

---

---

## 4. POSTCRISIS FINANCIERA MUNDIAL

---

---

### **La Directora Gerente del FMI exhorta a implementar en todos sus aspectos el plan del G-20 (FMI)**

El 16 de noviembre de 2015, la Directora Gerente del Fondo Monetario Internacional (FMI), dio a conocer la siguiente declaración al término de la Cumbre del Grupo de los Veinte (G-20) celebrada en Antalya, Turquía:

“Nos reunimos en Antalya con el pensamiento puesto en las espantosas imágenes de los atentados de París y con el corazón volcado a las víctimas y sus seres queridos. Los líderes del G-20 manifestaron su solidaridad incondicional con el pueblo francés y su compromiso inquebrantable de derrotar el terrorismo.

Pasando a la economía mundial, tras una expansión ligera y desigual en 2015, se prevé para el próximo año un crecimiento de 3.6%, el más rápido desde 2011. Tres transiciones significativas lastran las perspectivas: la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal estadounidense, el reequilibramiento del modelo de crecimiento de China y la conclusión de la década que duró el superciclo de las materias primas. Un conjunto de ajustes de política puede contribuir al manejo de estas transiciones:

Incrementar el crecimiento de hoy, combinando el respaldo a la demanda mediante una política monetaria acomodaticia en la mayoría de las economías avanzadas con políticas fiscales de respaldo si las condiciones lo permiten.

Afianzar la resiliencia, fortaleciendo el sector financiero mediante la culminación del programa de reformas regulatorias.

Salvaguardar el futuro, poniendo en práctica las estrategias

F2 P-07-02 Rev.01

acordó en Brisbane el año pasado. La evaluación realizada por el FMI muestra que alrededor de la mitad de las medidas prometidas han sido implementadas, e insté a hacer aún más énfasis en este ámbito. Asimismo, aplaudí el compromiso de reducir el desempleo juvenil de los países del G-20 en 15% para 2025, que se añade al compromiso asumido en 2014 de reducir en 25% las diferencias entre los sexos.

El G-20 manifestó su firme respaldo a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) y al plan de acción de Adís Abeba relativo a su financiamiento. El FMI participa en este esfuerzo ampliando el respaldo financiero y el asesoramiento en materia de políticas que brinda a los países de bajo ingreso.

El G-20 también abordó la crisis de los refugiados y el movimiento migratorio, y recalcó que la comunidad internacional debe aunar sus esfuerzos por afrontar las complejas cuestiones que conllevan. El FMI brindará respaldo a esos esfuerzos.

El plan de acción de Antalya deja en claro que la cooperación internacional es clave para abordar los retos que enfrenta el mundo de hoy, desde el cambio climático hasta la reforma de la tributación internacional y del sistema monetario internacional. Sobre esto último, dejé constancia del examen de los Derechos Especiales de Giro (DEG) programado por el FMI y de la recomendación de nuestro personal técnico en el sentido de incluir el renminbi chino en la cesta de DEG; hago mía esta recomendación, y nuestro Directorio Ejecutivo tomará una decisión al respecto en una reunión programada para este mes.

En cuanto a las cuotas y la estructura de gobierno del FMI, señalé que sigo instando enérgicamente a que se ratifiquen sin demora las reformas de 2010.

Por último, desearía agradecer al presidente Erdogan y a las autoridades de Turquía por haber dirigido el G-20 y la cálida hospitalidad que nos brindaron a lo largo de este año. Agradamos con grandes ansias la oportunidad de colaborar con China como titular de la presidencia del G-20 en 2016.”

**Fuente de información:**

<http://www.imf.org/external/spanish/np/sec/pr/2015/pr15517s.htm>

### **Los cuatro bloques de Cameron (RIE)**

El 13 de noviembre de 2015, el Real Instituto Elcano (RIE) publicó el artículo de opinión “Los 4 bloques de Cameron”. A continuación se presenta el contenido.

Al fin son oficiales. Tras meses de filtraciones, rumores y discusiones técnicas, el primer Ministro británico ha lanzado sus propuestas para acomodar la relación entre el Reino Unido y la Unión Europea. A lo largo de este período de tiempo se han organizado múltiples conferencias, se han escrito infinidad de artículos al respecto y, de forma muy interesante, se han llevado a cabo incluso ejercicios de simulación de la negociación por venir en el Consejo Europeo y clasificaciones por países, según si las peticiones serían aceptables o no.

Si bien son varias las cuestiones especialmente polémicas, el primer Ministro británico considera que un éxito en las negociaciones daría lugar no solo a que el Reino Unido se sintiese más cómodo en la Unión Europea, sino también a una Unión Europea mejor y reformada, que se centraría en lo “importante”.

Veamos qué se pretende negociar:

### **Bloque 1: Gobernanza económica**

Bajo estas palabras se encuentra la comprensible preocupación británica de perder influencia en una Unión Europea que camina irreversiblemente hacia una mayor integración política, y donde los países que no se encuentran en el euro están cada vez más alejados del *core/núcleo*. El primer Ministro británico lo deja claro en su carta: el Reino Unido tiene un *opt-out*/(optar por no) permanente del euro (cuestión que comparte con Dinamarca únicamente; el resto de países tiene la obligación de unirse). El problema es cómo articular las demandas británicas sin caer en cuestiones que deben ser, aquí sí, líneas rojas para la Unión Europea, como que la moneda de la Unión Europea es el euro.

### **Bloque 2: Competitividad**

Aquí no parece que vaya a haber excesivos problemas. El primer Ministro británico dedica buena parte de este bloque a señalar lo importante que siempre ha sido para el Reino Unido que la Unión Europea se focalice en la competitividad y el crecimiento económico, y que ve de forma muy positiva los avances al respecto hechos en los últimos tiempos (pasos hacia el Mercado Único Digital, pasos hacia una Unión de Mercado de Capitales, negociaciones para llegar a acuerdos comerciales ambiciosos, reducción de legislación innecesaria). Dada la situación económica del continente, y la orientación económica de la nueva Comisión, impulsando medidas en este sentido, no parece difícil llegar a un acuerdo.

### **Bloque 3: Soberanía**

Si hay un Estado miembro celoso de su soberanía y receloso de cómo se toman las decisiones en Bruselas, éste es el Reino Unido. Sabemos que para los británicos la Unión Europea no es tanto un proyecto político como uno de tipo económico, y en esta línea se articulan las propuestas del tercer bloque. La más problemática sin duda alguna

es la que hace referencia al *ever closer union*/cada vez una unión más estrecha. En realidad, lo que se decía en el Tratado de Roma era que los firmantes estaban *determined to lay the foundations of an ever closer union among the peoples of Europe*, esto es, de lo que hablaban era de la unión cada vez más estrecha entre los pueblos, no entre los Estados. En cualquier caso, el primer Ministro británico quiere acabar con que este compromiso aplique al Reino Unido. El problema sustancial aquí es que este enunciado tiene una carga simbólica muy importante, y tendría que haber un consenso de todos los Estados para eliminarlo, lo cual parece improbable. La única forma de solventar la cuestión parecería la introducción en una eventual reforma futura de los tratados de un nuevo protocolo, como el relativo al euro, que deje claro que esta cuestión no aplica al Reino Unido.

En este bloque también hay otra cuestión complicada, la del rol de los parlamentos nacionales en la construcción europea. A diferencia de otros países, el parlamento británico tiene un papel muy activo, también en lo que respecta a la evaluación y control de las políticas que se llevan a cabo en la Unión Europea. A los británicos les gustaría ampliar sus competencias para poder detener legislación comunitaria. Esta propuesta, que se conoce como “Tarjeta Roja” podría complicar aún más el ya de por sí complejo proceso de toma de decisiones en Bruselas, y lo haría desde una perspectiva un tanto negativa, que es la del bloqueo. Hay otras opciones, como es el refuerzo de la “Tarjeta Amarilla”, según la cual si, bajo el Mecanismo de Alerta Temprana, existen razones fundadas para entender que una propuesta legislativa se puede revisar si no cumple el principio de subsidiariedad. Asimismo, se ha hablado de la posibilidad de la creación de una “Tarjeta Verde”, según la cual y sin perjuicio de la pérdida de iniciativa legislativa por parte de la Comisión, los parlamentos nacionales podrían sugerir que se iniciase legislación en cuestiones esenciales para ellos.

## **Bloque 4: Inmigración**

Último bloque y sin duda el más problemático. El primer Ministro británico asegura que su país recibe mucha más inmigración de la que puede digerir, especialmente comunitaria. Por ello, y para limitar el supuesto costo que tiene para las arcas británicas propone una medida disuasoria para los ciudadanos comunitarios: contribuir durante 4 años antes de poder tener acceso a las diversas prestaciones sociales, además de acabar con una práctica con la que se encuentran muy molestos, que es la relativa a los beneficios que reciben algunas personas por tener hijos en sus países de origen mientras trabajan en el Reino Unido. Entendiendo que está en riesgo la libre circulación y que habría discriminación en caso de que se les nieguen las prestaciones sociales a los ciudadanos comunitarios, la Comisión se ha puesto rápidamente en guardia.

Como se percibe del análisis, la negociación no va a ser fácil. Una primera prueba de fuego será la reunión de Jefes de Estado y de Gobierno en el Consejo Europeo del 17 y 18 de diciembre. En cualquier caso, tenemos por delante muchos meses de debate que concluirán con un referéndum a más tardar en 2017, por el mantenimiento o la salida del Reino Unido de la Unión Europea. El resultado de ese plebiscito tendrá mucho que ver con el resultado de la negociación de los 4 bloques de Cameron.

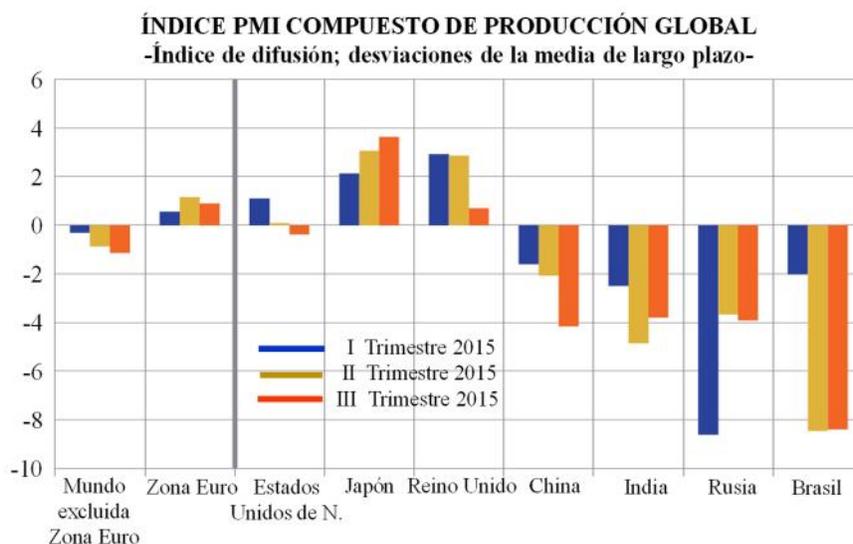
### **Fuente de información:**

<http://www.realinstitutoelcano.org/wps/wcm/connect/5b8ac7004a90b39980258e207bacc4c/Llaudes-Los-4-bloques-de-Cameron.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=5b8ac7004a90b39980258e207bacc4c>

## **Entorno Exterior de la Zona del Euro (BCE)**

El 5 de noviembre de 2015, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Mensual sobre la Evolución Económica y Monetaria de la zona del euro. A continuación se presenta el artículo: “Entorno Exterior de la Zona del Euro”.

Los indicadores mundiales sugieren que el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) real mundial siguió siendo moderado en el tercer trimestre de 2015, con divergencias sustanciales entre las principales economías. El Índice PMI (*Purchasing Managers Index*) compuesto de producción global, excluida la zona del euro, descendió ligeramente en el tercer trimestre y se mantuvo por debajo de su media de largo plazo, lo que sugiere que el crecimiento del PIB ha seguido siendo moderado. La evolución muestra algunas divergencias entre las economías avanzadas, aunque el índice PMI compuesto trimestral de Estados Unidos de Norteamérica, Reino Unido y Japón se mantuvo en niveles próximos o superiores a las medias de largo plazo.



Nota: Las medias de largo plazo se refieren al período transcurrido a partir de 1999 o, si los datos comienzan más tarde, a partir de la primera observación disponible. Datos disponibles a partir de septiembre de 2007 para Japón, noviembre de 2005 para China, diciembre de 2005 para India, octubre de 2001 para Rusia y marzo de 2007 para Brasil.

FUENTE: *Markit* y cálculos del BCE.

Al mismo tiempo, en las economías emergentes, los índices PMI siguieron afectando al índice global, observándose una notable debilidad en el índice PMI trimestral de producción de Brasil en el tercer trimestre.

Continúa la debilidad del comercio mundial. Por primera vez desde 2009, el crecimiento del comercio mundial se tornó negativo en el primer semestre de 2015. En

el tercer trimestre, las importaciones mundiales de mercancías, en términos reales, se estabilizaron en julio de 2015, con un crecimiento nulo en tasa intertrimestral, frente al -0.5% registrado en junio. No obstante, las perspectivas del comercio mundial continúan siendo frágiles, como sugiere la nueva caída del PMI global de nuevos pedidos exteriores en septiembre, al mantenerse el índice por debajo del umbral de 50 por tercer mes consecutivo.

La inflación general a nivel mundial se ha estabilizado en un bajo nivel en los últimos meses. La inflación anual en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) se ha mantenido sin variación en 0.6% desde mayo de 2015. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual en estos países también se mantuvo estable en 1.7% en agosto. En lo que respecta a las principales economías no pertenecientes a la OCDE, la inflación disminuyó en China y Brasil, mientras que aumentó ligeramente en Rusia. En Rusia y Brasil la inflación sigue siendo elevada, como consecuencia del impacto alcista de la depreciación de la moneda en los precios de importación.

El crecimiento de la actividad en Estados Unidos de Norteamérica parece haber disminuido en el tercer trimestre de 2015, tras el sólido repunte observado en el segundo trimestre. El crecimiento del PIB real fue robusto en el segundo trimestre, con una tasa trimestral del 1% (frente al 0.2% del trimestre anterior). El gasto en consumo siguió siendo el principal motor del crecimiento y se espera que continúe siendo vigoroso, favorecido por el aumento de las rentas reales, la menor carga financiera, las bajas tasas de interés y el descenso de los precios de la gasolina. Al mismo tiempo, la debilidad del sector manufacturero parece haberse intensificado recientemente, como indica la caída del índice de manufacturas del *Institute of Supply Management* en los tres últimos meses. Además, los datos recientes sobre el comercio sugieren que la demanda exterior neta podría ser una barrera para la actividad en el tercer trimestre en un contexto de fortaleza del dólar estadounidense y de relativa debilidad de la demanda externa. El

mercado de trabajo ha seguido mejorando, aunque a un ritmo más lento que en anteriores meses del año. La inflación se ha mantenido en niveles mínimos, con un crecimiento nulo de la inflación anual medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) en septiembre. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación experimentó un ligero aumento, hasta el 1.9%, como resultado de un incremento de la tasa de crecimiento de los precios de los servicios.

En Japón, el pulso de la economía ha seguido siendo relativamente débil, tras un descenso de la actividad económica en el segundo trimestre de este año. El PIB real disminuyó en el segundo trimestre (-0.3% en tasa trimestral), debido, en parte, a factores transitorios, como las adversas condiciones meteorológicas, pero también como resultado de la notable debilidad del consumo privado y la demanda externa. Los indicadores mensuales disponibles para el tercer trimestre dibujan un panorama dispar. Aunque el aumento del índice de consumo sintético en agosto sugiere un repunte del gasto en consumo, la confianza de los consumidores sigue siendo frágil. Al mismo tiempo, los pedidos básicos de maquinaria del sector privado —un indicador adelantado del gasto en inversión empresarial— descendieron considerablemente en julio y agosto. La inflación general anual, medida por el IPC, siguió siendo baja en agosto, pero si se excluyen la energía y los alimentos, la tasa mantuvo su gradual tendencia alcista.

La economía del Reino Unido se encamina hacia una desaceleración moderada en el segundo semestre del año. En el segundo trimestre de 2015, el crecimiento del PIB real repuntó hasta una tasa trimestral del 0.7%. La demanda interna siguió respaldando el crecimiento, ya que los bajos precios de la energía proporcionaron un alivio temporal para la renta real disponible y el consumo, mientras que la demanda exterior neta contribuyó de forma positiva y notable al crecimiento en el segundo trimestre de 2015. Los indicadores de corto plazo, en particular los datos de la encuesta PMI del sector servicios, muestran una tendencia a la baja, lo que sugiere una desaceleración del crecimiento económico. La tasa de desempleo se disminuyó hasta el 5.4% en los tres

meses transcurridos hasta agosto de 2015, mientras que el crecimiento de los ingresos se estabilizó en torno al 3%. La inflación anual medida por el IPC sigue manteniéndose cercana a cero, debido a los bajos precios de la energía y los alimentos, mientras que si se excluyen estos dos componentes, la inflación se situó en promedio en aproximadamente el 1% en el tercer trimestre de 2015.

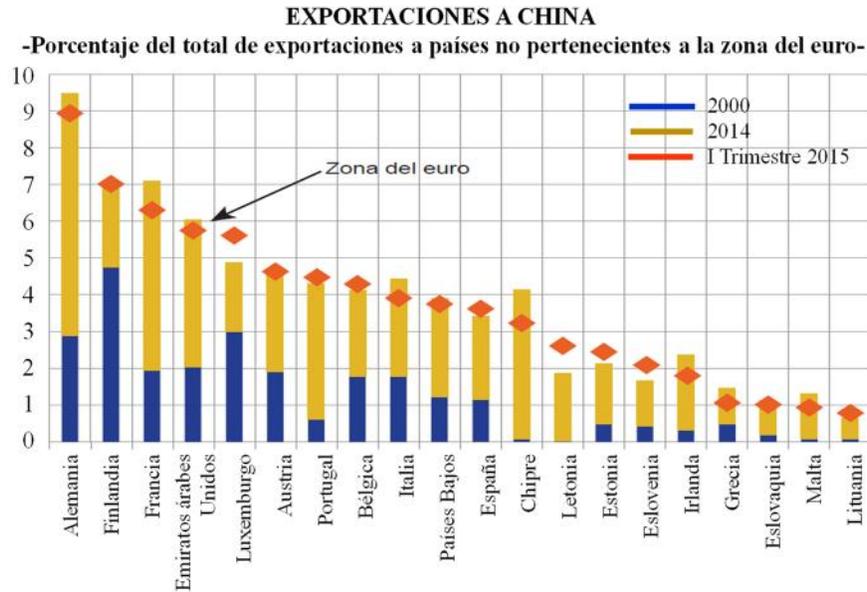
En China, los datos recientes siguen siendo en general coherentes con una gradual desaceleración de la economía. El PIB real creció a una tasa trimestral del 1.8% en el tercer trimestre de 2015, sin variación con respecto al trimestre anterior. Si bien algunos indicadores —en particular los asociados a las industrias pesadas y a la construcción— han mostrado un claro retroceso en los últimos trimestres, los cambios estructurales en curso en la economía —en detrimento de las industrias pesadas, en favor los servicios y el consumo— sumados a la mayor capacidad de resistencia de los otros sectores, sugieren que, en general, los datos disponibles siguen siendo coherentes con la situación de una economía que experimenta una gradual desaceleración. La actividad está siendo respaldada por las anteriores medidas de estímulo monetario y fiscal que se están dejando sentir en la economía, protegiéndola de una desaceleración más acusada. Al mismo tiempo, las presiones inflacionarias siguen siendo moderadas. En el recuadro siguiente se analiza el papel de China en el comercio mundial y sus vínculos comerciales con la zona del euro.

### **Los vínculos comerciales entre la zona del euro y China**

En las últimas décadas, China ha aumentado significativamente su protagonismo en el comercio internacional. Tras las diversas reformas económicas acometidas a partir de finales de los años setenta, el país ha registrado un rápido crecimiento y ha adquirido un papel cada vez más destacado en la economía mundial. Aunque en 1980 las importaciones chinas tan solo representaban algo más del 6% del PIB, este porcentaje ya se elevaba al 19% en 2014, como resultado de la liberalización del

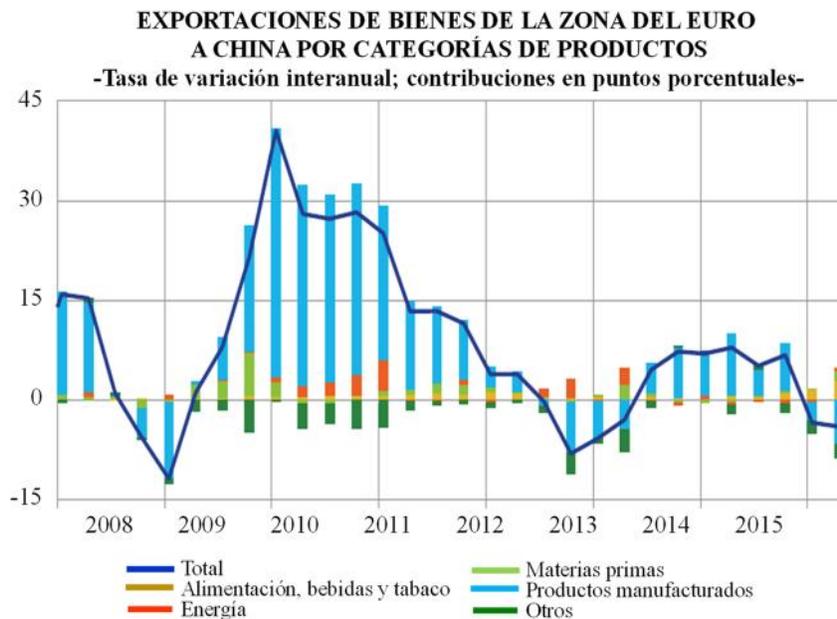
comercio, la incorporación del país a la Organización Mundial del Comercio en 2001 y el acelerado crecimiento de la inversión en la economía china. Al protagonismo de China en el comercio tradicional, se suma su papel esencial en las cadenas de producción mundiales, en las que se ocupa de transformar bienes intermedios para su posterior reexportación a terceros países. Sin embargo, desde 2011, las perspectivas de crecimiento de China se han deteriorado, ya que la economía está experimentando un reajuste, pasando de un crecimiento basado en la inversión a una senda de crecimiento económico más equilibrado.

Aunque una proporción relativamente limitada de las exportaciones de la zona del euro va destinada a China, esta cuota se ha incrementado con el tiempo. Durante los últimos 15 años, las exportaciones a China han crecido con rapidez en todas las economías de la zona del euro, y han pasado de representar el 2% del total de exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro a alcanzar el 6% a finales de 2014. Alemania, Francia y Finlandia registran las mayores cuotas de exportación a China, mientras que las de los restantes países se encuentran comprendidas entre casi el 6% en Luxemburgo y el 1% en Lituania. El peso de China como destino de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro es comparable al de Suiza y supone menos de la mitad del correspondiente a Estados Unidos de Norteamérica o Reino Unido.



Nota: Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro no incluyen los flujos comerciales entre países de la zona del euro.  
FUENTE: Dirección de Estadísticas Comerciales del FMI.

La desaceleración del crecimiento registrada en China desde principios de 2015 se ha traducido en una disminución de las exportaciones de la zona del euro, en particular las de maquinaria y material de transporte. Esta circunstancia ha repercutido negativamente, sobre todo, en las exportaciones de bienes manufacturados, que representan prácticamente el 90% de los bienes exportados a China. Por el contrario, las exportaciones de alimentos, bebidas y tabaco y de materias primas se han mantenido, lo que indica que las exportaciones de bienes de consumo e intermedios todavía conservan su dinamismo. Esta reciente evolución es acorde con el papel de China en la transformación de bienes intermedios para consumo final y con el reajuste de la economía china hacia el consumo, en detrimento del crecimiento basado en la inversión.

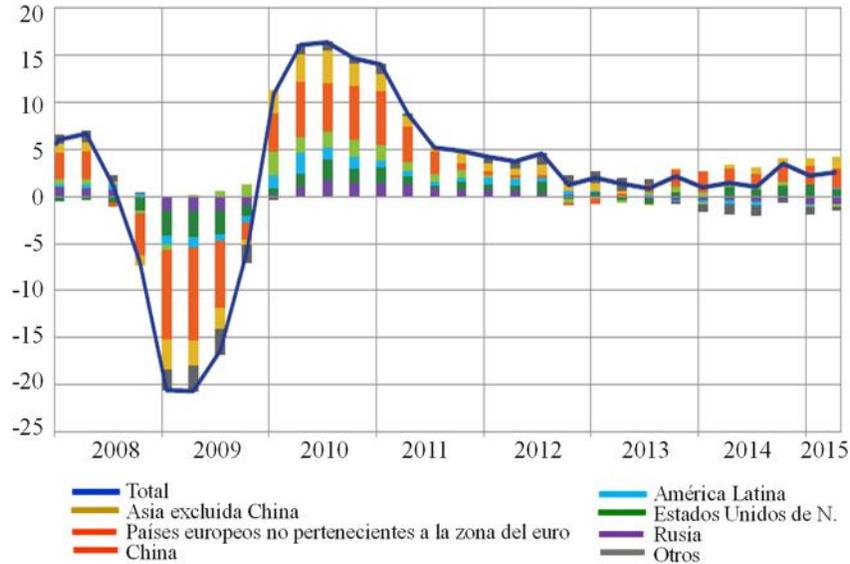


Nota: Las categorías de productos se definen con arreglo a la Clasificación uniforme para el comercio internacional.  
FUENTE: Eurostat y cálculos del BCE.

La disminución de las exportaciones de bienes de la zona del euro a China se ha compensado, en parte, con el aumento de las destinadas a otras economías avanzadas. Aunque las exportaciones a China han registrado un rápido descenso y han contribuido negativamente al crecimiento de las exportaciones de la zona del euro, en otras economías avanzadas, como Estados Unidos de Norteamérica y los países europeos no pertenecientes a la zona del euro, se ha incrementado la demanda, lo que ha impulsado el crecimiento de las exportaciones de la zona. Este hecho pone de manifiesto la importancia que vuelven a cobrar dichas economías para el avance del comercio mundial en 2015, en un contexto de desaceleración de las economías emergentes.

Los efectos de contagio indirectos de China a la zona del euro, probablemente serán reducidos en términos comerciales y afectarán fundamentalmente a otros países asiáticos.

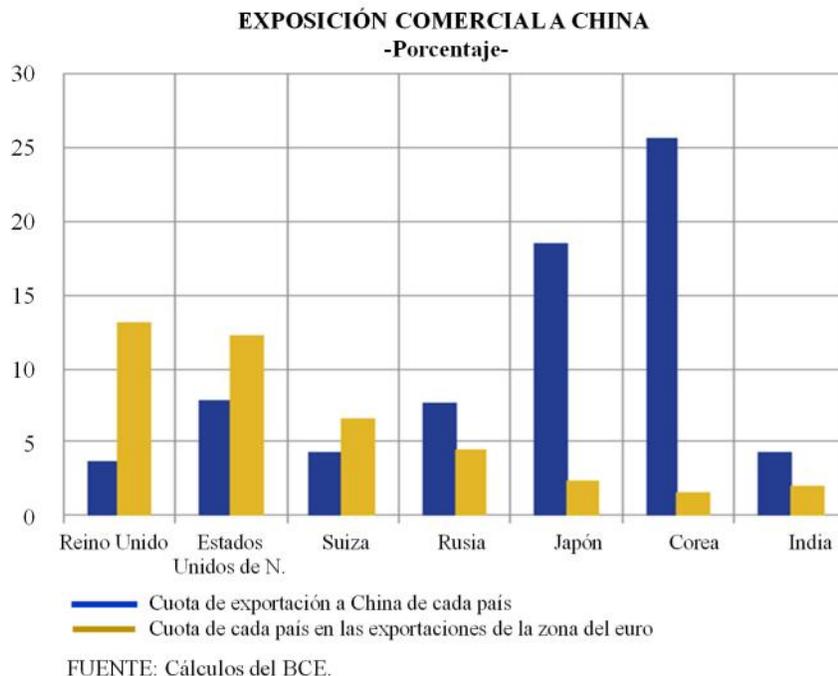
**EXPORTACIONES DE BIENES A PAÍSES NO PERTENECIENTES  
A LA ZONA DEL EURO Y CONTRIBUCIONES POR PAÍSES**  
-Tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales-



FUENTE: Eurostat y cálculos del BCE.

Aunque los vínculos comerciales directos entre la zona del euro y China continúan siendo limitados, podrían registrarse efectos de contagio negativos sobre el comercio, y destinos de exportación importantes para la zona del euro, que sean también grandes socios comerciales de China, podrían experimentar una desaceleración de su actividad. Excluida China, las exportaciones de la zona del euro van dirigidas principalmente a Estados Unidos de Norteamérica, Reino Unido y Suiza. A su vez, la exposición de las exportaciones a China de estos países es relativamente pequeña, por lo que no es probable que se vean seriamente afectados por la desaceleración de la actividad en este país. Los países con mayores probabilidades de sufrir el impacto de una desaceleración interna en China son los países vecinos del continente asiático, que, considerados en su conjunto, representan una proporción relativamente significativa de la demanda de exportaciones de la zona del euro (alrededor del 21%). Sin embargo, en conjunto, las estimaciones disponibles indican que los efectos directos e indirectos sobre el comercio de una disminución de un punto porcentual del crecimiento del PIB real

chino son relativamente moderados y se traducen en una caída de la actividad de la zona del euro de entre 0.1 y 0.15 puntos porcentuales, aproximadamente, transcurrido un período de dos a tres años.

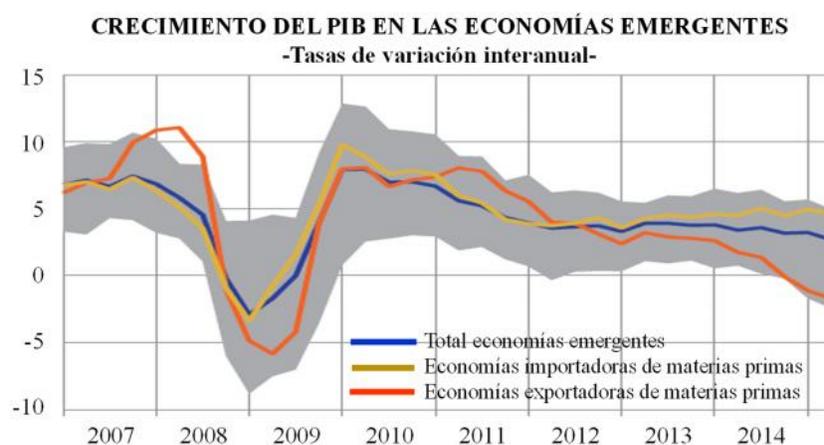


El papel de China en las cadenas de producción mundiales podría limitar la propagación de desarrollos negativos a la zona del euro. Las exportaciones de bienes intermedios a China han cobrado una importancia creciente con el tiempo. La cuota de exportación de estos productos pasó del 53% en 1995 al 59% en 2011. Este porcentaje relativamente elevado pone de manifiesto el papel destacado de China en las cadenas de valor mundiales, en las que los productos se envían a este país para su transformación o montaje y se reexportan posteriormente a otro destino para su consumo final. En este contexto, y teniendo en cuenta que los últimos datos disponibles se refieren al año 2011, al menos el 8% de las exportaciones de la zona del euro a China no está directamente relacionado con la situación del país, sino que refleja más bien la evolución de la demanda en otros lugares. Es posible argumentar que algunas exportaciones de bienes finales también podrían formar parte de las redes de producción internacionales, contribuyendo a la producción de bienes destinados a terceros países y, por lo tanto, reflejarían la demanda final en otros

lugares. En consecuencia, probablemente la desaceleración de la actividad en China tendrá un impacto menor de lo que indicarían los flujos comerciales brutos.

Aunque es probable que los efectos de contagio de una desaceleración continuada de la actividad económica en China sobre el PIB de la zona del euro solo sean moderados, existen otros canales de transmisión potencialmente importantes. Por su tamaño, la economía china ha tenido un impacto significativo sobre los precios del petróleo, si bien en los últimos años ha ido perdiendo relevancia, a medida que su crecimiento ha seguido disminuyendo. En consecuencia, el efecto de una desaceleración en China sobre los precios del crudo podría ser limitado, pero depende, fundamentalmente, de si el crecimiento también se desacelera en otras economías emergentes. Aunque China podría influir en algunos mercados emergentes productores de materias primas al disminuir su importación de metales, las principales exportaciones de metales representan un porcentaje bastante reducido del comercio de la zona del euro. Otro posible canal de transmisión de impactos negativos a la zona del euro son los efectos confianza. Por ejemplo, los efectos confianza negativos pueden generar salidas de capital, que dan lugar a un endurecimiento de las condiciones de financiamiento en los mercados emergentes y a una desaceleración adicional de la demanda exterior de la zona del euro. Además, si las salidas de capital de China no se contrarrestan con otros flujos privados o públicos, podrían provocar la depreciación de la moneda del país y, como consecuencia, la depreciación de las monedas de otras economías emergentes. Por último, el aumento de la incertidumbre a escala mundial podría tener un efecto directo sobre la confianza de los hogares y las empresas de la zona del euro, haciendo que se frene el consumo y se aplacen las decisiones de inversión. Por lo tanto, el impacto de una posible desaceleración adicional de la actividad en China depende, en último término, de la medida en que ésta se contagie a otras economías emergentes y del grado en que la pérdida de confianza resultante afecte a los mercados financieros internacionales y al comercio mundial.

El impulso del crecimiento continúa siendo débil y heterogéneo en otras economías emergentes. Las economías emergentes están sufriendo una constelación de perturbaciones, incluidas la acusada caída de los precios de las materias primas, el endurecimiento de las condiciones de financiamiento externas y la desaceleración de la economía china. La anterior caída de los precios de las materias primas ha dado lugar a una divergencia entre las economías importadoras y las economías exportadoras de productos básicos.



Nota: La observación más reciente corresponde al segundo trimestre de 2015. Las líneas representan medias ponderadas por el PIB del crecimiento del PIB en las economías emergentes. El rango muestra percentiles del 10-90% del crecimiento en 23 economías del grupo. Las economías importadoras de materias primas son: Hong Kong, India, Corea, Malasia, Singapur, Taiwán, Tailandia, Turquía, México, Polonia, la República Checa y Hungría. El grupo de economías exportadoras de materias primas lo integran: Rusia, Sudáfrica, Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Indonesia y Venezuela.

FUENTE: Fuentes nacionales y *Haver Analytics*.

La actividad ha mantenido su capacidad de resistencia en los países importadores de materias primas (India, Turquía y los países de Europa Central y Oriental no pertenecientes a la zona del euro), mientras que en los países exportadores ha continuado el retroceso. La desaceleración ha sido especialmente acusada en dos grandes países exportadores de materias primas —Rusia y Brasil— en los que las recesiones se intensificaron en el segundo trimestre de 2015.

Tras una nueva caída durante el verano, los precios del petróleo se estabilizaron en general en septiembre y octubre, reflejando las primeras señales de una moderación del exceso de oferta. Por el lado de la oferta, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) mantuvo su producción en niveles casi récord, con Arabia Saudita e Irak a la cabeza, aunque continuó la desaceleración del crecimiento de la producción. Al mismo tiempo, los precios más bajos y la reducción de las inversiones parecen haber provocado una caída gradual de la producción de petróleo no convencional (“*shale oil*”) de Estados Unidos de Norteamérica. Por el lado de la demanda, el crecimiento de la demanda mundial de petróleo se mantuvo por encima de la tendencia —estimulado por los bajos precios del crudo— aunque, en general, siguió siendo demasiado débil para mantenerse al ritmo del crecimiento de la oferta. En el recuadro siguiente se examinan los factores determinantes del reciente aumento de la volatilidad de los precios del petróleo. Los precios de las materias primas no energéticas no han experimentado variación en los dos últimos meses.

#### **Factores determinantes del reciente incremento de la volatilidad de los precios del petróleo**

Tras alcanzar niveles históricamente altos durante la crisis financiera global, la volatilidad de los precios del petróleo disminuyó gradualmente en los últimos años para aumentar de nuevo en 2014 y 2015. Aunque la volatilidad actual no es especialmente elevada en términos históricos, la volatilidad de los precios del petróleo en sí puede afectar a las perspectivas económicas<sup>1/</sup>. Por lo tanto es importante entender los factores que determinan las variaciones de dicha volatilidad. A continuación, se analizan los factores generales determinantes de la volatilidad de los precios del petróleo centrandó la atención en las causas probables del reciente aumento.

La variación en el tiempo de los precios del petróleo puede obedecer a varios factores. Tres de las principales explicaciones posibles de la mayor volatilidad de los precios del petróleo son: i) las fuertes perturbaciones de la demanda y la oferta de petróleo; ii) una mayor sensibilidad de los precios del petróleo a las variaciones

de la oferta y de la demanda, y iii) una mayor utilización del petróleo como activo financiero. Estos tres posibles factores determinantes de la variación en el tiempo de la volatilidad de los precios del petróleo podrían, todos ellos, tener un impacto en cualquier momento dado.

**PRECIOS DEL PETRÓLEO Y VOLATILIDAD DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO**  
-Dólares estadounidenses por barril-



Nota: Datos diarios; la observación más reciente corresponde al 5 de octubre de 2015. Los precios del petróleo son los precios nominales del barril tipo *Brent*. La volatilidad de los precios del petróleo se mide por el índice de volatilidad (OVX) del *Crude Oil Exchange-Traded Fund* (ETF) de la *Chicago Board Options Exchange* (CBOE). El OVX presenta una fuerte correlación con la volatilidad observada de los precios del petróleo.

FUENTE: *Datastream*.

La mayor volatilidad de los precios del petróleo puede tener su origen simplemente en fuertes perturbaciones que afecten la demanda o la oferta de este producto. La caída de la demanda mundial de petróleo provocada por la crisis financiera mundial de 2008 es un ejemplo de cómo las variaciones significativas de los fundamentos de la oferta y la demanda pueden dar lugar a un aumento de la volatilidad de los precios del petróleo

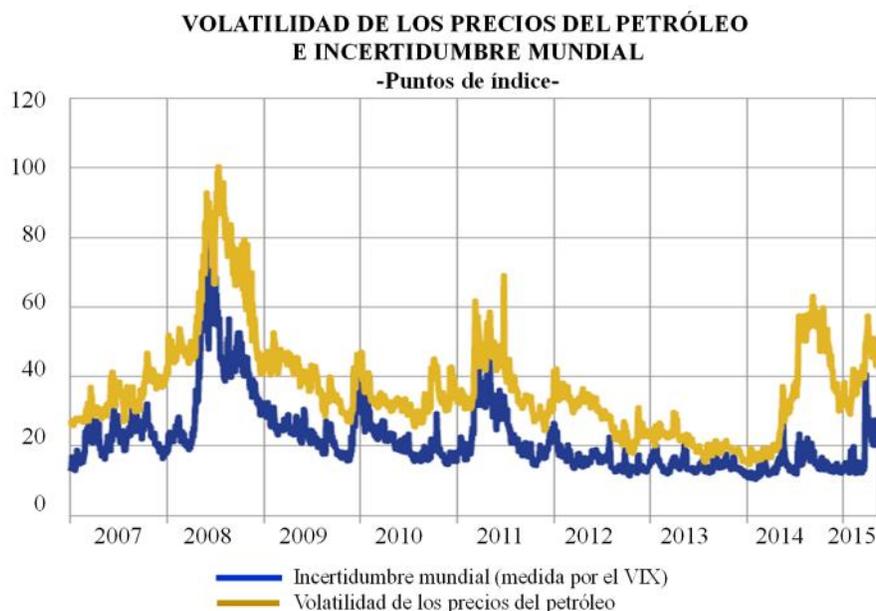
Los precios del petróleo pueden tornarse más sensibles a los cambios en la demanda y en la oferta de petróleo como resultado de la menor elasticidad-precio de la demanda y de la oferta, provocando una mayor volatilidad de los precios. La menor elasticidad-precio de la demanda y de la oferta de petróleo significa que tanto la demanda como la oferta reaccionan con menos intensidad ante las variaciones de los precios del petróleo inducidas por las perturbaciones. Como ello supone que el

ajuste de la cantidad es menor después de una perturbación, la respuesta de los precios se magnifica causando un aumento de la volatilidad de los precios.

Varios factores, como el nivel capacidad productiva no utilizada, o las existencias, pueden explicar por qué la elasticidad-precio de la demanda y de la oferta de petróleo podrían ser más bajas en períodos específicos. Por una parte, una flexibilidad reducida que altere la oferta de petróleo tras producirse variaciones de los precios podría estar provocada por unos bajos niveles de capacidad productiva no utilizada o por unas existencias limitadas. A mediados de 2012, por ejemplo, los precios del petróleo reaccionaron con fuerza a las noticias sobre interrupciones reales y potenciales de la oferta a raíz del embargo de petróleo iraní, ya que la capacidad no utilizada en los países miembros OPEP era baja y las existencias se situaban por debajo de la media histórica, lo que indica que la oferta no podría incrementarse fácilmente para compensar cualquier caída adicional de la producción. Por otra parte, una menor sensibilidad a los precios de la demanda de petróleo podría guardar relación, por ejemplo, con una capacidad limitada para sustituir el petróleo por otras fuentes de energía alternativas. Los beneficios en forma de eficiencia energética obtenidos tras las crisis del petróleo de la década de 1970 podrían haber provocado un aumento de la volatilidad de los precios, en la medida en que la demanda se tornó menos sensible a las variaciones de los precios<sup>2/</sup>.

La incertidumbre mundial es otro factor que podría reducir la elasticidad precio de la demanda y la oferta de petróleo. El aumento de la incertidumbre puede modificar la elasticidad-precio tanto de la demanda como de la oferta de petróleo<sup>3/</sup>. En un entorno de mayor incertidumbre, los productores y los consumidores de petróleo tienen una reacción menos acusada frente a las variaciones de los precios del crudo en la medida en que disponen de un “valor de la opción de esperar” (*option-value-to-wait*)<sup>4/</sup>. Esta capacidad de reacción menos acusada reduce el ajuste de la cantidad tras las perturbaciones y magnifica el efecto del precio del petróleo, aumentando así su volatilidad. De hecho, anteriores episodios de fuerte incertidumbre mundial, medida por el índice de volatilidad (VIX) coincidieron con una mayor volatilidad

de los precios del petróleo. Es lo que sucedió, por ejemplo, durante la crisis de la deuda soberana europea de 2011.



Nota: Datos diarios; la observación más reciente corresponde al 5 de octubre de 2015. El índice de volatilidad (VIX) se basa en la volatilidad implícita de las opciones del índice S&P 500.

FUENTE: *Datastream*.

Por último, suele argumentarse que la mayor utilización del petróleo como activo financiero hace que la volatilidad de sus precios sea más elevada, aunque la evidencia empírica al respecto sigue siendo dispar. Desde comienzos de la década del 2000, el petróleo se ha utilizado cada vez más como activo financiero, un proceso que se conoce como “financiarización” de los mercados de futuros del petróleo. El uso cada vez más frecuente de valores del petróleo con fines de inversión financiera, cobertura y especulación podría haber intensificado la sensibilidad de los precios del petróleo al sentimiento de los inversores. No obstante, no existe evidencia empírica concluyente respecto a la importancia de este factor<sup>5/</sup>.

Centrando la atención en el período reciente, las causas probables del aumento de la volatilidad de los precios del petróleo desde finales de 2014 hay que buscarlas en una combinación de dos factores: una fuerte perturbación en la oferta de petróleo y

un aumento de la incertidumbre mundial. En primer lugar, el descenso de los precios del petróleo en la segunda mitad de 2014 vino acompañado de fuertes aumentos de la oferta de crudo: los incrementos anuales de la producción mundial se situaron muy por encima de las medias históricas. Combinado con la debilidad de la demanda y la decisión de la OPEP de no reducir su producción, esto dio lugar, a finales de 2014, a una acusada caída de los precios del petróleo y a un aumento de su volatilidad. Más recientemente, el nuevo incremento de la volatilidad de los precios del petróleo coincidió con un pico en la incertidumbre mundial a finales de agosto de 2015 (véase gráfica anterior), asociado principalmente a la inquietud respecto a la fortaleza del crecimiento económico en China. Por el contrario, las variaciones en el nivel de las existencias de petróleo y la capacidad productiva no utilizada probablemente no influyeron en el aumento de la volatilidad de los precios del crudo, ya que las existencias registran máximos históricos y la capacidad total no utilizada de la OPEP no se sitúa muy por debajo de las medias anteriores.

Dado que la incertidumbre mundial probablemente continuará siendo elevada en el corto plazo, los precios del petróleo seguirán siendo sensibles a cualquier nueva información respecto a la evolución de la demanda y la oferta de este producto.

<sup>1/</sup> S. Jo, “*The effects of oil price uncertainty on global real economic activity*”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 46, n.º 6, pp. 1113-1135, 2014.

<sup>2/</sup> C. Baumeister y G. Peersman, “*The role of time-varying price elasticities in accounting for volatility changes in the crude oil market*”, *Journal of Applied Econometrics*, vol. 28, pp.1087-1109, 2013.

<sup>3/</sup> Van Robays, “*Macroeconomic uncertainty and the impact of oil shocks*”, *ECB Working Paper*, n.º 1479, 2012.

<sup>4/</sup> B.S. Bernanke, “*Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment*”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 98, n.º 1, pp. 85-106, 1983.

<sup>5/</sup> Véanse, entre otros, K.J. Singleton, “*Investor flows and the 2008 boom/bust in oil prices*”, *Management Science*, vol. 60, pp. 300-318, 2012, frente a B. Fattouh, L. Kilian y L. Mahadeva, “*The role of speculation in oil markets: What have we learned so far?*”, *Energy Journal*, vol. 34, n.º 3, pp. 7-33, 2013.

**Fuente de información:**

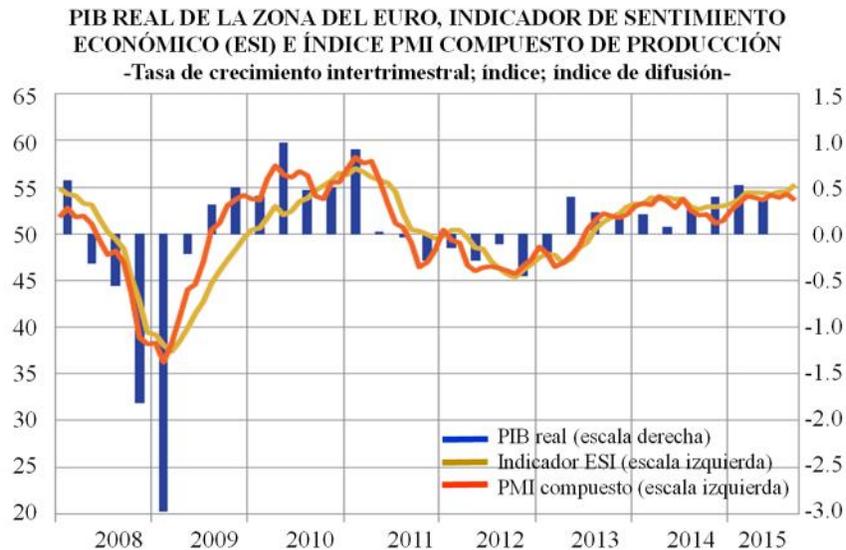
<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2015/Fich/bebce1507-1.pdf>

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2015/Fich/bebce1507-2.pdf>

## Actividad económica (BCE)

El 5 de noviembre de 2015, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Mensual sobre la Evolución Económica y Monetaria de la zona del euro. A continuación se presenta el artículo: “Actividad económica de la Zona del Euro”.

Aunque el entorno exterior es menos favorable, la recuperación económica de la zona del euro continúa, cada vez más sustentada en factores internos y, en particular, en el consumo privado. En términos trimestrales, el producto avanzó 0.4% en el segundo trimestre de 2015, tras un aumento del 0.5% en el trimestre anterior<sup>1</sup>. Los indicadores más recientes apuntan a un ritmo de avance del PIB bastante similar en el tercer trimestre.



Nota: El indicador de sentimiento económico (ESI) está normalizado con la media y la desviación típica del índice de directores de compras (PMI). Las observaciones más recientes corresponden al segundo trimestre de 2015 para el PIB real y a septiembre de 2015 para el ESI y el PMI.

FUENTE: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.

<sup>1</sup> En la segunda publicación de las cuentas nacionales de la zona del euro de Eurostat, el crecimiento para el primer y segundo trimestres de 2015 se ha revisado al alza en 0.1 puntos porcentuales.

Si se analiza la trayectoria de la recuperación hasta el momento, se observa que el producto acumula casi dos años y medio de crecimiento, y en el segundo trimestre de 2015, el PIB real de la zona del euro se situó 2.7% por encima del mínimo registrado en el primer trimestre de 2013, pese a que sigue estando 0.8% por debajo del máximo alcanzado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008.

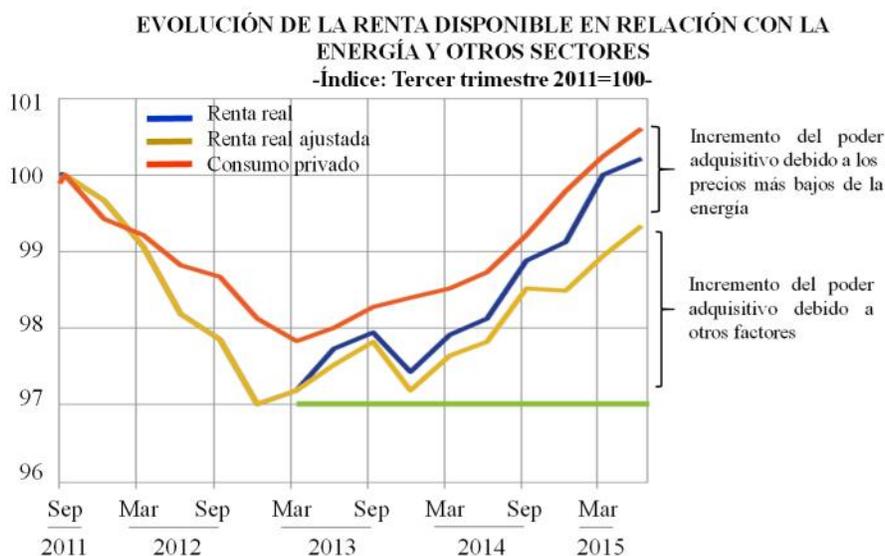
El consumo privado continúa siendo el principal motor de la recuperación actual. La tendencia del consumo se ha reforzado como resultado del aumento de la renta, el descenso de los precios del petróleo y el desendeudamiento progresivo de los hogares. Los incrementos registrados en la renta real disponible total desde principios de 2013 han ido asociados sobre todo a las mejoras del mercado de trabajo, lo que sugiere que la recuperación del consumo privado es consecuencia, fundamentalmente, del avance de la recuperación económica interna. Desde la segunda mitad de 2014, la caída de los precios del petróleo también ha respaldado la renta real y, por tanto, el consumo privado. En lo que respecta a las perspectivas a corto plazo, los datos recientes sobre el comercio al por menor y las matriculaciones de automóviles, así como los datos de las encuestas de opinión relativos a la confianza de los consumidores, señalan un aumento continuo y sólido del consumo privado.

#### **Una evaluación del reciente crecimiento del consumo en la zona del euro**

El consumo privado ha venido aumentando de forma sostenida desde el primer trimestre de 2013, convirtiéndose así en el principal motor de la recuperación económica en curso en la zona del euro. A continuación se examinan los principales factores determinantes de esta evolución del crecimiento del consumo en la zona del euro desde el primer trimestre de 2013, cuando se registró el último mínimo experimentado por el ciclo económico<sup>1/</sup>.

La caída de los precios del petróleo ha venido respaldando el crecimiento del consumo privado en particular desde el segundo semestre de 2014. El poder

adquisitivo de los hogares ha aumentado en aproximadamente 0.9 puntos porcentuales debido a la caída de los precios de la energía entre el inicio de la recuperación y el segundo trimestre de 2015<sup>2/</sup>. Con todo, esto ha representado apenas un tercio del total de la mejora del poder adquisitivo de los hogares observado durante este período. La mejora adicional es atribuible, principalmente, a los sólidos ingresos procedentes de las rentas del trabajo<sup>3/</sup>.



Nota: La renta real ajustada se calcula suponiendo constantes los precios reales de la energía desde el primer trimestre de 2013 en adelante, a fin de aproximar la renta disponible real "contrafactual" que se habría observado si los precios del petróleo no hubiesen disminuido.

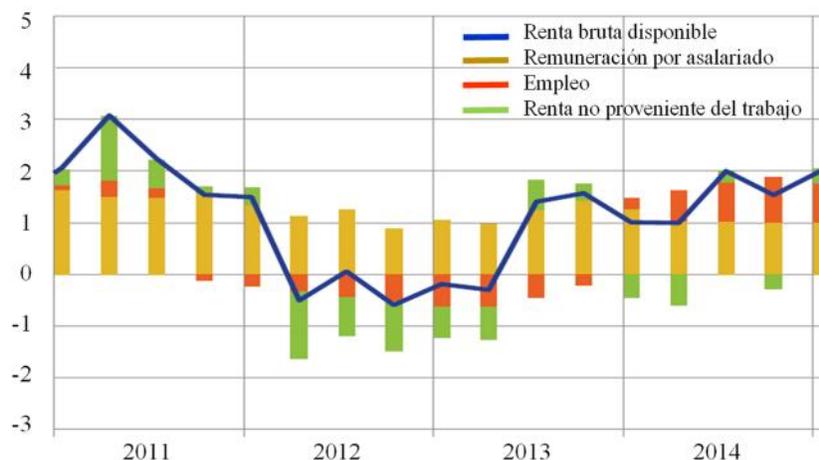
FUENTE: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

El consumo privado se ha visto respaldado por el vigoroso crecimiento de la renta real disponible desde el comienzo de 2013, tras las mejoras graduales pero sostenidas del mercado de trabajo. El crecimiento de la remuneración por asalariado experimentó una aceleración, aunque de carácter transitorio, en el segundo semestre de 2013. La contribución negativa del crecimiento del empleo a la renta disponible bruta se estabilizó a comienzos de 2013 y mejoró de forma sostenida a partir de entonces, tornándose positiva en el primer trimestre de 2014 por primera vez desde 2011. En consonancia con esta evolución, la tasa de desempleo de la zona del euro dejó de aumentar en 2013 y comenzó a disminuir en 2014. No obstante, el nivel

actual de empleo se mantiene en aproximadamente 2% por debajo del máximo observado antes de la crisis, en 2008, mientras que la de desempleo continúa siendo elevada, con una tasa del 11% el pasado mes de agosto.

### CRECIMIENTO DE LA RENTA BRUTA NOMINAL DISPONIBLE Y CONTRIBUCIONES

-Tasas de variación interanual; puntos porcentuales-

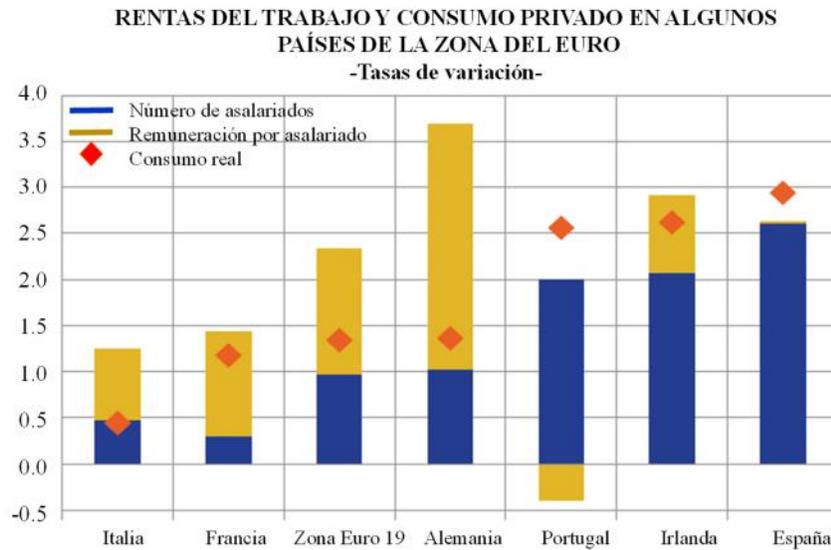


Nota: La renta no proveniente del trabajo se compone del excedente de explotación, las rentas de la propiedad, las prestaciones y cotizaciones sociales netas y los impuestos directos (con el signo invertido).

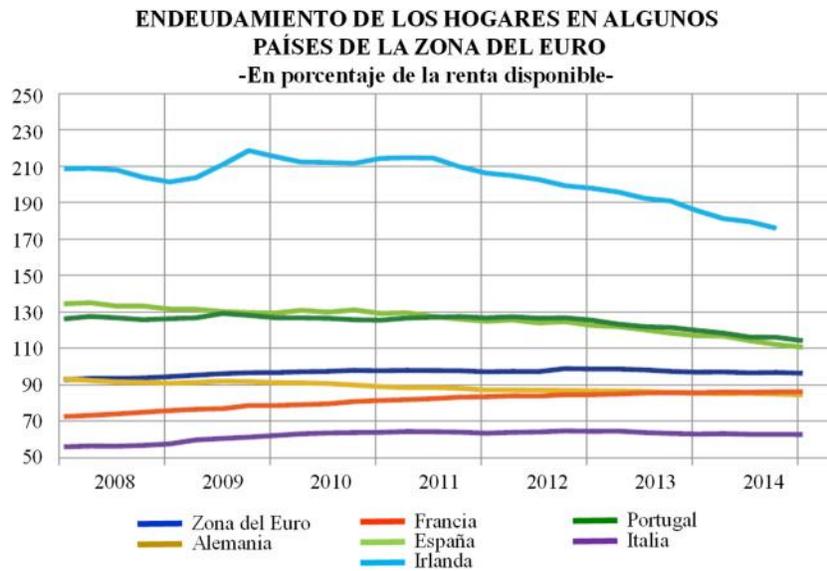
FUENTE: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

El crecimiento reciente del consumo ha sido más acusado en los países en los que las mejoras del mercado de trabajo han sido mayores. En España, Irlanda y Portugal, la recuperación del mercado de trabajo, en términos tanto de empleo como de salarios, ha sido relativamente intensa, lo que ha dado lugar a incrementos mayores de la renta disponible y del consumo real (véase gráfica: Rentas del trabajo y consumo privado en algunos países de la zona del euro). Tras años de desendeudamiento de los hogares en estos países, el aumento de la renta disponible también está contribuyendo a reforzar los balances de los hogares (véase gráfica: Desendeudamiento de los hogares en algunos países de la zona del euro). Aunque el consumo está creciendo, la proporción de desendeudamiento continúa disminuyendo (salvo en el caso de Francia), lo que sugiere que podría estar dándose actualmente un efecto de círculo virtuoso entre la recuperación del mercado de

trabajo, que hace aumentar la renta disponible, y un mayor crecimiento del consumo, al tiempo que sigue reduciéndose el endeudamiento de los hogares.



Nota: Las cifras se refieren a las tasas medias de variación interanual entre el segundo trimestre de 2014 y el segundo trimestre de 2015.  
FUENTE: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.



Nota: La proporción de endeudamiento se calcula como el porcentaje entre la deuda de los hogares y la suma móvil de cuatro trimestres de la renta disponible.  
FUENTE: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

Una comparación de las proyecciones del consumo entre varias rondas sucesivas de proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE/Eurosistema para la zona

del euro sugiere que la evolución reciente del consumo ha sido, en general, coherente con las expectativas, una vez tenidos en cuenta los descensos del precio del petróleo. En junio de 2014, antes de los pronunciados descensos de los precios del petróleo, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del *Eurosistema* contemplaban un moderado crecimiento del consumo del 0.7% en 2014, seguido de una recuperación más sólida del 1.5% en 2015. Desde entonces, el consumo experimentó una aceleración en el segundo semestre de 2014 y siguió aumentando de forma sostenida en el primer semestre de 2015. Este perfil ya se había contemplado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2015, que fue el primer ejercicio realizado por el BCE en el que se tuvieron en cuenta precios del petróleo persistentemente más bajos de lo previsto. Esta proyección de un fuerte crecimiento del consumo se mantuvo sin variación en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2015, con una tasa de crecimiento del 1.7% para 2015, frente a un crecimiento del 1% en 2014. Esta proyección también fue ampliamente confirmada después por los datos relativos al crecimiento del consumo en el segundo trimestre de 2015.

1/ Como lo identifica el *Centre for Economic Policy Research*.

2/ Las variaciones del poder adquisitivo de los hogares, debido a fluctuaciones de los precios de la energía, son iguales al producto de la proporción del gasto en energía y la tasa de variación de los precios reales de la energía.

3/ Aunque el precio del crudo en euros ha disminuido más del 40% desde el segundo semestre de 2014, el descenso de los precios de consumo de la energía ha sido mucho menor. Por ejemplo, el precio de los combustibles líquidos y lubricantes para vehículos privados solo disminuyó 12% durante el mismo período en la zona del euro.

En cambio, desde el inicio de la crisis la inversión ha carecido de dinamismo y se ha mantenido en niveles moderados en la primera mitad de 2015. La inversión se sitúa actualmente 15% por debajo del nivel alcanzado antes de la crisis, en 2008. Ello obedece, principalmente, al pronunciado descenso de la demanda interna y externa, la disminución de la rentabilidad de las empresas, el largo período de condiciones de financiamiento desfavorables y la elevada incertidumbre general, así como a la menor

inversión pública y los ajustes del mercado de la vivienda en varios países. Recientemente, la inversión se ha mostrado algo volátil, registrando un fuerte incremento en el primer trimestre de 2015 antes de volver a caer en el segundo trimestre. Este perfil refleja, fundamentalmente, la evolución de la inversión residencial, que se vio impulsada en el primer trimestre por unas condiciones meteorológicas favorables en algunas partes de la zona del euro. La reciente evolución de la producción de bienes de equipo apunta a un aumento adicional de la inversión, excluida la construcción, en la zona del euro en el tercer trimestre, mientras que la producción de la construcción sugiere que continúa la falta de dinamismo de este sector. Asimismo, la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro indica que las condiciones de concesión de crédito continúan siendo favorables y que la demanda de préstamos por parte de las empresas para financiar la inversión está aumentando. De cara al futuro, se espera una recuperación cíclica de la inversión, respaldada por unas condiciones de financiamiento favorables, la mejora de los márgenes y la disminución de la capacidad productiva sin utilizar. Sin embargo, la necesidad de continuar con el desendeudamiento de las empresas en algunos países y las menores perspectivas de crecimiento a largo plazo de los inversionistas podría tener un impacto adverso sobre el ritmo de la recuperación.

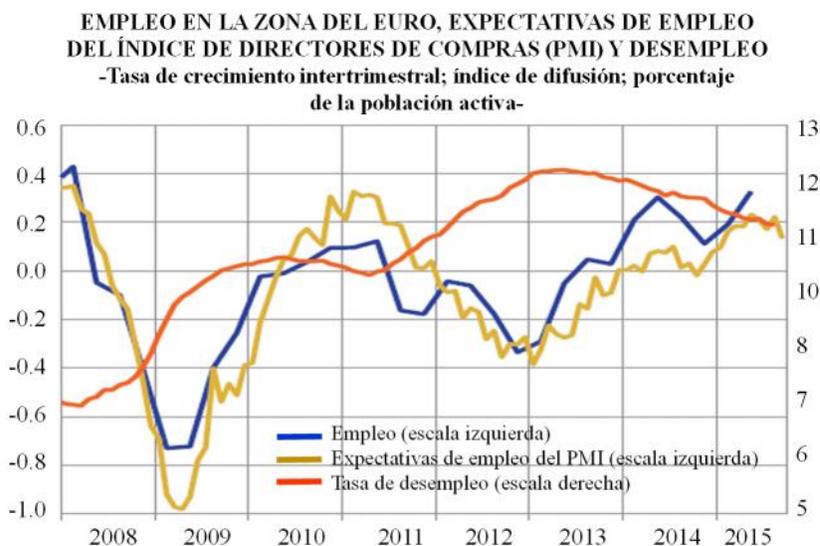
Es probable que el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro se haya desacelerado en el tercer trimestre, como consecuencia de la debilidad del comercio mundial. Los datos sobre comercio de julio y agosto indican que el crecimiento de las exportaciones se habría desacelerado en el tercer trimestre de 2015, probablemente como resultado del débil ritmo de crecimiento de las economías emergentes y la gradual desaceleración en China. Indicadores más recientes, como las encuestas, señalan un nuevo deterioro de la demanda externa y del crecimiento de las exportaciones a corto plazo. Además, la reciente apreciación del euro podría afectar a las exportaciones en el futuro.

En general, los indicadores más recientes apuntan a la continuidad de la expansión económica en la segunda mitad de este año. Tanto los datos cuantitativos como los cualitativos están en consonancia con una tasa de crecimiento sostenido similar a la registrada en el segundo trimestre. En julio y agosto, la producción industrial, excluida la construcción, se situó, en promedio, un 0.3% por encima del nivel medio del segundo trimestre, período en el que descendió 0.1% en tasa trimestral. El indicador de sentimiento económico mejoró entre el segundo y el tercer trimestre de este año, mientras que el índice PMI compuesto de producción no experimentó variación (véase gráfica anterior).

La situación del mercado de trabajo continúa mejorando gradualmente. En el segundo trimestre de 2015, el empleo experimentó un crecimiento adicional del 0.3% en tasa trimestral, el mayor incremento interanual registrado desde el segundo trimestre de 2008. En consecuencia, el empleo se situó 0.9% por encima del nivel registrado un año antes. La tasa de desempleo de la zona del euro, que empezó a descender a mediados de 2013, volvió a caer en el segundo trimestre de 2015, antes de estabilizarse, en general, en el 11% en julio y agosto. Información más reciente obtenida de resultados de encuestas apunta a que el mercado de trabajo seguirá registrando mejoras graduales en los próximos meses.

Para el futuro, se espera que la recuperación económica continúe, aunque afectada, en particular, por una demanda externa más débil. La demanda interna debería verse apoyada adicionalmente por las medidas de política monetaria del BCE y por su efecto favorable sobre las condiciones de financiamiento, así como por los avances realizados en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales. Asimismo, el descenso de los precios del petróleo debería respaldar la renta real disponible de los hogares y los beneficios empresariales y, en consecuencia, el consumo privado y la inversión. Sin embargo, los ajustes necesarios en los balances en algunos sectores y el lento ritmo de

aplicación de reformas estructurales siguen frenando la recuperación de la demanda interna en la zona del euro.



Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro continúan apuntando a la baja, y reflejan, en especial, la intensificación de la incertidumbre acerca de la evolución de los acontecimientos en las economías emergentes. Los resultados de la última encuesta a expertos en previsión económica del BCE, realizada a principios de octubre, muestran que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB prácticamente no se han modificado con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de julio, para más información véase: <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>

**Fuente de información:**

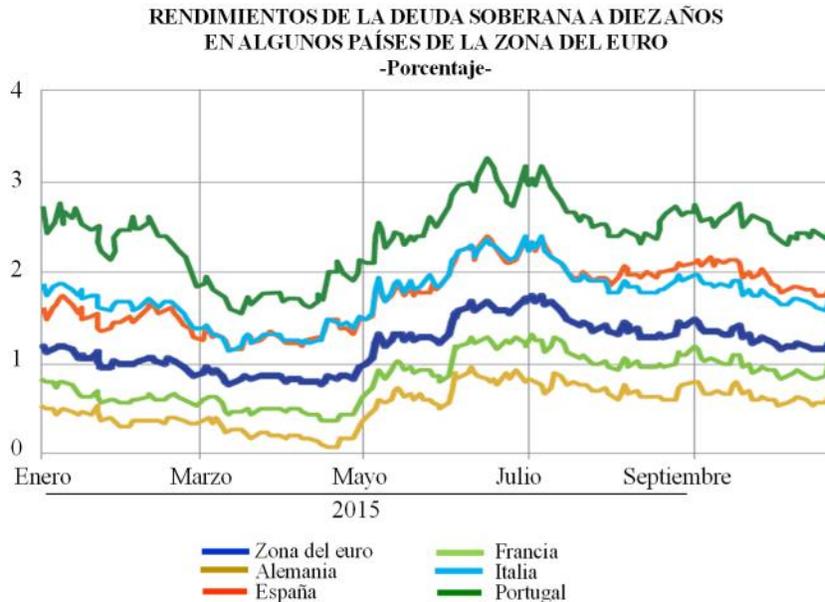
<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2015/Fich/bebce1507-1.pdf>

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2015/Fich/bebce1507-2.pdf>

## Evolución financiera (BCE)

El 5 de noviembre de 2015, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Mensual sobre la Evolución Económica y Monetaria de la zona del euro. A continuación se presenta el artículo: “Evolución financiera de la Zona del Euro”.

Durante el período de referencia, comprendido entre el 2 de septiembre y el 21 de octubre de 2015, los rendimientos de la deuda pública disminuyeron significativamente en toda la zona del euro. El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB experimentó un descenso de alrededor de 30 puntos básicos y se situó en 1.16% al final del período considerado. Gran parte de esta caída se produjo inmediatamente después de la reunión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, en sus siglas en inglés), celebrada a mediados de septiembre, en la que se decidió no subir las tasas de interés oficiales en Estados Unidos de Norteamérica.

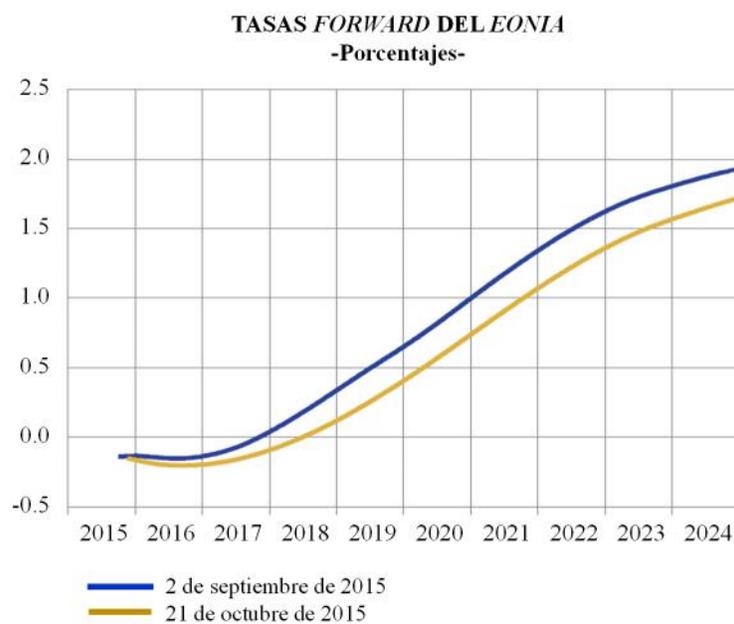


Nota: “Zona del euro” se refiere a la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. La observación más reciente corresponde al 21 de octubre.

FUENTE: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Los rendimientos de la deuda soberana disminuyeron en casi toda la zona del euro, pero los países con calificaciones crediticias más bajas registraron disminuciones más acusadas que los países con calificaciones más altas. Esta evolución se tradujo en una contracción adicional de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana con respecto a Alemania.

El descenso de las tasas forward del Eonia fue acorde con la evolución de los mercados de deuda soberana. Durante el período analizado, toda la curva de tasas forward del Eonia se desplazó a la baja en torno a 20 puntos básicos, salvo en los tramos más cortos, en los que la facilidad de depósito del BCE ancla las tasas en un nivel próximo a -20 puntos básicos. Las tasas diarios del Eonia se mantuvieron estables en una estrecha banda comprendida entre -12 y -15 puntos básicos en dicho período.



Durante el período analizado, los mercados bursátiles de la zona del euro registraron ligeras subidas, en general, tras haber retrocedido temporalmente alrededor del 6%. El índice *Euro Stoxx 50* experimentó un avance del 2%, aproximadamente, entre principios de septiembre y el 21 de octubre. Las cotizaciones bursátiles registraron

fluctuaciones significativas durante dicho período, y el mercado de renta variable de la zona del euro perdió aproximadamente 6% a finales de septiembre, debido, en parte, a las presiones que sufrió a la baja después de la reunión del FOMC y de que saliera a la luz el asunto relacionado con *Volkswagen*. El mercado de renta variable de Estados Unidos de Norteamérica, medido por el índice *Standard & Poor's 500*, tuvo mejor comportamiento que los mercados bursátiles de la zona del euro y finalizó el período con una ganancia de alrededor del 4 por ciento.

Pese a descender ligeramente, la volatilidad se mantuvo algo por encima de los bajos niveles observados en la primera mitad del año. Tras el acusado incremento de la volatilidad de los mercados asociada a la depreciación del *renminbi* chino y las considerables fluctuaciones bursátiles que la sucedieron, la evolución reciente ha sido relativamente moderada, lo que se ha traducido en una disminución de la volatilidad. Al final del período analizado, las medidas de la volatilidad implícita en los mercados de renta variable de la zona del euro y de Estados Unidos de Norteamérica se situaron solo ligeramente por encima de los bajos niveles observados en la primera mitad del año.

El tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo prácticamente estable. En términos bilaterales, el euro se apreció un 0.9% frente al dólar estadounidense, como consecuencia del cambio en las expectativas de los mercados sobre la orientación futura de la política monetaria en Estados Unidos de Norteamérica. La moneda única también se apreció frente al yen japonés, las monedas de la mayor parte de las economías emergentes y las de varios países de Europa Central y Oriental, pero se depreció frente a la libra esterlina, la corona sueca, el rublo ruso y las monedas de los países exportadores de materias primas.

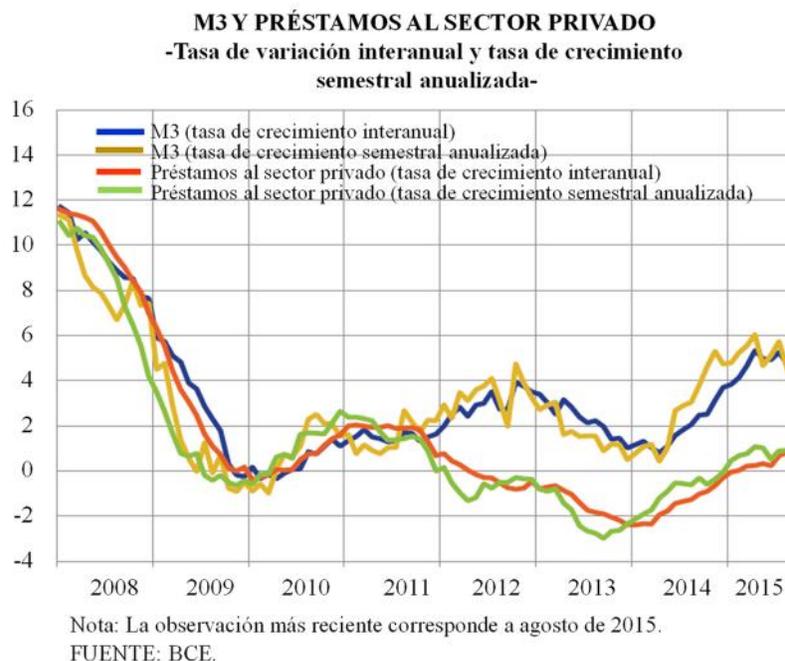
**Fuente de información:**

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2015/Fich/bebce1507-1.pdf>

## Dinero y crédito (BCE)

El 5 de noviembre de 2015, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Mensual sobre la Evolución Económica y Monetaria de la zona del euro. A continuación se presenta el artículo: “Dinero y crédito de la Zona del Euro”.

El crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido. No obstante, la tasa de crecimiento anual de M3 disminuyó en agosto. El crecimiento de este agregado monetario sigue estando impulsado por la vigorosa evolución de M1, aunque su tasa de crecimiento anual descendió ligeramente en agosto.



El fuerte avance de los depósitos a la vista jugó un papel destacado y puede explicarse por la disminución de los costos de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos, así como por el impacto del programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) del BCE. En general, la reciente evolución del agregado monetario estrecho sigue apuntando a la continuación de la recuperación económica de la zona del euro.

La contribución de los depósitos a la vista al crecimiento de M3 fue considerable. En cambio, los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista están disminuyendo, especialmente los depósitos a plazo a más de dos años. La tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), cuyo peso en M3 disminuyó, continuó siendo positiva y reflejó, entre otros aspectos, la recuperación de las participaciones en fondos del mercado monetario que lleva observándose desde mediados de 2014. Además, el crecimiento de los valores representativos de deuda con vencimiento hasta dos años, emitidos por las instituciones financieras monetarias (IFM), y mantenidos por el sector tenedor de dinero, ha sido intenso desde principios de 2015.

La importancia de las fuentes internas de creación de dinero siguió creciendo en agosto. Esta evolución es consecuencia, en parte, de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE. En lo que respecta a las contrapartidas, parece que la dinámica de M3 estuvo determinada, principalmente, por la reducción de los pasivos financieros a más largo plazo y por la mayor contribución del crédito concedido por las IFM. Esta última refleja la evolución positiva del crédito otorgado al sector privado (principal problema para el crecimiento monetario en años anteriores) y el impacto del APP. La contracción anual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluido capital y reservas) en poder del sector tenedor de dinero continuó en agosto. Su considerable contribución al crecimiento de M3 refleja específicamente el perfil relativamente plano de la curva de rendimientos y también, en parte, la sustitución de valores representativos de deuda a más largo plazo por los fondos obtenidos en las operaciones de financiamiento a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) por parte de las IFM. La aportación de los activos exteriores netos al crecimiento anual de M3 siguió siendo negativa.

En comparación con el máximo de mediados de 2014, el respaldo de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM disminuyó de nuevo en agosto, aunque la

balanza por cuenta corriente reflejó un superávit considerable. La reciente disminución en los activos exteriores netos se explica, fundamentalmente, por las crecientes salidas netas de inversiones de cartera de la zona del euro en el contexto del APP, que ha favorecido la recomposición de las carteras en favor de instrumentos de inversión de fuera de la zona del euro.

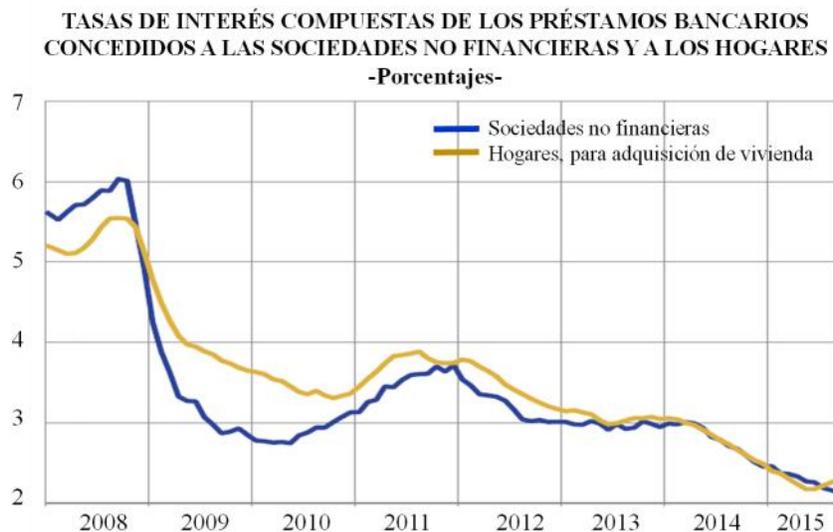
El crecimiento del crédito se mantuvo en una senda de recuperación gradual<sup>2</sup>. La tasa de crecimiento anual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado se incrementó ligeramente en agosto. La mejora progresiva del crédito fue perceptible tanto en el caso de las empresas como en el de los hogares. En lo que respecta a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras (ajustados de titulaciones y otras transferencias), su tasa de crecimiento anual se elevó de nuevo en agosto y se situó muy por encima del mínimo registrado en febrero de 2014. La tasa de crecimiento anual de los préstamos a hogares también aumentó en agosto, superando así significativamente la tasa media del 0.1% observada desde el verano de 2012. Pese a esta evolución positiva, el saneamiento de los balances de las entidades de crédito y las necesidades adicionales de desendeudamiento en algunos sectores económicos y jurisdicciones bancarias todavía lastran el crecimiento del crédito.

Las tasas de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras descendieron de nuevo en agosto, sobre todo como consecuencia de las medidas no convencionales del BCE. La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, unos balances reforzados y una menor fragmentación de los mercados financieros contribuyeron, en general, a la disminución de los costos agregados de financiamiento de las entidades de crédito, que se han estabilizado en niveles próximos a mínimos

---

<sup>2</sup> El 21 de septiembre de 2015, el BCE publicó nuevas estadísticas sobre préstamos ajustados de titulaciones y otras transferencias, elaboradas con arreglo a un nuevo método de ajuste. Este método ofrece una visión más completa de la evolución de los préstamos originados por las IFM de la zona del euro, ya que tiene en cuenta, de forma continua, los saldos y amortizaciones de préstamos que ya no figuran en los balances de las IFM (es decir, aquellos que se han dado de baja). Para más información, véase el recuadro titulado “Nuevos datos sobre préstamos al sector privado ajustados de titulaciones y otras transferencias”, en este número del Boletín Económico.

históricos. Desde que se anunciara el paquete de medidas de expansión crediticia en junio de 2014, las entidades de crédito han estado trasladando paulatinamente la disminución de sus costos de financiamiento, aplicando tasas de interés más bajas al crédito bancario.



Nota: El indicador para las tasas de interés compuestas de los préstamos bancarios se calcula agregando las tasas a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. Observación más reciente: agosto de 2015.

FUENTE: BCE.

En consecuencia, las tasas de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras fueron más favorables en agosto (las tasas de interés compuestas de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras de la zona del euro cayeron hasta el 2.16%). De hecho, estas tasas han bajado aproximadamente a 80 puntos básicos desde mayo de 2014. Además, las tasas de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda experimentaron un ligero incremento en agosto, en línea con la tendencia observada el mes anterior (las tasas de interés compuestos de los préstamos bancarios concedidos a los hogares para adquisición de vivienda se situaron en el 2.26%). No obstante, la disminución acumulada de las tasas de interés hipotecarios desde mayo de 2014, sigue siendo considerable y asciende a alrededor de 60 puntos básicos.

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2015, indica que los cambios en los criterios de aprobación de los préstamos y la demanda de crédito siguen favoreciendo la recuperación del crecimiento de los préstamos (véase la encuesta en: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). En el tercer trimestre de 2015, las entidades de crédito continuaron relajando (en términos netos) los criterios de aprobación de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras debido, principalmente, al aumento de la competencia en el sector bancario. En el caso de los hogares, los criterios de concesión se endurecieron para los préstamos para adquisición de vivienda (como reflejo, sobre todo, de la evolución en los Países Bajos), pero siguieron relajándose para el crédito al consumo. Las entidades volvieron a señalar que la liquidez adicional procedente del APP se estaba utilizando para la concesión de préstamos. En este contexto, el APP tuvo un impacto de relajación neta de los criterios de aprobación y, en particular, de las condiciones aplicables a los préstamos. Además, la encuesta apunta a una recuperación de la demanda de todas las categorías de préstamo, impulsada, fundamentalmente, por el bajo nivel general de las tasas de interés, la mayor necesidad de inversión en capital fijo y las perspectivas del mercado de la vivienda.

Asimismo, los datos recientes muestran que la emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras volvió a registrar una moderación en agosto y en septiembre, tras el repunte temporal de julio. Es muy probable que esta evolución fuera consecuencia de los recientes aumentos del costo de financiamiento mediante valores de renta fija. También puede haber contribuido el incremento adicional de los beneficios no distribuidos, al reducir la necesidad de las sociedades no financieras de utilizar fuentes de financiamiento externas. La disminución de la emisión de valores representativos de deuda, se produce tras el intenso recurso a este instrumento por parte de las sociedades no financieras y sus sociedades vehiculares, a raíz de la puesta en marcha del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés), que generó una condiciones muy favorables en los mercados.

El costo nominal total de financiamiento externo de las sociedades no financieras de la zona del euro se incrementó de nuevo en el tercer trimestre de 2015, tras situarse en niveles históricamente bajos en febrero. Este incremento estuvo determinado por la caída de los precios de los activos financieros, que se tradujo en un aumento del costo de financiamiento mediante valores de renta fija y mediante acciones de las sociedades no financieras. En el tercer trimestre de 2015, dicho costo se situó en aproximadamente a 30 puntos básicos por encima del nivel del segundo trimestre e incluso 50 puntos básicos por encima del de febrero. Sin embargo, durante el mes de octubre, el costo de financiamiento mediante acciones cayó, tras el avance que registraron las cotizaciones, mientras que el costo de financiamiento mediante valores de renta fija continuó elevándose.

**Fuente de información:**

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2015/Fich/bebce1507-1.pdf>

### **Europa ha perdido el rumbo (*Project Syndicate*)**

El 4 de noviembre de 2015, la organización *Project Syndicate* publicó el artículo “Europa ha perdido el rumbo”, elaborado por Anders Åslund<sup>3</sup>. A continuación se presentan su opinión.

La respuesta de Europa a los desafíos estratégicos que enfrenta —la agresión rusa en Ucrania, la huida de los refugiados frente a la violencia en Oriente Medio, y los problemas en África del Norte— dan la impresión de que sus líderes no tienen idea de qué hacer. Y, de hecho, tal vez no la tengan (una realidad que hay que reconocer, en vez de intentar disimularla).

---

<sup>3</sup> Anders Åslund es un alto miembro del Consejo del Atlántico en Washington, D.C., y el autor, más recientemente, de “Ucrania: ¿Qué salió mal y cómo solucionarlo?”.

En términos simples, la estancada economía de la Unión Europea está condicionando su respuesta a las presiones externas que enfrenta; las crisis internas han dejado los líderes de la Unión Europea con poco margen de maniobra. Afortunadamente, Europa cuenta con los medios para ocuparse de esta crisis, si es que consigue reunir la sabiduría y la voluntad política necesarias.

Los orígenes de los problemas de la Unión Europea descansan en su respuesta a la crisis financiera mundial de 2008: dos años de estímulo fiscal a gran escala. Aunque esto no contribuyó demasiado al crecimiento, sí generó una deuda pública agobiante. Siete años más tarde, el producto per cápita en la Unión Europea no es mayor que al inicio de la crisis. Mientras tanto, la deuda pública promedio se ha disparado al 87% del Producto Interno Bruto (PIB), y esto deja poco espacio para la flexibilidad o la innovación en las políticas.

En retrospectiva, el camino que se debió seguir resulta extremadamente obvio. La economía de Grecia, el país que implementó el mayor estímulo fiscal, es la que más daños ha sufrido: su depresión continúa, mientras que países como Letonia, Lituania y Estonia —que implementaron ajustes fiscales radicales y tempranos, y liberalizaron sus economías— disfrutaron de un sólido crecimiento.

Además, la lentitud en la toma de decisiones europeas ha exacerbado los problemas griegos. Para la política económica, una decisión rápida y equivocada a menudo es mejor que la inacción. En vez de solucionar rápidamente la crisis financiera griega, los líderes de la Unión Europea permitieron que desplazara de la discusión a otros temas durante cinco largos años. Mientras tanto, Grecia avanzó con dificultad y nunca tomó las medidas decisivas que podrían haber devuelto la confianza.

Con la atención centrada en la macroeconomía, la Unión Europea no tomó las medidas que hubieran logrado la recuperación del crecimiento económico: liberar los mercados,

recortar el gasto (en vez de aumentar los impuestos) y, sobre todo, desarrollar aún más el mayor de sus activos: el mercado común europeo.

Poco ha cambiado desde que los economistas italianos Alberto Alesina y Francesco Giavazzi notaran hace casi una década que: “Sin reformas serias, profundas e integrales, Europa se deteriorará, tanto económica como políticamente”. Advirtieron que: “Sin cambios profundos, en 20 o 30 años la participación de Europa (en el producto mundial) será significativamente menor que hoy día y, lo que tal vez sea más importante, su influencia política se verá reducida”.

De hecho, un informe del Banco Mundial sobre el crecimiento europeo en 2012 resumió la situación de la siguiente manera: “Los europeos, una población que está envejeciendo, se ven aplastados entre los innovadores estadounidenses y los eficientes asiáticos”.

Los principales culpables del mal desempeño europeo son bien conocidos: elevados impuestos, excesiva cantidad y mala calidad de normas, falta de mercados clave y elevado gasto público. Y solo existe un motivo por el cual los gobiernos europeos gastan tanto: un exceso de protección social. Como observó el Banco Mundial: “Los gobiernos de Europa Occidental gastan aproximadamente un 10% más del PIB que Estados Unidos de Norteamérica, Canadá y Japón. La diferencia en el gasto de protección social es del 9% del PIB”.

Para financiar este gasto, hay que aumentar el ingreso y, como es difícil gravar eficientemente al capital, Europa ha impuesto tributos exorbitantes sobre el trabajo. En todo el continente, pero especialmente en el sur de Europa, los impuestos y las estrictas normas laborales mantienen el desempleo en niveles elevados —el 11 % de la fuerza de trabajo— y disuaden a los europeos de invertir en su educación. Las consecuencias naturales son empleo insuficiente, falta de inversión en educación sofisticada, muy poca innovación, y aumentos mínimos en la productividad.

Lo que más llama la atención es el atraso europeo en el desarrollo y la innovación en alta tecnología. Según casi todos los indicadores, la situación de la mayor parte de Europa es lamentable. De las 50 mejores universidades del mundo según la lista de Shanghái y la lista del Suplemento de Educación Superior del *Times*, unas 30 son estadounidenses; 6 o 7, británicas; y solo unas pocas se encuentran en Europa Continental. Una media docena de países del norte de Europa pueden competir con Estados Unidos de Norteamérica en términos de inversión en investigación y desarrollo, y patentes obtenidas, pero el sur y el este de Europa sufren un profundo retraso.

Mientras tanto, la Unión Europea aún no ha abierto sus mercados a los servicios empresariales y al comercio digital, gracias a los cuales prospera la economía estadounidense, incluso cuando los servicios representan aproximadamente el 70 % del PIB en la mayoría de los países de la Unión Europea. En 2006, la Comisión Europea emitió una directiva sobre la liberalización del comercio de los servicios, pero los países más importantes —en especial, Alemania— se han rehusado a implementarla. La ausencia de servicios y mercados digitales afecta el desarrollo de una economía moderna en Europa. No es casualidad que gigantes estadounidenses como Apple, Amazon y Google dominen el mundo de la alta tecnología.

Nada hay de inevitable en el malestar europeo, así como no hay nada intrínsecamente europeo en las transferencias sociales excesivas. Los gobiernos europeos serios —del irlandés al polaco— se han ocupado exitosamente del problema. El resto de la Unión Europea no solo debiera imitarlos, sino también reducir los impuestos sobre el ingreso y los salarios, y liberalizar sus mercados de trabajo.

Las reformas económicas fundamentales habitualmente se implementaron solo después de una grave crisis, como ocurrió en Gran Bretaña a fines de la década de 1970, en Suecia y Finlandia a principios de los noventa, y en Europa del Este después del colapso del comunismo en 1989. La Unión Europea ha desperdiciado las oportunidades que

ofrecían la crisis financiera mundial de 2008 y la posterior crisis del euro. En vez de implementar los difíciles cambios que permitirían una sólida recuperación, los responsables de las políticas europeas han abrumado a la economía con más gasto y más deuda.

La Unión Europea continuará con sus tropiezos hasta que reconozca sus errores y comience implementar las reformas que su economía necesita. Solo si reencauzan firmemente al continente en la senda del crecimiento, los líderes europeos serán capaces de atender a los desafíos externos que hoy enfrentan.

**Fuente de información:**

<https://www.project-syndicate.org/commentary/europe-insufficient-economic-reform-by-anders-aslund-2015-11/spanish#7pgKjQVBV5tTHWjg.99>

### **Comentarios sobre Chipre (CE, BCE, FMI)**

El 16 de noviembre de 2015, se comunicó que equipos procedentes del Fondo Monetario Internacional (FMI) y de la Comisión Europea (CE), en coordinación con el Banco Central Europeo (BCE), visitó Nicosia del 3 al 13 de noviembre para revisar el programa de reforma económica de Chipre. El programa de Chipre, el cual es apoyado por la asistencia financiera del Mecanismo Europeo de Estabilidad y por el FMI, tiene como objetivo promover la recuperación económica y la creación de empleo mediante la restauración de la estabilidad del sector financiero, el fortalecimiento de las finanzas públicas y la implementación de reformas para aumentar el crecimiento de largo plazo.

Los equipos llegaron a un acuerdo a nivel de negociadores respecto a las políticas que podrían servir como base para la conclusión de la revisión, lo que refleja los progresos y los compromisos políticos en el marco del programa. La actividad económica continua con una tendencia positiva desde principios de 2015, mientras que el sistema bancario sigue en su proceso de recuperación. Aunque no existe evidencia de que la

lentitud de la reestructuración de la deuda se esté acelerando, la morosidad (préstamos fallidos) siguen siendo alta y el ritmo de préstamos se ubica por debajo de su capacidad. Las metas fiscales para el tercer trimestre de 2015 se cumplieron con márgenes sustanciales de holgura. Además, las autoridades están haciendo progresos en su programa de reformas estructurales.

De cara al futuro, aumentar el ritmo de las reformas en el marco del programa será esencial para afianzar los avances logrados:

- En particular, reducir el excesivo nivel de cartera vencida sigue siendo la prioridad número uno. Es una condición necesaria para una estabilización sostenible del sistema bancario y de la reanudación de préstamos. En este contexto, los equipos tomaron nota de la reciente aprobación de una ley para facilitar la venta de préstamos, lo cual es un compromiso clave del programa. Una evaluación preliminar indica que la ley contiene una serie de elementos favorables. La evaluación final será con base en la versión oficial consolidada y la implementación de las regulaciones. De cara al futuro, las autoridades deben adoptar todas las medidas necesarias para aplicar efectivamente dicha legislación, así como los marcos de insolvencia y de ejecución hipotecaria, a fin de reducir decisivamente la cartera vencida.
- Por otra parte, continuar con unas finanzas públicas sólidas es necesario para garantizar que el porcentaje de deuda pública vuelva a un nivel aceptable, mientras se dirige el gasto público hacia actividades que fomenten el crecimiento. Finalmente, desplazarse con decisión hacia adelante con las reformas estructurales —incluyendo, en primer lugar, el proceso de privatización, la desagregación del sector eléctrico y las reformas de la administración pública— es fundamental para cimentar las mejoras en las

finanzas públicas y apoyar el crecimiento económico sostenido y la creación de empleo.

La conclusión de la revisión es sujeta a los procesos de aprobación tanto de la Unión Europea como del FMI, la cual se espera inicie en enero 2016.

**Fuente de información:**

<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2015/pr15516.htm>

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr151116.en.html>

### **Nubes de incertidumbre en Chile (*Project Syndicate*)**

El 28 de octubre de 2015, la organización *Project Syndicate* publicó el artículo “Nubes de incertidumbre en Chile”, elaborado por Martin Feldstein<sup>4</sup>. A continuación se incluye el contenido.

Cuando visité Chile este mes, me causó impresión el contraste entre el palpable éxito de sus políticas de libre mercado, aplicadas de manera constante a lo largo de muchos años, y la agenda actual de su presidenta de izquierdas. El modo como se resuelva este contraste será importante no solamente para los más de 17 millones de habitantes del país, sino para todo aquel que lo considere un modelo de lo que es posible lograr mediante políticas económicas sólidas.

El desempeño económico de Chile ha sido el más sólido de América del Sur. Su Producto Interno Bruto (PIB) per cápita supera los 22 mil pesos chilenos en términos de paridad de poder de compra, superior al de Argentina, Brasil y México. No es de

---

<sup>4</sup> Martin Feldstein es profesor de Economía en la Universidad de Harvard y Presidente Emérito de la Oficina Nacional de Investigación Económica, presidió el Consejo de Asesores Económicos del Presidente Ronald Reagan de 1982 a 1984. En 2006, fue nombrado al Consejo Asesor de Inteligencia Exterior del Presidente Bush, y, en 2009, fue nombrado a la Junta Asesora de Recuperación Económica del Presidente Obama. Actualmente es miembro del consejo de directores del Consejo de Relaciones Exteriores, la Comisión Trilateral y el Grupo de los 30, un organismo internacional sin fines de lucro, que busca una mayor comprensión de los problemas económicos mundiales.

sorprender que se lo considere un país desarrollado; de hecho, es el único miembro sudamericano de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

El cobre es el principal producto de Chile y representa la mitad de sus exportaciones. Aunque el Estado es propietario de Codelco, el mayor productor mundial de este metal, se trata de la única empresa de propiedad pública del país. Sus ingresos varían según el precio global del cobre, produciendo utilidades mayores en algunos años y menores cuando éste disminuye (por ejemplo, este año). El gobierno sigue una sensata estrategia fiscal que apunta a superávits presupuestarios en los años de altos ingresos por el cobre, y los fondos adicionales se canalizan a un fondo de estabilización nacional.

Incluso cuando el precio del cobre está bajo, el déficit presupuestario de Chile es sólo un 2% del PIB. Como resultado de la cautelosa estrategia fiscal del país, tiene una deuda pública de apenas un 16% del PIB, y la más alta calificación de la deuda soberana de América del Sur.

Los impuestos y otros ingresos estatales representan menos de un 20% del PIB. La mitad de los ingresos fiscales se obtienen a través de un impuesto al valor añadido, que es en esencia un gravamen al consumo. Si bien existe un impuesto a los ingresos corporativos, se integran con los impuestos a las personas de un modo tal que reduce sus efectos adversos sobre la inversión y la producción.

Chile es bien conocido por tener un sistema de pensiones basado en las inversiones. Los trabajadores deben aportar un 10% de sus salarios a la empresa privada que escojan para la administración de esos fondos, y seleccionar una de las estrategias de inversión que ésta les ofrezca. El gobierno estipula la gama de las estrategias de inversión, que varían en cuanto a la proporción de valores y la renta fija que las compañías ofrezcan. Para quienes hayan trabajado y hecho sus contribuciones durante toda su vida adulta, esto produce beneficios más de un 50% superiores a su renta previa a la jubilación.

Mientras tanto, una sólida política monetaria, guiada por una serie de talentosos directores del banco central (cuya independencia está consagrada en la constitución), ha evitado la inflación y mantenido las tasas de interés de largo plazo en niveles relativamente bajos. El objetivo inflacionario de Chile es de un 3%, con una banda aceptable de un 1% por sobre o debajo de esa cifra. Se espera que este año la inflación sea de un 3.9% y la tasa de los bonos a diez años es de sólo un 4.4%. Y, al proteger el régimen de tipo de cambio flotante, el banco central se asegura de que Chile no sufra el tipo de crisis de la deuda externa que ha afectado a otros países latinoamericanos.

Chile es asimismo un fuerte partidario del libre comercio: ha firmado acuerdos de este tipo con más de 20 países y es miembro del recién creado Acuerdo de Asociación Transpacífico. La economía también se ha beneficiado de su apertura a la inversión extranjera, que asciende a un 80% del PIB.

La tasa de alfabetización es casi universal: casi un 98% de la población adulta sabe leer y escribir. En promedio, los jóvenes pasan unos 15 años en la escuela, desde la educación primaria a la terciaria.

Los excelentes resultados económicos de Chile se originaron en las políticas de libre mercado iniciadas durante la dictadura militar del general Augusto Pinochet, pero que fueron confirmadas y afianzadas por gobiernos democráticamente electos a lo largo de los 25 años posteriores a su salida del poder. Así pues, dados el éxito y la popularidad de estas políticas, es de sorprender el que los chilenos hayan elegido una presidenta y un parlamento que muchos temen las puedan poner en riesgo.

La actual Presidenta desea impulsar reformas en las áreas educacional, fiscal y laboral. Un elemento clave sería el acceso universal y gratuito a la educación universitaria, siguiendo como modelo los sistemas europeos, cuyos costos sería necesario cubrir mediante el alza de los impuestos. Por último, se revisarían las leyes laborales para fortalecer el papel de los sindicatos.

Los críticos de la Presidenta chilena plantean que esta agenda ya está ahuyentando la inversión extranjera y es la causa de un crecimiento económico relativamente lento. Además, les preocupa que las nuevas leyes laborales desestimulen la inversión extranjera e interna.

Afortunadamente, el pueblo chileno no ha mostrado interés en imitar los errores de varios otros países de la región, en especial Venezuela, Ecuador, Brasil y Argentina.

Hasta los críticos de la presidenta chilena concuerdan con que las políticas macroeconómicas básicas de Chile no van a cambiar: un banco central independiente y comprometido con la estabilidad de los precios, un régimen de libre comercio con tipo de cambio flotante y una política fiscal que apunte a mantener bajos los déficit y la deuda pública.

La Presidenta chilena terminará su mandato en 2017. La constitución chilena no permite ser Presidente en dos períodos consecutivos, por lo que será importante prestar atención a las elecciones de ese año.

**Fuente de información:**

<http://www.project-syndicate.org/commentary/chile-bachelet-economic-uncertainty-by-martin-feldstein-2015-10/spanish>

**China sacrifica las reformas económicas a nombre del crecimiento a corto plazo (WSJ)**

El 9 de noviembre de 2015, el periódico *The Wall Street Journal* (WSJ) publicó la nota “China sacrifica las reformas económicas a nombre del crecimiento a corto plazo”. A continuación se presenta la información.

Los ánimos de algunos de los principales mandarines económicos de China se estaban crispando, en una reunión celebrada a puertas cerradas hace unas semanas.

Su jefe, el Presidente Xi Jinping, estaba aceptando la responsabilidad del bajón de la economía, lo que no lo tenía muy contento, y su misión era hallar formas de reactivar el crecimiento.

Funcionarios de la comisión de planificación del gobierno presentes en el encuentro del 22 de septiembre propusieron un plan de gasto en aeropuertos, carreteras y otros proyectos, la clase de inversión a la que China había recurrido en los últimos años, según minutas internas del evento, que se llevó a cabo en un salón de conferencias en la sede de la entidad. Los representantes del Ministerio de Finanzas se opusieron y plantearon un programa para estimular a los consumidores chinos a comprar electrónicos, automóviles, vestuario y otros bienes producidos en el país.

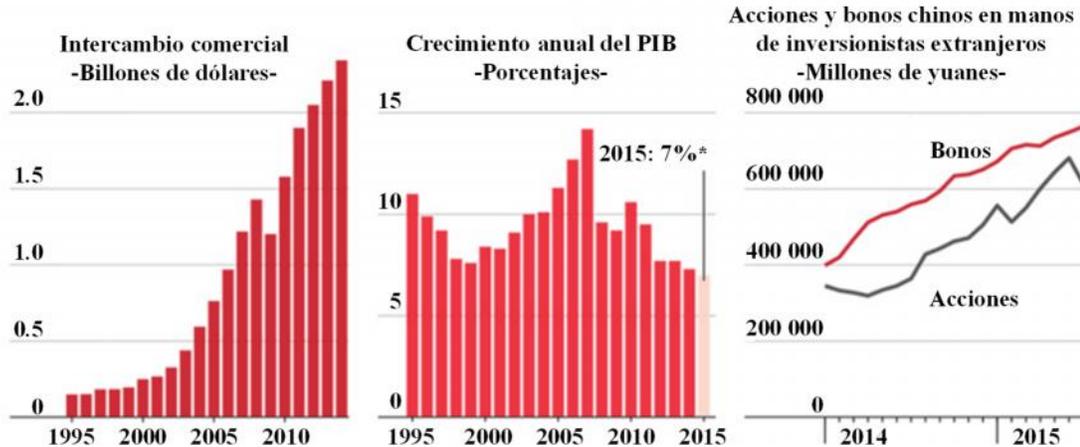
La mayoría de los asistentes estuvo de acuerdo en algo: sería complicado lanzar planes para liberalizar una economía que sigue siendo muy dependiente del Estado y, al mismo tiempo, cumplir la meta de expandirse a una tasa de 7% en 2015 fijada por Xi. Era improbable que tales programas inyectaran la dosis de dinamismo que la economía necesita en el corto plazo.

“Las reformas todavía enfrentan enormes obstáculos”, reconoció un asistente a la reunión de funcionarios de la Comisión Nacional de Desarrollo y Reforma, la agencia de planificación, y el Ministerio de Finanzas, según las minutas a las que tuvo acceso *The Wall Street Journal*. “Es dudoso que cualquier dividendo de una reforma se traduzca en crecimiento económico en un futuro previsible”.

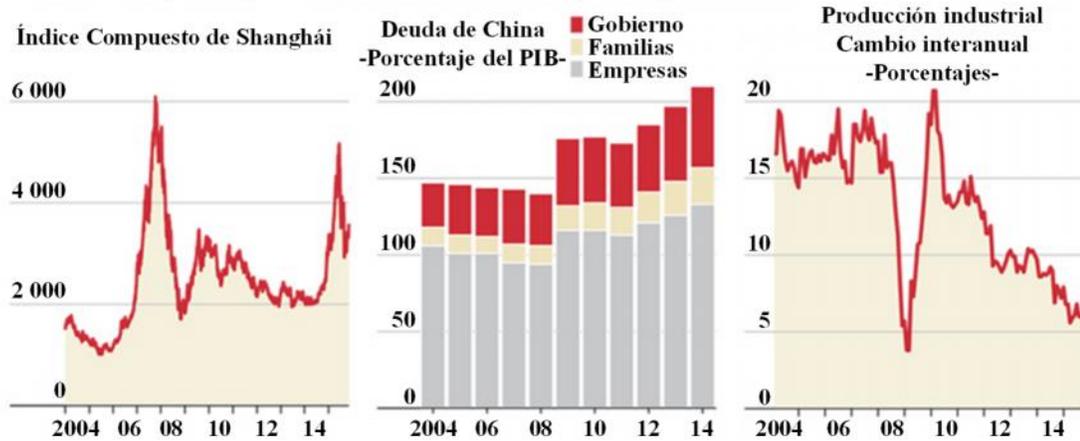
Un portavoz del organismo de planificación declinó referirse al tema, mientras que representantes del Ministerio de Finanzas no respondieron a solicitudes de comentario.

TENDENCIAS CONTRAPUESTAS

Mientras el comercio chino se disparaba, la importancia del yuan aumentaba y sus mercados se abrían al mundo...



... pero la caída bursátil y otros problemas financieros están obligando al gobierno a evaluar cómo mantener el crecimiento



Nota: 100 000 millones de yuanes = 15 mil 760 millones de dólares. \* Meta.  
 FUENTE: Macquarie Securities; WSJ Market Data Group (bolsa).

En las semanas que transcurrieron desde el 22 de septiembre, China ha dado pasos para frenar los planes que tenían la intención de relajar el control estatal sobre el sistema financiero, lo que se suma al aplazamiento de otras reformas desde mediados de año. Algunas medidas han tenido el efecto de mantener a flote ciertas industrias en forma artificial. El banco central, por ejemplo, eliminó el 23 de octubre la tasa máxima que los bancos podían cobrar sobre los depósitos, pero no llegó al extremo de liberar las tasas de interés de su control, como se esperaba, señalando que tal medida podría aumentar los costos de financiamiento para las empresas y los consumidores.

Otras políticas buscan impedir que el dinero salga del país. El banco central y otras agencias redujeron el 30 de octubre el alcance de los planes para crear una zona de libre comercio —un laboratorio para las reformas financieras—, que habría flexibilizado las normas para que los residentes compren activos extranjeros.

Muchas de las medidas que el gobierno ha retrasado son las que los economistas y algunos líderes consideran necesarias, para dejar a la segunda economía del mundo en una trayectoria de crecimiento sostenible en los próximos años.

“La razón por la que uno es partidario de la apertura es para introducir la disciplina del mercado en el sistema”, dice Huang Yiping, profesor de Economía de la Universidad de Pekín y miembro del comité de política monetaria del banco central. “Una marcha muy lenta de las reformas sería la consecuencia de una postura cauta”.

Detrás de la precaución de las autoridades están los problemas financieros que se han agravado más allá de las previsiones del gobierno y de su capacidad para combatirlos. “La perspectiva de la situación económica es bastante pesimista”, admitió un representante del Ministerio de Finanzas en el encuentro de septiembre. “Probablemente es peor de lo que la gente piensa”.

Las dificultades quedaron en evidencia, cuando el gobierno chino anunció un descenso interanual de 6.9% de las exportaciones en octubre, la cuarta caída mensual consecutiva.

A mediados de año, los reguladores bursátiles no pudieron contener el derrumbe de los precios de las acciones, lo que borró unos 2 billones de dólares en valor en menos de un mes. La devaluación del yuan estremeció la confianza de los inversionistas. Algunas autoridades reconocen en privado su temor de que se produzcan despidos masivos. Las bolsas, en todo caso, han repuntado desde entonces y el regulador anunció el viernes su intención de levantar la prohibición a los debut bursátiles.

Sin embargo, el gobierno enfrenta un momento de la verdad en el largo plazo con las realidades de la gravedad económica, a medida que el alto crecimiento de los últimos años se disipa y las palancas que ha utilizado para estimular el Producto Interno Bruto (PIB) pierden efectividad.

Xi ha expresado su disconformidad con la forma en que su gobierno ha manejado la economía. En julio, cuando las autoridades trataban de frenar el derrumbe de las acciones, *The Economist* lo puso en su portada con los brazos levantados tratando en vano de sostener el índice. “No quería estar en esa portada”, dijo el presidente en una reunión con asesores económicos y financieros, según fuentes cercanas. “Pero gracias a ustedes, lo logré”.

El malestar económico pone en riesgo una de las premisas del Partido Comunista: China tiene que expandirse con dinamismo. Xi ha señalado que un crecimiento en torno a 7% es necesario para cumplir el objetivo de duplicar para 2020 el PIB y el ingreso per cápita de 2010. El mandatario, sin embargo, redujo sus expectativas para los años venideros al indicar que China debe expandirse un mínimo de 6.5% para alcanzar el objetivo trazado para 2020. Numerosos analistas estiman que la meta sigue siendo ambiciosa y exige que el gobierno acelere las políticas de estímulo a costa de las reformas.

La economía continúa creciendo, pero a un ritmo mucho más modesto. La meta de 7% para 2015, si se alcanza, será la menor en 25 años. Algunos analistas predicen una expansión en torno a 4% en los próximos años, muy por debajo del mínimo que el gobierno considera necesario para generar empleos.

Funcionarios chinos estiman que el camino hacia la liberalización está lleno de riesgos, dicen fuentes cercanas.

La liberalización del sistema financiero, por ejemplo, podría abrir la puerta a la salida de capitales en un momento en que el país necesita apuntalar la economía. Permitir la

quiebra de empresas eliminará trabajos. Otorgarles a los bancos libertad para fijar las tasas de captación y colocación, alentaría políticas de crédito irresponsables cuando los niveles de cartera incobrable ya están en aumento.

A Yu Yonding, ex asesor del banco central y actual economista de la Academia China de Ciencias Sociales, un centro de estudios del gobierno, le preocupa que los enormes ahorros que el país ha acumulado se fuguen al exterior si las autoridades relajan los controles de capital, antes de que se generen más oportunidades de inversión en el país.

Frente a esta clase de riesgos, los líderes están enfatizando la “estabilidad” en desmedro de las reformas.

“El gobierno empezó a hablar de la transformación del modelo de crecimiento económico en 1995”, resalta Wu Jinglian, destacado economista del Centro de Estudios de Desarrollo del Consejo de Estado, un organismo que asesora a la cúpula china. “Pero no se ha concretado hasta la fecha”. Poner el crecimiento a corto plazo como prioridad, subraya, desacelera el avance de la liberalización.

La reunión del 22 de septiembre ilustra la división interna en torno al crecimiento entre los defensores del gasto en infraestructura y quienes prefieren políticas para estimular el consumo.

Algunos asistentes sugirieron que era hora de replantear los objetivos económicos. El gobierno, señalaron, debería reducir la meta de crecimiento o eliminarla por completo y abocarse a cerrar fábricas que arrojan pérdidas, reducir el valor contable de la deuda y hacer otras modificaciones que pueden provocar dolores de cabeza de corto plazo, pero ayudarán en el largo plazo.

“Si el gobierno reconoce que la economía sólo puede crecer a un ritmo de 6% en lugar de 7%, sería en realidad algo positivo”, dijo un funcionario del Ministerio de Finanzas, según las minutas del encuentro.

**Fuente de información:**

<http://lat.wsj.com/articles/SB11628349409962404028204581344122536875968?tesla=y>