observable, todos los métodos comportan un alto grado de incertidumbre.

FUENTE: *Eurostat* y cálculos del BCE ⁹.

Las recesiones severas que siguen a las fases expansivas impulsadas por el crédito pueden tener un impacto negativo en el producto potencial. Mientras que los

períodos de contracción económica, como la reciente Gran Recesión, pueden provocar efectos “limpiadores” con un impacto positivo en el crecimiento futuro de la productividad, la reasignación de los recursos hacia usos más productivos puede verse dificultada por limitaciones de oferta en el sistema financiero. En particular, las elevadas tasas de morosidad, acompañadas de políticas de insolvencias y de resolución bancaria inadecuadas, pueden acumular capital en las empresas con baja productividad y hacer menos probables las adquisiciones y la entrada o expansión de empresas innovadoras y potencialmente muy productivas ^{10/}. La deuda a tasa fija en términos nominales que se ha acumulado en el período expansivo, combinada con garantías que han perdido valor durante la recesión, puede limitar las opciones que tienen las empresas que en otras circunstancias serían solventes de obtener financiamiento externo para proyectos de inversión productivos —particularmente cuando el límite inferior de las tasas de interés nominales es vinculante—. El consiguiente largo proceso de reparación de los balances del sector privado puede debilitar aún más la demanda interna y traducirse en tasas de desempleo persistentemente elevadas. Cuando los períodos de alto desempleo son prolongados hay una mayor probabilidad de efectos de histéresis en los mercados de trabajo, sobre todo en aquellos que son rígidos y están sobre regulados. El propio proceso de reasignación puede producir una caída temporal del producto potencial si, por ejemplo, existen elevadas barreras a la entrada que dificultan la adquisición de los recursos que estaban bloqueados en actividades de baja productividad.

Los efectos negativos por el lado de la oferta de los episodios de contracción financiera no son necesariamente persistentes y dependen del conjunto de las políticas aplicadas. Aunque las restricciones de crédito y otras perturbaciones financieras pueden afectar significativamente el crecimiento económico durante un período de recuperación, sería de esperar que su impacto en la asignación de los recursos disminuyera con el tiempo. Por tanto, las estimaciones del producto potencial que no tienen en cuenta estos posibles factores pueden arrojar una visión

excesivamente pesimista del potencial por el lado de la oferta durante las fases de recuperación de crisis financieras. Así pues, actualmente, tanto la recuperación cíclica como la capacidad de la economía por el lado de la oferta podrían beneficiarse de políticas de insolvencias y de resoluciones adecuadas y de una gestión eficaz de los préstamos dudosos, sobre todo en el contexto de la política monetaria acomodaticia.

- 1/ C.Borio, P. Disyatat y M. Juselius, “*Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle*”, *BIS Working Papers*, n.º 404, Banco de Pagos Internacionales (BPI), 2013; C.Borio, P. Disyatat y M. Juselius, “*A parsimonious approach to incorporating economic information in measures of potential output*”, *BIS Working Papers*, n.º 442, BPI, 2014.
- 2/ I. Fisher, “*The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*”, *Econometrica*, vol. 1(4), 1933, pp. 337-57.
- 3/ Véanse, por ejemplo, N. Kiyotaki y J. Moore, “*Credit cycles*”, *Journal of Political Economy*, vol. 105, 1997, pp. 211-248; M. Gertler y P. Karadi, “*A Model of Unconventional Monetary Policy*”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 58(1), 2011, pp. 17-34; B.S. Bernanke, M. Gertler y S. Gilchrist, “*The financial accelerator in a quantitative business cycle framework*”, en J. Taylor y M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1, parte C, 1999, pp. 1341-1393; M. Iacoviello, “*House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle*”, *The American Economic Review*, vol. 95(3), 2005, pp. 739-764.
- 4/ Véase, por ejemplo, K. Rogoff, “*Debt supercycle, not secular stagnation*”, *VoxEU.org, Centre for Economic Policy Research*, 2015.
- 5/ O. Jorda, M. Schularick y A.M. Taylor, “*Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts*”, *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 31, *National Bureau of Economic Research*, 2016.
- 6/ S. Déés, “*Credit, asset prices and business cycles at the global level*”, *Working Paper Series*, n.º 1895, BCE, abril de 2016.
- 7/ Sin embargo, la asignación ineficiente del capital no se limita necesariamente a los activos inmobiliarios. Para más información, véase S.G. Cecchetti y E. Kharroubi, “*Why does financial sector growth crowd out real economic growth?*”, *BIS Working Papers*, n.º 490, BPI, 2015.
- 8/ La sobrevaloración del producto potencial puede llevar a análisis excesivamente optimistas de la orientación de la política fiscal y de la sostenibilidad de la deuda de países que atraviesan ciclos expansivos impulsados por el ciclo financiero, que pueden limitar el espacio fiscal y, por ende, incrementar el lastre sobre el producto en caso de que se produzca una crisis financiera. Véase C. Borio, M. Lombardi y F. Zampolli, “*Fiscal sustainability and the financial cycle*”, *BIS Working Papers*, n.º 552, BPI, 2016.
- 9/ Para un método similar, véase M. Melolinna y M. Tóth, “*Output gaps, inflation and financial cycles in the United Kingdom*”, *Staff Working Paper*, n.º 585, *Bank of England*, 2016.
- 10/ Véase M. Adalet McGowen, D. Andrews y V. Millot, “*The Walking Dead? Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries*”, *Economics Department Working Papers*, n.º 1372, OCDE, 2016.

Fuente de información:

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2017/Fich/bebce1701-1.pdf>

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2017/Fich/bebce1701-2.pdf>

Grecia: Prioridades para retornar a un crecimiento sostenible (FMI)

El 8 de febrero de 2017, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó la nota “Grecia: Prioridades para retornar a un crecimiento sostenible”. A continuación se presenta la información.

El informe del Artículo IV preparado por el FMI señala que el país ha avanzado en el control de sus déficit fiscal y externo, pero con un alto costo para la sociedad. El documento traza una senda hacia el crecimiento sostenible y la prosperidad que exige una estrategia de dos frentes: políticas de gran alcance por parte de las autoridades griegas y un importante alivio de la deuda por parte de los socios europeos de Grecia.

Las preguntas y respuestas que figuran a continuación abordan algunos de los puntos clave de los avances del país y las reformas prioritarias en el futuro inmediato.

Noticias del FMI: La última consulta del Artículo IV con Grecia se remonta a mediados de 2013. ¿Cómo han evolucionado la economía y las políticas griegas desde entonces?

Grecia redujo significativamente sus déficit fiscal y en cuenta corriente desde el inicio de la crisis. En particular, los déficit fiscal primario y en cuenta corriente pasaron de representar el 11 y el 15% del Producto Interno Bruto (PIB), respectivamente, a situarse en torno a cero a finales de 2015. Se trata de un ajuste espectacular teniendo en cuenta que el país forma parte de una unión monetaria y que, por tanto, no tiene acceso a herramientas de política monetaria y cambiaria.

Pero la sociedad ha pagado un alto precio por la exhaustiva consolidación fiscal y la fuerte devaluación interna. La tasa de desempleo de 23% (en octubre de 2016) sigue siendo inaceptable elevada, y Grecia atraviesa desde hace tiempo una recesión; el

producto se sitúa un 25% por debajo del nivel anterior a la crisis. Estos altos costos para la sociedad han debilitado el respaldo a las reformas en curso.

A partir de mediados de 2015, el gobierno relanzó su esfuerzo en pro de las reformas con un nuevo programa de ajustes respaldado por el Mecanismo Europeo de Estabilidad. En concreto, se aprobó una serie de importantes reformas fiscales (por ejemplo, pensiones, IVA, impuesto sobre la renta), financieras (por ejemplo, legislación concursal, servicio de préstamos en mora y préstamos de venta, gestión de gobierno de los bancos) y estructurales (por ejemplo, privatización, medidas para promover la competencia en sectores clave). Por tanto, en general, desde la última consulta del Artículo IV se han registrado reveses, pero también avances.

Noticias del FMI: Grecia cuenta ahora con un nuevo conjunto de políticas. ¿Bastarán estas reformas para que Grecia inicie una recuperación sostenida?

Es cierto que recientemente Grecia ha avanzado en la ejecución de las reformas, pero persisten las dificultades. En particular, las políticas fiscales siguen sin propiciar el crecimiento. La mitad de los asalariados están exentos del impuesto sobre la renta de las personas físicas, mientras que el déficit del sistema de pensiones sigue registrando máximos históricos (10.5% del PIB, casi cuatro veces superior al del promedio de la zona del euro). Al mismo tiempo, los préstamos no reembolsados a los bancos representan el 45% del total de préstamos, y los impuestos no pagados al Estado equivalen a 70% del PIB. Como resultado, la inversión y el crecimiento siguen siendo flojos. Para que Grecia retorne al crecimiento sostenible y pueda prescindir del financiamiento oficial, el país tiene que profundizar y acelerar las reformas.

Noticias del FMI: El informe señala que las políticas fiscales no son favorables al crecimiento. ¿Qué políticas recomienda el FMI?

Grecia no necesita nuevas medidas de austeridad en este momento (véase el blog reciente). Teniendo en cuenta las reformas que están en curso, se espera que Grecia

registre un superávit fiscal primario de 1.5% del PIB a mediano y largo plazo. El país no necesita que el superávit primario sea todavía mayor.

Pero si Grecia decide apuntar a un superávit fiscal superior al 1.5% del PIB, tiene que demostrar cómo puede lograr de forma creíble esa meta más ambiciosa. En ese caso, se precisarán reformas estructurales adicionales, pero que deberían implementarse una vez que la recuperación ya esté en marcha.

Cualquiera que sea su objetivo fiscal, Grecia debería aplicar políticas fiscales que resulten más equitativas y favorables al crecimiento. En concreto, Grecia debe ampliar las bases del impuesto sobre la renta de las personas físicas para poder distribuir la carga tributaria de forma más equitativa. El ingreso que se ganaría con esta medida podría utilizarse para reducir las tasas impositivas elevadas que provocan un desplazamiento del empleo hacia la economía informal o hacia países vecinos. Al mismo tiempo, se necesitan nuevas reformas de las pensiones para mejorar la viabilidad del sistema y establecer un sistema de protección social más eficaz y más focalizado para proteger a los grupos más vulnerables.

Grecia también debe hacer frente a la evasión fiscal y la elevada deuda fiscal con el Estado, reestructurando la deuda fiscal de los contribuyentes viables, de acuerdo con su capacidad de pago, y reforzando la observancia de quienes tienen capacidad para pagar pero prefieren no hacerlo. En este sentido, será fundamental el pleno establecimiento del nuevo organismo fiscal independiente.

Noticias del FMI: También se ha referido a que el sector financiero sigue soportando la carga que supone la elevadísima tasa de préstamos en mora. ¿Qué puede hacer Grecia para solucionar este problema?

Es imprescindible reducir de forma rápida y categórica los préstamos en mora para poder retomar el crédito y el crecimiento. Mientras los balances bancarios soporten la carga de los préstamos en mora, los bancos no podrán dirigir los recursos hacia los

sectores más productivos de la economía. Para abordar este problema es necesario implementar en su totalidad el marco jurídico de reestructuración de la deuda, mediante una ejecución más sólida y un mecanismo extrajudicial para el tratamiento de la deuda bancaria y tributaria.

Simultáneamente, deben reforzarse las herramientas de supervisión de modo que incentiven la reducción por parte de los bancos de sus préstamos en mora. Por último, hay que reforzar todavía más el buen gobierno de los bancos y deben eliminarse los controles de capital en cuanto sea posible y prudente, preservando a la vez la estabilidad financiera.

Noticias del FMI: ¿Recomienda el FMI otras reformas de apoyo al crecimiento?

Las reformas del mercado de trabajo y de productos son esenciales para respaldar el potencial de crecimiento de Grecia a largo plazo. Las reformas del mercado de trabajo implementadas en 2011 contribuyeron a aumentar la competitividad de los costos laborales en Grecia. Sin embargo, el retraso en la aplicación de las reformas del mercado de productos ha hecho que, hasta la fecha, la carga del ajuste recaiga en los asalariados. De todos modos, sería erróneo deducir que Grecia debe recuperar su anterior marco para el mercado laboral, menos flexible. Lo que hay que hacer es complementar las existentes reformas con medidas que adapten las normas de despido colectivo y acción sindical a las mejores prácticas, y con más firmes iniciativas destinadas a liberalizar el resto de las profesiones colegiadas y eliminar las barreras a la competencia y la inversión.

Noticias del FMI: ¿Podemos afirmar que, con estas reformas, Grecia superará por fin la profunda desaceleración y recuperará el crecimiento y la prosperidad?

Incluso la plena aplicación de estas políticas no hará que Grecia ponga fin a sus problemas con la deuda. Los socios europeos deben incrementar todavía más el alivio de la deuda, de forma complementaria a las generosas ayudas prestadas hasta la fecha,

para situar la deuda griega en una senda decreciente. Para ello no hace falta un recorte inicial, sino que, por ejemplo, podrían ampliarse todavía más los plazos de vencimiento y los períodos de gracia, o podría fijarse la tasa de interés de los préstamos oficiales, para poder mantener los costos financieros bajo control a medida que las tasas de interés mundiales vayan normalizándose.

No obstante, para resolver los retos de política económica de Grecia no basta con aliviar la deuda. Por este motivo, para que Grecia vuelva al crecimiento sostenible y la prosperidad, se requiere una estrategia doble: políticas ambiciosas por parte de las autoridades griegas y un alivio de la deuda ambicioso por parte de los socios europeos del país.

Fuente de información:

<http://www.imf.org/es/News/Articles/2017/02/07/NA020717Greece-Priorities-For-A-Return-To-Sustainable-Growth>