

---

---

## **IV. POSTCRISIS FINANCIERA MUNDIAL**

---

---

### **La Directora Gerente del FMI, expresa su satisfacción por la agenda para el crecimiento acordada por el G-20 (FMI)**

El 23 de febrero de 2014, el Fondo Monetario Internacional (FMI) presentó el documento donde la Directora Gerente del FMI, expresa su satisfacción por la agenda para el crecimiento del G-20. A continuación se presenta la información.

La Directora Gerente del FMI realizó la siguiente declaración tras la conclusión de la reunión de Ministros de Hacienda y Gobernadores de los Bancos Centrales del Grupo de los Veinte (G-20) en Sidney, Australia:

“Aunque el crecimiento mundial se ha fortalecido en los últimos meses, en gran medida impulsado por las economías avanzadas, de cara al futuro la mayor volatilidad de los mercados financieros y los flujos de capitales en las economías emergentes y las bajas tasas de inflación en las economías avanzadas plantean importantes desafíos. Es necesario que se tomen nuevas medidas y se refuerce la cooperación internacional a fin de promover una recuperación mundial más robusta y de carácter sostenido que fomente una saludable creación de empleo y permita contrarrestar los riesgos reales y potenciales.

En este contexto, celebro el acuerdo del G-20 de elaborar y aplicar medidas que eleven el PIB colectivo al menos en otro 2% a lo largo de los próximos cinco años, es decir, en el equivalente a alrededor de 2.25 billones de dólares. Este objetivo es factible y es compatible con el análisis presentado por el FMI al G-20 esta semana. La aplicación de medidas orientadas a respaldar la inversión, estimular el comercio y fomentar la

competencia será esencial para lograr un crecimiento más sostenible y robusto, como señaló el G-20.

También es importante que en Sídney el G-20 se haya comprometido a comunicar de manera coherente las medidas de política monetaria a fin de ayudar en los esfuerzos para hacer frente a los efectos de contagio. Es esencial que exista un diálogo mundial y una mejor comunicación para ayudar a salvaguardar la estabilidad financiera. También se comprometió a tomar las medidas necesarias para gestionar las presiones deflacionarias e inflacionarias. El FMI apoya estos esfuerzos y está preparado para brindar asistencia a sus países miembros mediante asesoramiento en materia de políticas, y con financiamiento, cuando sea necesario.

Asimismo, tomo nota de que el G-20 expresó su decepción por el hecho de que no se haya avanzado hacia la aplicación efectiva de la reforma de 2010 sobre las cuotas y la estructura de gobierno del FMI, y de su intención de evaluar en los próximos meses los progresos hacia la consecución de ese objetivo. En el FMI compartimos esa opinión e instamos a avanzar con rapidez en la aplicación de dicha reforma. Espero con sumo interés proseguir las deliberaciones sobre ésta y muchas de las cuestiones analizadas en Sídney en la próxima reunión que celebrará el Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI), programada para abril en Washington.

Por último, quisiera agradecer a las autoridades australianas, entre ellas al Primer Ministro, al Tesorero y al Gobernador del Banco de la Reserva de Australia, por officiar de anfitriones de esta reunión. Todos ellos contribuyeron de manera decisiva a fomentar un debate eficaz y productivo, y espero seguir trabajando con ellos a lo largo de 2014.”

**Fuente de información:**

<http://www.imf.org/external/spanish/np/sec/pr/2014/pr1465s.htm>

## **Los bancos que se comieron a la economía (Project Syndicate)**

El 24 de febrero de 2014, la organización Project Syndicate publicó el artículo “Los bancos que se comieron a la economía”, elaborado por Howard Davies<sup>1</sup>. A continuación se presenta el contenido.

El Gobernador del Banco de Inglaterra sorprendió a su audiencia en una conferencia el año pasado cuando especuló que los activos de la banca en Londres podrían crecer hasta más de nueve veces el Producto Interno Bruto (PIB) británico para 2050. Su pronóstico representó la simple extrapolación de dos tendencias: la continua profundización financiera en el mundo (esto es, un mayor crecimiento de los activos financieros que de la economía real), y la continuidad de la participación londinense en los negocios financieros mundiales.

Puede tratarse de supuestos razonables, pero la estimación resultó profundamente inquietante para muchos. Alojar un enorme centro financiero, con bancos locales gigantescos, puede ser costoso para los contribuyentes. En Islandia e Irlanda, los bancos superaron la capacidad de sus gobiernos para apoyarlos cuando fue necesario. El resultado fue desastroso.

Más allá de los posibles costos de rescate, hay quienes sostienen que la hipertrofia financiera daña la economía real porque desvía talento y recursos que podrían utilizarse mejor en otras partes. Pero el gobernador sostiene que, por el contrario, el resto de la economía británica se beneficia por estar en medio de un centro financiero mundial. “Estar en el centro del sistema financiero mundial”, dijo, “amplía las oportunidades de inversión para las instituciones que protegen los ahorros británicos y refuerza la

---

<sup>1</sup> Howard Davies es profesor de Ciencias Políticas en París, fue el primer presidente de la Autoridad de Servicios Financieros del Reino Unido (1997-2003). Fue Director de la London School of Economics (2003-2011) y se desempeñó como vicegobernador del Banco de Inglaterra y Director General de la Confederación de la Industria Británica.

capacidad de las industrias manufactureras y creativas del Reino Unido para competir en forma global”.

Ciertamente, ese es el supuesto sobre el cual se ha construido el mercado londinense y la línea argumental que propagaron sucesivos gobiernos. Pero ha entrado en la línea de fuego.

Uno de los lugartenientes que heredó el Gobernador en el Banco de Inglaterra ha cuestionado la contribución económica del sector financiero, destacando su “capacidad para vigorizar e incapacitar a grandes partes de la economía no financiera”. Sostiene (en un discurso reveladoramente intitulado “La contribución del sector financiero: ¿milagro o espejismo?”) que la contribución al PIB informada por el sector financiero ha sido significativamente sobrevalorada.

Dos escritos recientes suman dudas al asunto. En “El crecimiento de las finanzas modernas”, Robin Greenwood y David Scharfstein, de la Escuela de Negocios de Harvard, muestran que la participación de las finanzas en el PIB estadounidense casi se duplicó entre 1980 y 2006, justo antes del comienzo de la crisis financiera (del 4.9 al 8.3%). Los dos factores principales que impulsaron ese aumento fueron la expansión del crédito y el rápido aumento de los recursos dedicados a la administración de activos (asociados, no casualmente, con el crecimiento exponencial del ingreso en el sector financiero).

También sostienen que la *financionalización* tuvo sus pros y sus contras: puede haber habido más oportunidades de ahorro para los hogares y fuentes de financiamiento más diversas para las empresas, pero el valor agregado de la actividad de administración de activos fue ilusorio. En gran parte, implicó una costosa y excesiva rotación de las carteras, mientras que el aumento del apalancamiento implicó fragilidad para el sistema financiero en su conjunto e impuso grandes costos sociales cuando los hogares sobreendeudados quebraron.

Stephen G. Cecchetti y Enisse Kharroubi, del Banco de Pagos Internacionales —el banco central de los bancos centrales—, van más lejos todavía. Sostienen que el rápido crecimiento del sector financiero reduce el aumento de la productividad en otros sectores. Utilizaron una muestra de 20 países desarrollados y encontraron una correlación negativa entre la participación del sector financiero en el PIB y la salud de la economía real.

Los motivos de esta relación no son fáciles de establecer en forma definitiva y las conclusiones de los autores son controvertidas. Pero resulta claro que las empresas financieras compiten con otras por los recursos, especialmente por la mano de obra calificada. Los físicos o ingenieros con doctorados pueden inclinarse por desarrollar modelos matemáticos complejos sobre los movimientos del mercado para bancos de inversión o fondos de cobertura, donde habitualmente son llamados “lumberas”. O pueden usar sus talentos para desarrollar, por ejemplo, energías alternativas para iluminar las ciudades.

Cecchetti y Kharroubi encontraron evidencia de que efectivamente son las empresas intensivas en investigación las que sufren más cuando las finanzas florecen. Para estas empresas es más difícil reclutar profesionales habilidosos cuando las empresas financieras pueden pagar salarios más elevados. Y no solo nos referimos a los “quants” (diseñadores de modelos cuantitativos). En los años previos a la crisis financiera de 2008, más de un tercio de los MBA de Harvard, y una proporción similar de los graduados de la London School of Economics, fueron a trabajar a empresas financieras. (Hay quienes cínicamente pueden afirmar que alejar a los MBA y a los economistas de los negocios reales es una bendición, pero dudo que eso sea así).

Los autores descubrieron además otro efecto intrigante. Los períodos de rápido crecimiento en los créditos suelen estar asociados con aumentos explosivos de la construcción, en parte porque los inmuebles son relativamente fáciles de colocar como

garantía crediticia. Pero la tasa de crecimiento de la productividad en la construcción es baja y el valor de muchos proyectos impulsados con créditos luego resulta escaso o negativo.

Entonces, ¿deben los británicos ansiar con entusiasmo el futuro esbozado por Carney? Quienes desean dedicarse a las operaciones con derivados ciertamente tendrán más confianza en sus perspectivas laborales. Y otras partes de la economía que brindan servicios al sector financiero —los concesionarios de Porsche y los clubes de striptease, por ejemplo— sentirán un estímulo similar.

Pero si las finanzas continúan acaparando una cantidad desproporcionada de los profesionales más destacados, es posible que para 2050 quede poco de la industria manufacturera británica, e incluso haya menos empresas de alta tecnología que en la actualidad. Quienes se preocupan por los desequilibrios económicos y la excesiva dependencia del volátil sector financiero, ciertamente esperarán que este aspecto de la “orientación prospectiva” del Banco de Inglaterra resulte tan poco fiable como lo han sido sus predicciones sobre el desempleo.

**Fuente de información:**

<http://www.project-syndicate.org/commentary/howard-davies-points-to-growing-doubt-about-the-financial-sector-s-contribution-to-overall-economic-health/spanish>

**Unión Europea-México y América del Norte:  
¿nuevas oportunidades y nuevos liderazgos? (RIE)**

El 28 de febrero de 2014, el Real Instituto Elcano publicó el artículo “Unión Europea-México y América del Norte: ¿nuevas oportunidades y nuevos liderazgos?” elaborado por Alicia Sorroza<sup>2</sup>. A continuación se presenta el contenido.

---

<sup>2</sup> Alicia Sorroza Blanco es investigadora del Real Instituto Elcano.

Con las próximas elecciones al Parlamento Europeo se inicia un nuevo ciclo en el que se renovarán la mayor parte de las autoridades europeas, entre ellas los puestos de mayor responsabilidad en cuestiones de acción exterior. Los actuales responsables — el presidente del Consejo Europeo, la alta representante para la Política Exterior y de Seguridad, y el presidente de la Comisión— tuvieron como una de sus líneas de actuación el relanzamiento de las asociaciones estratégicas de la Unión Europea (UE) con terceros países. Sin embargo, después de cuatro años el contenido de estas asociaciones aún está por definir; no en vano el Presidente del Consejo Europeo lo advirtió claramente: “*until now, we had strategic Partners, now we also need a strategy*”. No cabe duda que las cuestiones de acción exterior quedaron en un segundo plano ante la urgencia de la crisis política y económica de la zona euro, aunque recientemente se ha pretendido revertir esta situación con algunas iniciativas impulsadas por diversos Estados miembros como la European Global Strategy y el Grupo Westerwelle.

La asociación UE-México no es una excepción a esta falta de contenido y de dirección en las asociaciones estratégicas de la UE. Hasta ahora, el diálogo entre México y la UE se ha basado en reuniones de diversos niveles, de carácter sectorial, que ha permitido colaborar en temas globales como pueden ser la seguridad, los derechos humanos, el medio ambiente y la lucha contra el cambio climático. Sin embargo, no parece que esto haya sido suficiente para tener una relación estratégica entre UE y México.

No obstante, hay diversos hechos que parecen demostrar que hay un mayor interés por reforzar y renovar la relación UE-México, fundamentalmente impulsado por el país latinoamericano. En este contexto, se quiere destacar que a mediados de febrero de 2014, con la visita del director ejecutivo para las Américas del Servicio Europeo de Acción Exterior se constituyó el primer grupo de trabajo conjunto UE-México, cuyo interlocutor mexicano es el subsecretario de Relaciones Exteriores. Este grupo será el encargado de elaborar un informe conjunto que sirva de base para comenzar las

negociaciones para la modernización del Acuerdo de Asociación Económica, Concertación Política y Cooperación entre la UE y México. Ambas partes pretenden incluir nuevos temas para potenciar la cooperación entre ambas orillas del Atlántico, como la apertura a la certificación y reglas de origen, así como la liberalización del sector servicios.

Es importante puntualizar que España apoya la actualización de este acuerdo, considerando los cambios tan importantes que se han producido en este período de 14 años, y así se lo ha trasladado a las autoridades europeas, según palabras del secretario de Estado de Comercio de España. Hasta hace unos días se contaba también con el apoyo de Italia, que ejercerá la presidencia rotatoria del Consejo de la UE. No obstante, la crisis política italiana, con la formación de un nuevo gobierno, genera incertidumbres al respecto.

No cabe duda que México se perfila cada vez más como un actor relevante y dinámico en Latinoamérica y América del Norte. El momento parece propicio y no casual. Estamos frente a una ventana de oportunidad abierta por la reconfiguración de los mapas de poder, impulsados por los nuevos marcos de cooperación y procesos de integración en marcha. América del Norte está en el centro de este nuevo escenario geopolítico que se está configurando. A 20 años de la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), Estados Unidos de Norteamérica, México y Canadá pertenecen a múltiples acuerdos internacionales: los tres negocian el Tratado del Transpacífico (TTP), México impulsa y forma parte de la Alianza del Pacífico —en la actualidad el único esquema de integración regional que avanza verdaderamente en Latinoamérica (las negociaciones con Mercosur siguen estancadas a la espera de una reunión técnica en el próximo mes de marzo que destrabe el proceso y que haga posible el intercambio de ofertas) —, Canadá acaba de firmar con la UE un acuerdo de comercio e inversión amplio y novedoso y Estados Unidos de Norteamérica



y la UE están negociando el Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP), (Asociación Transatlántica de Comercio e Inversiones).

Sin embargo, y aunque América del Norte se está configurando como un espacio regional de gran relevancia, durante los últimos años los tres países que lo conforman no han buscado reforzar sus lazos ni profundizar el TLCAN. A pesar de ello, sí está surgiendo cierta unanimidad entre los tres socios sobre la necesidad de articular mejor la coordinación entre los tres países de cara a las múltiples negociaciones en marcha. Por ello, en la mesa de negociaciones del TPP, en la que están sentados los tres países, sí cabría esperar una mayor coordinación, que se puede presuponer que estaba en la lógica estadounidense al impulsar que México fuera aceptado y que empujó a Canadá a sumarse.

El otro gran interrogante que surge es en relación con las negociaciones del TTIP. México y Canadá han expresado su preocupación por las consecuencias que este nuevo acuerdo podría ocasionar en América del Norte. Por ello se insiste en la necesidad de articular algún acuerdo, agenda o memorando dentro del TLCAN antes de que las negociaciones con la UE sigan avanzando.

La UE ha expresado repetidamente que durante las negociaciones con Estados Unidos de Norteamérica no es posible que se incorpore ningún otro país a las mismas. Se debe tener en cuenta que países como Turquía e incluso Marruecos han expresado también su interés en las negociaciones UE- Estados Unidos de Norteamérica.

Por ello, actualizar y modernizar el acuerdo UE-México es especialmente propicio y podría facilitar en un futuro —si todos los escollos en las negociaciones del TTIP se logran superar y existe un acuerdo en 2015— el establecimiento de algún tipo de relación entre América del Norte y la UE, con todas las implicaciones que ello conllevara —económicas, políticas o de otro tipo—.

Ahora bien, ¿se puede esperar realmente una articulación de América del Norte sobre la base del TLCAN? La mayor parte de los expertos lo ponen en duda, ya que más que una relación trilateral, hay relaciones bilaterales entre los socios y el único que parece tener un interés real en fortalecer los lazos a tres bandas es México, que quiere convencer a sus socios del norte de que la competitividad global se logra primero “en casa”.

Por tanto, si hay algún contexto que pueda llegar a impulsar un mayor acercamiento y profundización del acuerdo de libre comercio entre los socios norteamericanos, es éste, en el que gran parte del desafío de la competitividad pasa por aprovechar la interdependencia y las ventajas comparativas de los tres países. Sin embargo, aunque la geografía importa —y mucho, como nos ha recordado Kaplan recientemente—, la geografía por sí misma no puede resolver lo que es necesario con voluntad política y acciones.

Por ello, la reciente Cumbre de Líderes de Norteamérica, celebrada en la ciudad mexicana de Toluca el pasado el 19 de febrero de 2014, ha generado ciertas expectativas por los acuerdos a los que los tres jefes de Estado han llegado en materias tales como el movimiento de personas, la simplificación de normas aduaneras, un plan de transporte, el intercambio de información en materia de seguridad, de educación y en otros temas de la agenda global. Sin embargo, los acuerdos que pueden llegar a producir mayor impacto son los previstos en materia energética, como la reunión anual de los ministros correspondientes, el desarrollo de un plan de competitividad para Norteamérica y las declaraciones en relación con el TTP, ya que se trasluce la necesidad de una mayor coordinación trilateral de cara a las negociaciones de este acuerdo regional que establecerá nuevos parámetros que, de facto, actualizarán al TLAN. No obstante, queda por ver si de estas declaraciones —muy positivas— surgirá algo más que palabras y que se traduzcan en acciones concretas.

Del lado europeo, aunque habrá que esperar aún unos meses, se prevé que el nuevo equipo de responsables de la acción exterior de la UE pueda consensuar con los socios europeos unas líneas de actuación básicas de la UE en el escenario internacional. En ellas debería ocupar un espacio fundamental la relación con los tres socios norteamericanos, cada uno con sus particularidades y teniendo especialmente en cuenta que hay una gran comunidad de intereses y valores en este “eje transatlántico plus”. Por ello, y a pesar de todos los obstáculos, se debe seguir avanzando en los múltiples frentes de negociación abiertos, teniendo en cuenta también que estos progresos pueden constituirse en un incentivo adicional para que otras asociaciones estratégicas de la UE, como la que mantiene con Brasil, se dirijan hacia un nuevo rumbo.

Para todo ello será necesario liderazgo y determinación política a ambas orillas del Atlántico. ¿Lo veremos?

**Fuente de información:**

[http://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/web/rielcano\\_es/contenido?WCM\\_GLOBAL\\_CONTEXT=/elcano/es/zonas\\_es/comentario-sorroza-ue-mexico-america-del-norte-opportunidades-liderazgos#.UxS6lnmYZMs](http://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/web/rielcano_es/contenido?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/elcano/es/zonas_es/comentario-sorroza-ue-mexico-america-del-norte-opportunidades-liderazgos#.UxS6lnmYZMs)

### **Europa: La senda hacia un crecimiento económico sostenible (FMI)**

El 3 de marzo de 2014, en el marco del “Foro Global sobre España: De la estabilidad al crecimiento”, realizado en Bilbao, España, participó la Directora Gerente del Fondo Monetario Internacional (FMI). A continuación se presenta el discurso que dio en esa ocasión.

La Directora Gerente del FMI:

### **Europa: La senda hacia un crecimiento económico sostenible**

“Buenos días: Me complace mucho estar aquí con ustedes en Bilbao: una ciudad artística, industrial, innovadora y famosa por albergar el museo Guggenheim, que tuve el placer de visitar ayer por la noche.

Estoy encantada de estar aquí, y quisiera darles las gracias en particular a los anfitriones de este foro: Su Majestad el Rey Juan Carlos; el Ministro de Economía y Competitividad, Luis de Guindos; el Alcalde de Bilbao, Iñaki Azcuna, y el Lehendakari Íñigo Urkullu.

Bilbao es quizás el mejor ejemplo de cómo una región se ha enfrentado al desafío de luchar contra la adversidad económica cambiando y adaptándose. A través de una serie de reformas ambiciosas y bien diseñadas, Bilbao ha logrado convertirse en un modelo de transformación urbana eficiente y próspera a nivel mundial.

En muchos aspectos, este también es el caso de Europa —y de España— durante la crisis. De hecho, la crisis financiera mundial puso a prueba muchos de nuestros modelos económicos y marcos de política centrales, y evocó el espectro de una situación catastrófica para Europa. Se requerían soluciones y reformas radicales y ambiciosas.

Gracias a las impresionantes medidas adoptadas en los últimos cinco años, Europa —y España— están comenzando a recuperarse. Sin embargo, aún queda mucho por hacer. El crecimiento se mantiene demasiado bajo y el desempleo demasiado alto para que cantemos victoria sobre la crisis.

En este contexto, quisiera referirme a dos temas principales:

- Qué nos queda por hacer para dejar atrás la crisis en Europa; y las próximas medidas que deberían adoptarse para sentar las bases de un crecimiento sólido y sostenible y crear empleo; y a su vez:
- Qué le queda por hacer a España para salir de la crisis; y las próximas medidas que debería adoptar para asegurar que estos considerables esfuerzos sean muy fructíferos.

### **Una hoja de ruta para el crecimiento y el empleo en Europa**

Primero quisiera referirme a Europa. La zona del euro está saliendo finalmente de una profunda recesión. La demanda interna y externa están creciendo, y las condiciones financieras han mejorado ligeramente. Nuestras proyecciones publicadas en enero indican que el crecimiento en la zona del euro será de 1% en 2014 y de 1.4% en 2015. Esta es una buena noticia.

Sin embargo, en muchos países, el desempleo aún se mantiene en niveles inaceptablemente elevados, sobre todo entre los jóvenes: uno de cada cuatro europeos menores de 25 años que está buscando empleo no puede encontrarlo.

Los altos niveles de deuda siguen frenando la recuperación y persiste la fragmentación financiera. Además, también existe el riesgo de que la inflación —que se mantiene muy por debajo del objetivo de estabilidad de precios del Banco Central Europeo (BCE) del 2%— se mantenga baja durante un período prolongado, lo que podría desestabilizar la recuperación.

¿Qué necesita Europa para alcanzar una trayectoria de crecimiento sólido y sostenible y crear empleo? Creo que deberíamos centrarnos en tres prioridades.

Primera: Reforzar la arquitectura de la unión monetaria. Esto significa completar la unión bancaria y sanear los balances de los bancos.

¿Por qué es esta prioridad tan importante? Una unión bancaria más completa es un factor esencial para reducir la fragmentación financiera y romper el círculo vicioso entre los bancos y las entidades soberanas que ha sido tan destructivo.

Si bien se han realizado importantes avances en este ámbito, queda mucho por hacer para lograr una resolución oportuna y eficiente. También es necesario establecer un mecanismo eficaz de respaldo común.

Del mismo modo, es esencial sanear el sector bancario a fin de reactivar el crédito y la inversión. En este ámbito, la labor del BCE relativa al análisis de la calidad de los activos y las pruebas de resistencia es ambiciosa pero adecuada. Se trata de un ejercicio complicado, de manera que una buena comunicación y una implementación eficaz son dos factores importantes.

La segunda prioridad es respaldar la demanda mediante la aplicación de políticas monetarias y fiscales.

El BCE ya ha adoptado una serie de medidas firmes para ayudar a la zona del euro. Se requieren aún más políticas acomodaticias y medidas focalizadas para abordar las bajas tasas de inflación, que se mantienen por debajo del objetivo, y promover un crecimiento y empleo duraderos.

Con respecto a la orientación fiscal prevista para la zona del euro en 2014, consideramos que, en términos generales, es apropiada, pero debe complementarse a nivel nacional con marcos creíbles a mediano plazo y un ritmo de consolidación adecuado.

La tercera prioridad es seguir avanzando en las reformas de los mercados de productos y de trabajo, que pueden contribuir de manera significativa a estimular la productividad y restablecer la competitividad. Es necesario simplificar los sistemas tributarios, racionalizar los procedimientos de ingreso y salida de empresas y reforzar los regímenes nacionales de insolvencia. Todas estas medidas pueden ayudar a impulsar la inversión y fomentar el empleo.

En resumen, el desafío actual para los líderes europeos es acelerar las reformas que prepararán el terreno para el establecimiento de una unión monetaria más robusta; una unión que pueda mantener un mayor crecimiento y promover el empleo.

### **Una hoja de ruta para el crecimiento y el empleo en España**

Permítanme ahora referirme a España. Nuevamente, tenemos noticias buenas, y otras no tan buenas. En primer lugar, las buenas noticias.

España ha comenzado a recuperarse. Se ha reanudado el crecimiento en el segundo semestre de 2013 después de más de dos años. Las cifras de desempleo y empleo ahora están mejorando paulatinamente.

Las condiciones económicas y financieras han mejorado considerablemente. En efecto, desde la crisis, las exportaciones españolas han crecido a un ritmo más rápido que las de Alemania, lo que contribuyó a registrar un superávit en cuenta corriente por primera vez en 20 años. De hecho, aun si esto se debiera en parte a la debilidad de la economía, no deja de ser cierto que se trata de una de las mayores recuperaciones de la cuenta corriente registradas por una economía avanzada importante sin que medie una depreciación del tipo de cambio.

## El programa de reformas de España

Esta recuperación puede atribuirse en gran parte al programa de reformas firmes y de amplio alcance que España ha puesto en marcha desde que estalló la crisis financiera mundial. Este programa se centra en tres pilares principales.

El primer pilar es el programa del sector financiero. Este programa ha sido un factor clave para el saneamiento de los bancos españoles.

En el marco de este programa, se evaluaron de manera transparente las necesidades de recapitalización de los bancos, que se vieron obligados a cubrir sus deficiencias, entre otras formas, a través de una línea de crédito de 1 mil millones de euros abierta por Europa, y se reforzó la regulación financiera para asegurar que una serie de instituciones, como las **cajas**, no operen sin ningún control.

El segundo pilar de este programa es la reforma del mercado de trabajo<sup>3</sup>. La crisis puso en evidencia una serie de problemas persistentes en el mercado de trabajo español. La reforma laboral de 2012 constituyó un importante avance, y contribuyó a la recuperación del empleo incluso en un momento en que la economía está comenzando a crecer.

El tercer y último pilar del programa es la reforma fiscal. El presupuesto pasó de un superávit en 2007 a un enorme déficit en 2009. Ante esta situación, se adoptaron una serie de medidas difíciles, junto con un control más riguroso sobre las finanzas regionales, que han permitido una mejora apreciable de la posición fiscal, a pesar de la recesión.

---

<sup>3</sup><http://www.lamoncloa.gob.es/ServiciosdePrensa/NotasPrensa/MinisterioEmpleoySeguridadSocial/2014/220114Contratacion.htm?gfe=1>



Soy plenamente consciente de que este programa de reformas fue difícil de aplicar. Requirió una gran capacidad de resistencia y determinación por parte de la población española. Sin embargo, no hay duda de que este conjunto de reformas que se refuerzan mutuamente está dando ahora sus frutos, y vemos cómo ha mejorado la confianza, la competitividad y, lo que es de fundamental importancia, el empleo y el crecimiento.

### **Agenda pendiente**

Sin embargo, como en el caso de Europa, también en España las heridas de la crisis son profundas y tardarán varios años en cicatrizar.

Tal vez la herida más notable es la del desempleo<sup>4</sup>. Durante la crisis, el desempleo pasó de 8% en 2007 a 26% en 2013.

Casi seis millones de personas a las que les gustaría trabajar no tienen trabajo. La mitad de ellas —tres millones— no trabajan desde hace más de un año. Y cada día que pasan sin trabajar son menores sus posibilidades de conseguir un empleo en el futuro.

También es profundamente angustiante ver que el desempleo entre los jóvenes está muy por encima del 50%. No hay nada peor para los jóvenes que se incorporan al mercado de trabajo que ver socavados sus sueños y su potencial por la lacra del desempleo. Un largo período de desempleo durante la juventud deja cicatrices personales, sociales y económicas a largo plazo, entre ellas una reducción del ingreso vitalicio.

---

<sup>4</sup><http://www.lamoncloa.gob.es/ServiciosdePrensa/NotasPrensa/MinisterioEconomiaCompetitividad/2014/empleo.htm?gfe=1>

**Prioridades de cara al futuro**

Por lo tanto, ¿qué necesita España para iniciar también una trayectoria de mayor crecimiento y empleo de forma permanente?

Pienso ahora en lo que dijo el Presidente Rajoy en una ocasión: “España ha salido de la recesión pero no ha salido de la crisis, la tarea ahora es lograr una recuperación vigorosa que nos permita crear puestos de trabajo”.

Estoy totalmente de acuerdo: Crear puestos de trabajo debe ser el objetivo primordial para España.

¿Qué significa esto en términos prácticos? Significa que no se puede relajar el impulso de la reforma. Debe mantenerse el fuerte impulso de la reforma, y consideramos que será crucial seguir avanzando en tres ámbitos clave.

En primer lugar, las reformas del mercado de trabajo, que deberán profundizarse para que sean beneficiosas para todos.

Tanto las empresas como sus trabajadores deberán tener la seguridad de que podrán llegar a acuerdos adecuados sobre condiciones laborales y salarios. Este factor es esencial para la protección y la creación de empleo.

También es necesario apoyar directamente a los trabajadores, proporcionándoles capacitación para mejorar sus conocimientos profesionales y asistencia a los desempleados para conseguir un puesto de trabajo. Además, al reducir los costos tributarios de contratar trabajadores, en especial los de baja remuneración, los desempleados se enfrentarían a menos obstáculos para encontrar trabajo.

El segundo ámbito está relacionado con la deuda, que debería reducirse.

Para las empresas, esto significa ayudar a las que son insolventes pero reestructurar la deuda de las que son viables, de manera que puedan seguir operando y continuar invirtiendo y contratando a trabajadores.

Para el gobierno, esto significa seguir reduciendo el déficit fiscal de manera gradual y favorable al crecimiento, especialmente apoyándose más en los impuestos indirectos.

Por último, el tercer ámbito es el clima empresarial, que debe reforzarse.

Es necesario facilitar la creación y el desarrollo de nuevas empresas, lo que fortalecerá su capacidad para crear empleo. Es preciso mejorar la competitividad de las empresas, lo que también fomentará el empleo y la productividad.

Los planes del gobierno para liberalizar los servicios profesionales y fomentar el libre comercio entre las regiones españolas apuntan en gran medida en esa dirección.

## **Conclusión**

No hay duda de que las reformas que he descrito para Europa y España llevarán años de grandes esfuerzos por parte del gobierno y la sociedad.

Sin embargo, Don Quijote dijo una vez: “La diligencia es madre de la buena ventura” y ¡quién soy yo para discutir con Cervantes!

Y así como Bilbao se transformó a través de “25 proyectos en 25 años”, es esencial que tanto España como Europa se comprometan nuevamente a aplicar sus ambiciosos programas de reforma. Nuestra responsabilidad colectiva no solo es restablecer un crecimiento vigoroso, sino también lograr que millones de personas puedan volver a trabajar.

Muchas gracias.”

**Fuente de información:**

<http://www.imf.org/external/spanish/np/speeches/2014/030314s.htm>

Para tener acceso a información relacionada visite:

<http://www.lamoncloa.gob.es/ServiciosdePrensa/NotasPrensa/MinisterioEmpleoySeguridadSocial/2014/220114Contratacion.htm?gfe=1>

<http://www.lamoncloa.gob.es/ServiciosdePrensa/NotasPrensa/MinisterioEmpleoySeguridadSocial/2014/210114-banez.htm?gfe=1>

### **Las economías emergentes están a su suerte (Project Syndicate)**

El 3 de marzo de 2014, la organización Project Syndicate publicó el documento “Las economías emergentes están a su suerte”, elaborado por José Antonio Ocampo<sup>5</sup>. A continuación se presenta el contenido.

Hay una similitud sorprendente entre la declaración del Presidente del Banco Central Europeo, después de la reunión más reciente de su Consejo de Gobierno, y la de la Presidente de la Reserva Federal, en su primer testimonio ante el Congreso: ambos afirmaron que tomarán sus decisiones teniendo en cuenta únicamente las condiciones de sus propias economías. Esto significa que aunque las economías emergentes están sujetas a los efectos de contagio de las políticas monetarias de los países desarrollados, estas repercusiones serán ignoradas.

---

<sup>5</sup> José Antonio Ocampo fue Secretario General de las Naciones Unidas para Asuntos Económicos y Sociales y es ex ministro de Hacienda de Colombia; también es profesor y miembro del Comité de Pensamiento Global de la Universidad de Columbia. Es co-autor (con Luis Bértola) de *El desarrollo económico de América Latina desde la independencia*.

Esto confirma lo que las autoridades de las economías emergentes ya sabían. En el 2010, después del anuncio de la Reserva Federal de la tercera ronda de relajamiento cuantitativo, el Ministro de Hacienda de Brasil acusó a los países desarrollados de una “guerra de divisas”. Después de todo, los países desarrollados estaban induciendo flujos de capitales masivos hacia las economías emergentes, apreciando sus monedas y afectando su competitividad internacional. La Presidente de Brasil denominó posteriormente este fenómeno como un “tsunami de capitales”.

El impacto de la reversión de las políticas monetarias de los países desarrollados ha sido igualmente severo. Desde mayo pasado, cuando la Reserva Federal anunció que reduciría sus compras de activos, los capitales se han hecho menos abundantes y más caros para las economías emergentes. Este fenómeno ha sido particularmente doloroso para países que dependen del financiamiento internacional debido a sus elevados déficit en cuenta corriente. El Gobernador del Banco de Reserva de la India ha señalado que las políticas de los países desarrollados son “egoístas” y que la cooperación monetaria internacional ha colapsado.

Las economías emergentes tienen, sin duda, problemas propios que resolver. Pero no se puede negar que son víctimas de las políticas monetarias de los países desarrollados. De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), la volatilidad de los capitales ha aumentado en el mundo entero en las tres últimas décadas y es mayor para las economías emergentes que para las desarrolladas. Los ciclos financieros agudos están determinados básicamente por perturbaciones que provienen de las economías desarrolladas pero son uno de los determinantes fundamentales de los ciclos de negocios de las emergentes.

Las repercusiones de las políticas monetarias de los países desarrollados van más allá de las perturbaciones financieras. Las economías emergentes también están sufriendo

los efectos de los desbalances de pagos de los países desarrollados, particularmente de los superávits crecientes de la zona euro.

En años recientes, las economías deficitarias de la periferia europea, y más recientemente Italia, han tenido que realizar ajustes externos masivos, en tanto que Alemania y Holanda han mantenido sus elevados superávits de pagos. El ajuste ha recaído sobre las economías emergentes, que han incurrido en déficit externos crecientes para contrarrestar, a nivel mundial, los superávits de la zona euro. Esto ha contribuido además a la desaceleración del mundo en desarrollo.

Estas repercusiones eran precisamente lo que se quería evitar con la multiplicidad de mecanismos de cooperación macroeconómica internacional, en particular con el proceso de evaluación mutua que el G-20 puso en marcha en 2009. El FMI ha creado además un sistema muy elaborado de supervisión multilateral de las políticas macroeconómicas de los países desarrollados, que incluye el informe integrado sobre supervisión multilateral, los de los efectos de contagio de las cinco economías sistémicamente importantes (Estados Unidos de Norteamérica, Reino Unido, la eurozona, Japón y China) y los informes sobre desbalances mundiales de pagos.

Pero este sistema de cooperación ha sido totalmente inefectivo en prevenir los efectos de contagio provenientes de las economías desarrolladas, especialmente porque la Reserva Federal y el Banco Central Europeo lo ignoran. Dado que el dólar de Estados Unidos de Norteamérica y el euro son las dos principales monedas del mundo, estos efectos de contagio son la “nueva normalidad”.

Para agregar problemas, la ley de presupuesto aprobada por el Congreso de Estados Unidos el mes pasado no incluyó los recursos necesarios para capitalizar el FMI, el principal instrumento de cooperación monetaria internacional. Esta decisión representa un revés para las reformas del FMI orientadas a aumentar la influencia de las economías emergentes.

Dados los beneficios que la prosperidad de las economías emergentes tiene para la economía mundial, como se hizo evidente con su rápida recuperación después de la crisis mundial de 2008-2009, es esencial cambiar el *status quo*. El G-20 y el Comité Monetario y Financiero Internacional deberían trabajar para realinear la retórica con la realidad de la cooperación macroeconómica. En tal sentido, las declaraciones del Presidente del Banco Central Europeo y la de la Presidente de la Reserva Federal no fueron un buen punto de partida.

**Fuente de información:**

<http://www.project-syndicate.org/commentary/jose-antonio-ocampo-criticizes-the-refusal-of-the-fed-and-the-ecb-to-consider-their-policies--spillover-effects/spanish>

### **Recuperación española: lenta, pero segura (Economy Weblog)**

El 2 de marzo de 2014, el sitio electrónico *Economy Weblog* publicó el artículo “Recuperación española: lenta, pero segura”. A continuación se presenta el contenido.

El 27 de febrero pasado, el Instituto Nacional de Estadística de España (INE) informó que en el cuarto trimestre de 2013 la producción española de bienes y servicios (Producto Interno Bruto (PIB)) aumentó un 0.2% con respecto al tercero. Este ligero crecimiento del PIB se ha debido fundamentalmente al aumento del consumo de las familias, de la inversión en bienes de equipo y obra civil y de las exportaciones de bienes y servicios, que han podido compensar las caídas en el consumo público y en la construcción de viviendas.

En el cuarto trimestre de 2013 el consumo público se desplomó (3.9%) con respecto al tercer trimestre; una caída que fue un récord histórico. En cambio el consumo de los hogares aumentó por tercer trimestre consecutivo y lo hizo al mayor ritmo en tres años: un 0.5%. En el futuro habría que esperar que el aumento del empleo siguiera

incrementando la demanda de consumo privado y que los ajustes que deben hacer las Administraciones Públicas redujeran el gasto público.

### **La demanda externa crece**

Durante el cuarto trimestre del año pasado las exportaciones de bienes y servicios crecieron un 0.8%, frente a un 0.6% en el tercero. Vinieron impulsadas por las exportaciones de servicios, que aumentaron un 2.3%, debido al buen comportamiento del turismo. Desde una perspectiva temporal más amplia, en el conjunto del año 2013 el número de turistas extranjeros alcanzó el récord histórico de 60.7 millones, un 5.6% más que en 2012. Si a esta información añadimos la del mes de enero de este año, se constata que España está teniendo el mejor momento turístico de su historia. En enero llegaron a España más de tres millones de turistas extranjeros, la cifra más alta para un mes de enero desde que se registra la serie.

Lo más sorprendente de los datos publicados por el INE es que las exportaciones de bienes mostraron un claro debilitamiento en su ritmo de crecimiento: aumentan en el cuarto trimestre con respecto al tercer trimestre un exiguo 0.2%, frente al 0.8% en el tercero y un 8.5% en el segundo. Precisamente ayer conocimos los datos de la balanza de pagos del año pasado. En 2013, las exportaciones de mercancías crecieron un 5.1%. Además, el saldo por cuenta corriente arrojó un saldo positivo de 7 mil 131 millones de euros lo que contrasta con el déficit de 11 mil 519 millones de 2012. Este superávit representa el 0.7% del PIB y es el primero que se produce en un año natural desde 1998. Esta mejoría se debió, fundamentalmente, a la reducción del saldo negativo de la balanza comercial y al aumento del superávit de la balanza de servicios.

Las exportaciones de bienes y servicios siguen creciendo por encima de la producción nacional; de tal forma que han pasado de representar el 24% del PIB en 2009, al 34.4% en 2013. Se prevé que el aumento de las exportaciones proseguirá en 2014. Esta mayor



internacionalización futura dependerá, entre otros factores, de que aumenta la competitividad.

### **Los precios**

Por ahora, España sigue ganando competitividad. El INE anunció ayer que los precios de los bienes de consumo se reducen. El INE señaló que en los doce últimos meses (marzo de 2013 a febrero de 2014) el Índice de precios de consumo (IPC) se redujo (0.1%). Continúa la tendencia iniciada hace un año de mayor estabilidad de precios. La eurozona, en cambio, soporta una inflación mayor (0.8%) lo que quiere decir que los precios son cada vez más bajos que la media de los países con los que España compite. Esta tendencia puede ser negativa si se alargase en el tiempo y generase un proceso deflacionario, pero por ahora es una buena noticia para la economía española, ya que menores precios suponen una ganancia de poder adquisitivo para los consumidores, a la vez que un aumento de competitividad para las exportaciones españolas.

### **La inversión**

Este aumento de las exportaciones está exigiendo una mayor inversión en bienes de equipo y en infraestructuras. Efectivamente según la Contabilidad Nacional en el cuarto trimestre del año 2013 aumentó, por cuarto trimestre consecutivo, la inversión en bienes de equipo (1.7%). La inversión en construcción, aunque sigue su proceso de reducción, moderó, sin embargo, su ritmo de caída (0.1% trimestral, la menor caída en seis años); el crecimiento positivo de la ingeniería civil (1%) contrasta con la caída de la vivienda (1.4%).

En este sentido un dato muy positivo publicado ayer por el Banco de España fue el aumento de la inversión directa exterior. En 2013, España registró una entrada de inversión extranjera directa (inversión productiva) de 29 mil 500 millones de euros; que

supone un crecimiento del 40%, con respecto al año 2012; y es un indicador más de que la economía española mejora en credibilidad y es cada vez más competitiva.

### **El mercado de trabajo**

En definitiva parece que, aunque lentamente, la economía española comienza a recuperarse. Según previsiones del Gobierno y de la Comisión Europea este año el PIB crecerá un 1%. Sin embargo, la gran asignatura pendiente de la economía española sigue siendo la grave situación del mercado laboral. Pero en este terreno también hay motivos para el optimismo. Así, según los datos de la Contabilidad Nacional que estamos comentando, en el cuarto trimestre del año pasado, y con respecto al tercero, se crearon 12 mil empleos (medido en puestos de trabajo equivalente a tiempo completo); es la primera vez que sucede algo así desde que comenzó la crisis.

No hay duda de que el mercado laboral español no es algo de lo que se pueda estar orgullosos, pero, poco a poco, va mejorando y lo hace acompañado de la ligera mejoría que se está produciendo en el conjunto de la economía.

**Fuente de información:**

<http://economy.blogs.ie.edu/archives/2014/03/recuperacion-lenta-pero-segura.php>

### **Flash Europa (BBVA Research)**

El 5 de marzo de 2014, la sección de estudios económicos de BBVA Research dio a conocer el documento “Flash Europa” que se presenta a continuación.

El crecimiento en la eurozona se apoyó en exportaciones e inversión en el cuarto trimestre de 2013.

El modelo MICA-BBVA prevé un crecimiento de 0.4% a tasa trimestral para el primer trimestre de 2014, sesgando al alza el escenario.

Se confirma que el Producto Interno Bruto (PIB) creció 0.3% a tasa trimestral en el cuarto trimestre de 2013, apoyado por las exportaciones, que compensaron la inesperada reducción de inventarios.

La segunda estimación de Eurostat confirma que el PIB de la zona euro creció un 0.3% a tasa trimestral en el cuarto trimestre de 2013, tras el 0.1% del tercer trimestre. Detrás de este comportamiento, las exportaciones netas han contribuido más de lo esperado sobre el crecimiento trimestral (0.4 puntos porcentuales después del 0.4 negativo en el tercer trimestre de 2013; BBVA Research: 0.2 puntos porcentuales), debido a la debilidad de las importaciones y al fuerte incremento de las exportaciones. Esta sorpresa al alza se ha visto compensada por una contribución negativa de la demanda interna (0.1 punto porcentual en términos negativos después de 0.5 puntos porcentuales positivos en el tercer trimestre de 2013; BBVA Research: 0.1 punto porcentual), lastrada principalmente por los inventarios (0.3 puntos porcentuales en términos negativos tras el 0.3 puntos porcentuales positivos), a pesar de la importante mejora de la inversión (1.1% a tasa trimestral tras el 0.6%), mientras que el consumo privado siguió mostrando debilidad (0.1% trimestral) y el público disminuyó (0.2%).

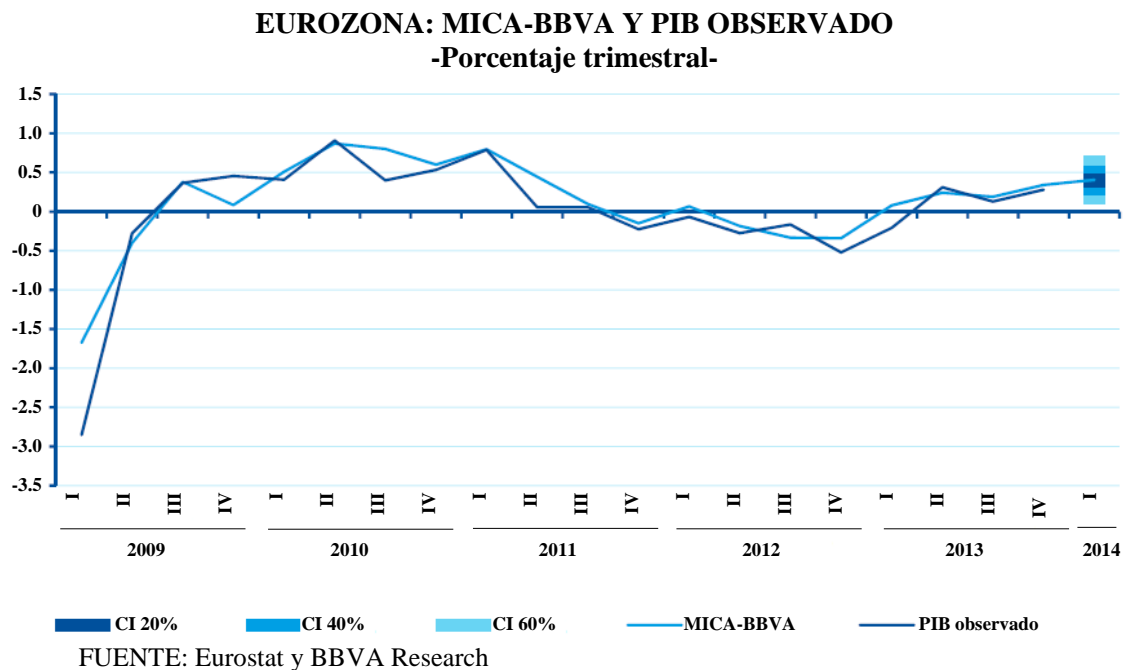
Aunque la contribución de la demanda interna es negativa, hay señales optimistas, ya que la recuperación de las exportaciones se dejó notar en el repunte de la inversión por tercer trimestre consecutivo, apuntando a que se consolida el patrón clásico de una recuperación.

### **Los PMIs de febrero se revisan al alza y el modelo MICA-BBVA sugiere que la recuperación continúa, incluso ganando algo de tracción**

Los indicadores de confianza hasta febrero, especialmente los Índice de Gestores de Compras (PMIs por sus siglas en inglés) que han sido revisados al alza (revisión de 0.6 puntos en el PMI compuesto de febrero hasta el 53.3 tras el 52.9 de enero), son consistentes con la recuperación de la eurozona para principios de año (el promedio de

los PMIs de enero-febrero, asciende a 53.1, 1.2 puntos por encima de la media del cuarto trimestre de 2013), que sigue liderada por Alemania. Los datos de actividad publicados hasta ahora se limitan a las ventas minoristas de enero (también publicadas el 5 de marzo de 2014) que han sorprendido al alza, mientras que los principales indicadores de las exportaciones mantienen una perspectiva optimista sobre el protagonismo del sector externo en los próximos meses.

El modelo MICA-BBVA, con información limitada a datos de confianza, proyecta un crecimiento trimestral del PIB de alrededor del 0.4% a tasa trimestral en el primer trimestre de 2014 (gráfica siguiente). Aun así, BBVA dice sentirse cómodo con su previsión de crecimiento para el primer trimestre de 0.2%/0.3% a tasa trimestral, ya que el relativo optimismo de los datos de confianza se tiene que ver reflejado todavía en los de actividad, que aún no han despegado claramente.



**EUROZONA: CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB Y COMPONENTES 2013**  
**-En porcentaje-**

|                                         | Trimestres 2013 |             |             |             |               |
|-----------------------------------------|-----------------|-------------|-------------|-------------|---------------|
|                                         | I               | II          | III         | IV          |               |
|                                         |                 |             |             | Observado   | BBVA Research |
| <b>PIB</b>                              | <b>-0.2</b>     | <b>0.3</b>  | <b>0.1</b>  | <b>0.3</b>  | <b>0.3</b>    |
| Consumo privado                         | -0.1            | 0.2         | 0.1         | 0.1         | 0.2           |
| Consumo público                         | 0.3             | 0.0         | 0.4         | -0.2        | 0.1           |
| Inversión                               | -1.7            | 0.2         | 0.6         | 1.1         | 0.3           |
| Inventarios <sup>1/</sup>               | 0.0             | -0.2        | 0.3         | -0.3        | 0.0           |
| <b>Demanda doméstica<sup>1/</sup></b>   | <b>-0.2</b>     | <b>-0.1</b> | <b>0.5</b>  | <b>-0.1</b> | <b>0.1</b>    |
| Exportaciones                           | -0.9            | 2.3         | 0.0         | 1.2         | 1.1           |
| Importaciones                           | -1.1            | 1.7         | 1.0         | 0.4         | 0.8           |
| <b>Exportaciones netas<sup>1/</sup></b> | <b>0.0</b>      | <b>0.4</b>  | <b>-0.4</b> | <b>0.4</b>  | <b>0.2</b>    |

<sup>1/</sup> Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB.

FUENTE: Eurostat y BBVA Research.

**Fuente de información:**

[http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/140305\\_Flash\\_Europa-PIB\\_tcm346-429183.pdf?ts=532014](http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/140305_Flash_Europa-PIB_tcm346-429183.pdf?ts=532014)

**¿Qué hace que Grecia sea tan especial? (Project Syndicate)**

El 6 de marzo de 2014, la organización Project Syndicate publicó el artículo “¿Qué hace que Grecia sea tan especial?”, elaborado por Daniel Gros<sup>6</sup>. A continuación se incluye el contenido.

Parece que la crisis del euro hubiese terminado, en su gran mayoría. Las primas de riesgo continúan cayendo en todos los ámbitos, y dos países —Irlanda y Portugal— ya han salido de sus programas de ajuste. Ahora, estos países ya pueden financiarse a sí mismo en el mercado, y aparentemente sus economías han comenzado a crecer de nuevo.

<sup>6</sup> Daniel Gros es director del Centro con sede en Bruselas de Estudios Políticos Europeos. Ha trabajado para el Fondo Monetario Internacional (FMI), y se desempeñó como asesor económico de la Comisión Europea, el Parlamento Europeo, y el Primer Ministro francés y el Ministro de Finanzas. Es el editor de *Economie Internationale* y *Finanzas Internacionales*.

Por el contrario, Grecia sigue teniendo problemas en el cumplimiento de las metas de su programa de ajuste y se encuentra envuelta en lo que se muestra como una interminable serie de negociaciones sobre otro paquete más de financiamiento multilateral. El problema se puede resumir en una sola palabra: exportaciones (o, mejor dicho, la falta de crecimiento de las exportaciones).

Las noticias que llegan de Grecia en la actualidad se han visto dominadas por el anuncio de que el gobierno logró un superávit presupuestario primario (el balance fiscal menos el servicio de la deuda) en el año 2013. Por primera vez en décadas, el gobierno griego ha sido capaz de pagar sus gastos con sus propios ingresos.

Verdaderamente, Grecia ha alcanzado un hito. No obstante, otra noticia que tiene mucha más importancia ha recibido mucha menos atención: Grecia exportó menos en 2013 en comparación con el 2012.

Esta deslucida actuación, que vino tras años de disminución en las cuotas de participación en los mercados, es difícil de explicar, ya que todos los otros países de la periferia de la eurozona registraron sólidos crecimientos en sus exportaciones. Por ejemplo, las exportaciones portuguesas aumentaron en alrededor de 5 a 6% por año durante los últimos años, a pesar de las difíciles condiciones externas (España es su mayor mercado) y de una contracción del crédito, que hizo que para los exportadores sea más difícil obtener financiamiento.

Por lo tanto, ni la débil demanda externa, ni la falta de financiamiento pueden considerarse como razones para que Grecia tenga un desempeño deficiente en lo que respecta a sus exportaciones. Asimismo, tampoco la baja competitividad es una explicación valedera, debido a que en Grecia durante los últimos años los costos salariales reales (ajustados según la inflación) han disminuido más en comparación con cualquier otro país de la eurozona, con la excepción de Irlanda.

No obstante, sería extraño llegar a la conclusión, a partir de la experiencia de Grecia, de que la deflación salarial es una herramienta inútil para mejorar la competitividad, debido a que existe una creencia generalizada sobre que Alemania se benefició enormemente de tal deflación. Por lo tanto, la única explicación sobre el desempeño deficiente de Grecia en lo que respecta sus exportaciones parecer ser el hecho de que la economía griega permanece tan distorsionada que no ha respondido frente a señales que envían los cambios de precios.

Esta falta de capacidad de ajuste es crucial. En Irlanda, España e incluso en Portugal, las exportaciones crecieron fuertemente cuando la economía nacional colapsó y los salarios se ajustaron. Sin embargo, estos países ya eran más flexibles y, en algunos casos, ya habían emprendido fuertes reformas.

En Grecia, en cambio, no hay pruebas de que las numerosas reformas estructurales impuestas por la “troika” (la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional) hubiesen conducido a una mejora real en el lugar de los hechos. Por el contrario, lo que realmente ocurrió es que se han deteriorado muchos de los indicadores de eficiencia relativos a la forma en la que funciona el gobierno y el mercado laboral.

El argumento simplista que indica que Grecia tiene poco que exportar es, a estas alturas, irrelevante. El problema no es que las exportaciones griegas sean bajas, sino que las mismas han dejado de crecer; dicho crecimiento debiese haber sido posible, sobre todo debido que se parte desde una base baja. Hace varios años atrás, las exportaciones de bienes y servicios de Grecia eran iguales a aquellas de Portugal. Hoy en día, Portugal le lleva la delantera por una suma que llega a casi 20 mil millones de euros (27.5 mil millones de dólares). Esto representa para Grecia una pérdida potencial de más del 10% de su producción.

La falta de crecimiento de las exportaciones, por lo tanto, ha causado que la recesión en Grecia sea mucho más larga y más profunda de lo que hubiese sido bajo otras circunstancias. Si las exportaciones griegas hubiesen aumentado al mismo ritmo que las de Portugal (o las de España), en este momento la recesión ya hubiese terminado.

Es más, la falta de crecimiento de las exportaciones hizo que el ajuste fiscal sea mucho más difícil. Más exportaciones no hubiesen producido directamente ingresos más altos; dichas exportaciones hubiesen tenido también un efecto multiplicador en la economía nacional, y consecuentemente, el país hubiese aumentado sus ingresos por impuestos al consumo.

Grecia tiene ahora una cuenta corriente equilibrada —todo un logro después de mostrar cifras de déficit con dos dígitos (en la forma de porcentajes del Producto Interno Bruto (PIB)) hace unos pocos años atrás—. No obstante, a diferencia de lo que ocurre en otras economías de la periferia de la eurozona, dicha mejora se logró completamente a través de la compresión de las importaciones.

Esto implica que no puede haber ninguna esperanza para una recuperación sostenida a menos que las exportaciones comiencen a crecer. A menudo se argumenta que con menos austeridad, la demanda interna sería más fuerte. Puede que esto sea cierto, sin embargo, una demanda interna más fuerte podría conducir a mayores importaciones, mismas que tendrían que ser pagadas con ingresos de exportaciones más altos, debido a que el país no puede darse el lujo de acumular más deuda externa. Sin exportaciones no hay crecimiento: en última instancia la sostenibilidad de la deuda de Grecia depende de este parámetro clave.

Lo que salió mal en Grecia no fue el ajuste fiscal. Por el contrario, quizás lo que ocurrió fue que la austeridad fue demasiado exitosa (y demasiado dolorosa).



La meta realmente importante para cualquier país que se encuentra en los inicios de un programa de ajuste y que tiene un déficit de cuenta corriente de dos dígitos debe ser el crecimiento de sus exportaciones. Perder de vista esta meta es lo que ha diferenciado a Grecia del resto.

Desafortunadamente, hay muy poco que el mundo exterior puede hacer para garantizar que Grecia exporte más. Se puede obligar a que el gobierno apruebe decretos, y se puede presionar al Parlamento para que adopte toda la legislación de reforma conocida por la humanidad. Sin embargo, al fin y al cabo, lo que realmente cuenta es la forma cómo se aplica la reforma en el terreno, y cómo responde la economía frente a dicha reforma. Un programa de ajuste tiene éxito o fracasa en su propia casa, no en Bruselas ni en Washington.

**Fuente de información:**

<http://www.project-syndicate.org/commentary/daniel-gros-asks-why-the-greek-economy-remains-mired-in-recession/spanish>

### **Editorial sobre la base de su análisis económico y monetario (BCE)**

El 13 de marzo de 2014, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Francfort, Alemania, su Boletín Mensual. A continuación se presenta su contenido.

En su reunión celebrada el 6 de marzo, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación las tasas de interés oficiales del BCE. La nueva información disponible confirma que la moderada recuperación de la economía de la zona del euro sigue avanzando en línea con la valoración anterior del Consejo de Gobierno. Al mismo tiempo, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE, que ahora abarcan hasta final de 2016, confirman las anteriores expectativas de un período prolongado de baja inflación, seguido de una evolución ascendente gradual hacia tasas de inflación medida por el

Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) hacia niveles más cercanos al 2%. En consonancia con este panorama, la evolución monetaria y la del crédito continúan siendo débiles. Las expectativas de inflación para la zona del euro a mediano y a largo plazo siguen firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 por ciento.

En lo que se refiere a las perspectivas a mediano plazo para los precios y el crecimiento, los datos y los análisis disponibles confirman plenamente la decisión del Consejo de Gobierno de mantener una orientación acomodaticia de la política monetaria durante el tiempo que sea necesario, lo que contribuirá a la recuperación gradual de la economía en la zona del euro. El Consejo de Gobierno reitera con firmeza sus indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*). El Consejo de Gobierno sigue esperando que las tasas de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles actuales o en niveles inferiores durante un período prolongado. Esta expectativa se basa en el mantenimiento a mediano plazo de unas perspectivas de inflación en general contenidas, dada la debilidad generalizada de la economía, las bajas tasas de utilización de la capacidad productiva y la lenta creación de dinero y crédito.

El Consejo de Gobierno sigue atentamente la evolución de los mercados monetarios y está dispuesto a considerar todos los instrumentos disponibles. En conjunto, el Consejo de Gobierno reitera su firme determinación de mantener el alto grado de acomodación monetaria y su disposición para adoptar nuevas medidas decisivas si fuera necesario.

En lo que respecta al análisis económico, en el último trimestre de 2013, el PIB real de la zona del euro creció trimestralmente 0.3%, registrando un aumento durante tres trimestres consecutivos. La evolución hasta febrero de los indicadores de confianza procedentes de las encuestas es coherente con un crecimiento moderado continuado, aunque modesto, también en el primer trimestre de este año. De cara al futuro, se espera

que la recuperación en curso continúe, si bien a ritmo lento. En particular, la demanda interna debería mejorar en mayor medida, respaldada por la orientación acomodaticia de la política monetaria, la mejora de las condiciones de financiamiento y los progresos realizados en materia de saneamiento presupuestario y reformas estructurales. Además, las rentas reales se están beneficiando del descenso de los precios de la energía. Se espera que la actividad económica se beneficie también de un fortalecimiento progresivo de la demanda de exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, aunque el desempleo en la zona del euro está estabilizándose, sigue siendo elevado y los ajustes que aún se necesitan en los balances de los sectores público y privado continuarán afectando el ritmo de la recuperación económica.

Esta valoración también se refleja en términos generales en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2014, que prevén que el PIB real se incremente en un 1.2 en 2014, un 1.5 en 2015 y 1.8% en 2016. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2013, las proyecciones referidas al crecimiento del PIB real en 2014 se han revisado ligeramente al alza.

Los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro continúan siendo a la baja. La evolución de los mercados monetarios mundiales y de las economías emergentes, así como los riesgos geopolíticos, podrían afectar negativamente a las condiciones económicas. Otros riesgos a la baja están relacionados con un crecimiento de la demanda interna y de las exportaciones más débiles de lo esperado y una aplicación insuficiente de reformas estructurales en los países de la zona del euro.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 0.8% en febrero de 2014, sin variación frente al resultado correspondiente a enero (revisado al alza). Aunque el descenso de los precios de la energía fue más acusado en febrero que en el mes anterior, los incrementos de los

precios de los bienes industriales y de los servicios fueron más altos que los registrados en enero. Teniendo en cuenta la información disponible y los precios actuales de los futuros sobre la energía, se prevé que las tasas de inflación interanual medida por el IAPC se mantengan en torno a los niveles actuales durante los próximos meses. Posteriormente, las tasas de inflación deberían incrementarse de forma gradual y situarse en niveles más próximos al 2%, en consonancia con las expectativas de inflación para la zona del euro a medio y a largo plazo.

Esta valoración también se refleja en términos generales en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2014, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en 1% en 2014, en 1.3% en 2015 y en 1.5% en 2016. Se estima que en el último trimestre de 2016 la inflación anual medida por el IAPC será del 1.7%. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2013, las proyecciones de inflación para 2014 se han revisado ligeramente a la baja. Dado que en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2014 se publica por primera vez un horizonte temporal de tres años, conviene subrayar que las proyecciones se basan en una serie de supuestos técnicos, entre los que se incluyen la estabilidad de los tipos de cambio y el descenso de los precios del petróleo, y que la incertidumbre referida a las proyecciones se incrementa con la amplitud del horizonte temporal considerado.

Respecto a la valoración de los riesgos del Consejo de Gobierno, tanto los riesgos al alza como a la baja para las perspectivas sobre la evolución de los precios son limitados y siguen estando, en general, equilibrados a mediano plazo.

En lo que respecta al análisis monetario, los datos de enero de 2014 confirman la valoración de debilidad del crecimiento subyacente del agregado monetario amplio (M3) y del crédito. El crecimiento interanual de M3 aumentó hasta situarse en el 1.2%

en enero, desde el 1% registrado en diciembre. En enero, los flujos de entrada en M3 fueron sustanciales, compensando los elevados flujos de salida de diciembre. El aumento del crecimiento de M3 reflejó la mayor tasa de crecimiento interanual de M1, que ascendió hasta el 6.2 desde el 5.7% observado en diciembre. Al igual que en los meses anteriores, el factor principal del crecimiento interanual de M3 fue un incremento de la posición acreedora neta frente al exterior de las Instituciones financieras monetarias (IFM), que continuó reflejando el creciente interés de los inversores internacionales en los activos de la zona del euro. La tasa de variación interanual de los préstamos al sector privado siguió reduciéndose. La tasa de variación interanual de los préstamos a sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) se situó en el -2.9% en enero, sin variación respecto a diciembre. La débil evolución de los préstamos a sociedades no financieras sigue reflejando su desfase con respecto al ciclo económico, el riesgo crediticio y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero. El crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) se mantuvo en 0.2% en enero de 2014, prácticamente sin variación desde principios de 2013.

Desde el verano de 2012 se han logrado progresos importantes en la mejora de la situación de financiamiento de las entidades de crédito. Con el fin de garantizar una transmisión adecuada de la política monetaria a las condiciones de financiamiento de los países de la zona del euro, es esencial que la fragmentación de los mercados de crédito de la zona siga reduciéndose y que la capacidad de resistencia de las entidades de crédito se refuerce donde resulte necesario. Este es el objetivo de la evaluación global que está realizando el BCE, mientras que avanzar puntualmente en los pasos siguientes para la creación de una unión bancaria contribuirá también a restablecer la confianza en el sistema financiero.

En síntesis, el análisis económico confirma la expectativa del Consejo de Gobierno de un período prolongado de baja inflación, seguido de una evolución ascendente gradual

hacia niveles de inflación más próximos al 2%. El contraste con las señales procedentes del análisis monetario confirma el escenario de atonía de las presiones subyacentes sobre los precios en la zona del euro a mediano plazo.

En lo que concierne a las políticas fiscales, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE indican que continúan los progresos en la reducción de los desequilibrios presupuestarios en la zona del euro. Se espera que el déficit agregado de las Administraciones Públicas de la zona del euro haya descendido en 2013 hasta el 3.2% del PIB y que este año siga reduciéndose hasta situarse en 2.7% del PIB. Se estima que la deuda de las Administraciones Públicas ascenderá hasta el 93.5% del PIB en 2014, y que disminuirá ligeramente en 2015. Respecto al futuro, los países de la zona del euro deberían mantener los esfuerzos de saneamiento del pasado y reconducir las elevadas proporciones de deuda pública hacia una senda descendente a mediano plazo. Las estrategias fiscales deberían ser acordes al Pacto de Estabilidad y Crecimiento y garantizar un conjunto de medidas de saneamiento favorables al crecimiento que combinen la mejora de la calidad y la eficiencia de los servicios públicos con la reducción al mínimo de los efectos distorsionadores de los impuestos. Asimismo, las autoridades nacionales deberían continuar la aplicación decidida de reformas estructurales en todos los países de la zona del euro. Estas reformas deberían estar dirigidas, en particular, a facilitar la actividad empresarial y a la creación de empleo, para mejorar con ello el crecimiento potencial de la zona del euro y reducir el desempleo en los países de la zona del euro. A este respecto, el Consejo de Gobierno acoge con satisfacción la comunicación del 5 de marzo de la Comisión Europea sobre la prevención y la corrección de los desequilibrios económicos y el Procedimiento de Déficit Excesivo. De cara al futuro, es esencial que el marco de vigilancia macroeconómica de la zona del euro, que se ha reforzado significativamente a raíz de la crisis de deuda soberana, se aplique de forma íntegra y coherente.

La presente edición del Boletín Mensual contiene un artículo titulado “Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro”.

**Fuente de información:**

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/14/Fich/bm1403-1.pdf>

### **Evolución Económica y Monetaria (BCE)**

El 13 de marzo de 2014, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Francfort, Alemania, su Boletín Mensual sobre la Evolución Económica y Monetaria de la zona del euro. A continuación se presenta el apartado “Entorno Exterior de la Zona del Euro”.

La actividad económica mundial registra una expansión, aunque a un ritmo moderado, que refleja, en parte, cambios en la dinámica de crecimiento entre las distintas regiones. Si bien el crecimiento está repuntando en la mayoría de las economías avanzadas, impulsando cada vez más la recuperación mundial, el ritmo se ha desacelerado en las principales economías emergentes. Más concretamente, las mejoras en los balances del sector privado y las políticas acomodaticias continúan respaldando la actividad en las economías avanzadas, mientras que los obstáculos estructurales y el endurecimiento de las condiciones financieras, sumados al limitado margen de maniobra de las políticas, han dado lugar a una desaceleración en las economías emergentes. Al mismo tiempo, el clima económico mundial ha seguido siendo relativamente robusto desde comienzos de 2014, lo que sugiere una expansión sostenida del comercio y de la economía mundial. Aunque las turbulencias que han afectado recientemente a los mercados financieros de algunas economías emergentes han incrementado, en cierta medida, la incertidumbre, hasta ahora las tensiones no han rebasado ciertos límites geográficos, lo que significa que las repercusiones globales han sido limitadas. La inflación mundial se redujo en el último trimestre de 2013 y permaneció contenida a comienzos del año

en curso como resultado de la amplia capacidad productiva sin utilizar y de los precios más bajos de la energía.

### **Actividad económica y comercio mundial**

La actividad económica mundial registra una expansión gradual que refleja, hasta cierto punto, cambios en la dinámica de crecimiento entre las distintas regiones. En general, las divergencias entre los patrones de crecimiento a escala mundial se deben, en gran medida, a factores cíclicos y estructurales, combinados con reacciones de las políticas propias de cada país y de los mercados financieros. Concretamente, si bien el ritmo de crecimiento está repuntando de forma sostenida en la mayoría de las economías avanzadas, respaldado por la mejora de los balances del sector privado y las políticas acomodaticias, en las economías emergentes ha experimentado una desaceleración, debido a la persistencia de obstáculos estructurales, incertidumbres en el ámbito de las políticas y volatilidad de las condiciones financieras, que han afectado principalmente a los países con vulnerabilidades internas. Las estimaciones provisionales para el cuarto trimestre de 2013 sugieren que el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) en los países del G-20, excluida la zona del euro, se situó en 0.9%, en tasa trimestral, cifra notablemente inferior a la del trimestre anterior, aunque persisten las divergencias entre países (véase cuadro siguiente). En Estados Unidos de Norteamérica, el crecimiento del PIB real siguió siendo robusto en el cuarto trimestre de 2013, respaldado por la solidez del consumo privado, la inversión no residencial y las exportaciones. Aunque los indicadores recientes sugieren cierta moderación en el primer trimestre de 2014, como resultado de la fuerte acumulación de existencias en trimestres anteriores y de las adversas condiciones meteorológicas, se espera que dicha moderación sea transitoria. En Japón, a la rápida expansión del primer semestre de 2013 siguió un crecimiento más lento en el segundo, debido principalmente a la debilidad de las exportaciones y a la atonía de la inversión empresarial. No obstante, se prevé un repunte en el primer trimestre de 2014, respaldado por un aumento del consumo privado con antelación al



aumento del impuesto sobre el consumo. En Reino Unido, la economía ha registrado un sólido crecimiento en los últimos trimestres y los indicadores de alta frecuencia apuntan a una robusta actividad en el corto plazo. En cambio, en China y en otras economías emergentes varios indicadores sugieren que el ritmo de crecimiento experimentará una desaceleración a comienzos de 2014, pese al positivo crecimiento registrado de forma inesperada en algunas economías asiáticas a finales del año pasado.

**CRECIMIENTO DEL PIB REAL EN ALGUNAS ECONOMÍAS**  
**-Tasas de variación-**

| País                                         | Tasas de crecimiento anual |      |      |      |     | Tasas de crecimiento trimestral |      |      |
|----------------------------------------------|----------------------------|------|------|------|-----|---------------------------------|------|------|
|                                              | 2012                       | 2013 | 2013 |      |     | 2013                            |      |      |
|                                              |                            |      | II   | III  | IV  | II                              | III  | IV   |
| G-20 <sup>1/</sup>                           | 2.9                        | 2.7  | 2.6  | 3.1  | 3.4 | 0.8                             | 1.2  | 0.8  |
| G-20 excluida la zona del euro <sup>1/</sup> | 3.6                        | 3.4  | 3.2  | 3.8  | 4.0 | 0.9                             | 1.5  | 0.9  |
| Estados Unidos de Norteamérica               | 2.8                        | 1.9  | 1.6  | 2.0  | 2.5 | 0.6                             | 1.0  | 0.6  |
| Japón                                        | 1.4                        | 1.6  | 1.3  | 2.4  | 2.7 | 1.0                             | 0.3  | 0.3  |
| Reino Unido                                  | 0.3                        | 1.9  | 2.0  | 1.9  | 2.8 | 0.8                             | 0.8  | 0.7  |
| Dinamarca                                    | -0.4                       | 0.4  | 0.8  | 1.0  | 0.6 | 1.0                             | 0.4  | -0.5 |
| Suecia                                       | 1.3                        | 1.5  | 0.7  | 0.7  | 3.1 | 0.0                             | 0.5  | 1.7  |
| Suiza                                        | 1.0                        | 2.0  | 2.3  | 2.1  | 1.9 | 0.6                             | 0.5  | 0.2  |
| Brasil                                       | 1.0                        | 2.3  | 3.3  | 2.2  | 1.9 | 1.8                             | -0.5 | 0.7  |
| China                                        | 7.7                        | 7.7  | 7.5  | 7.8  | 7.7 | 1.8                             | 2.2  | 1.8  |
| India                                        | 4.8                        | 3.9  | 2.4  | 5.6  | 4.6 | -0.2                            | 5.8  | 0.1  |
| Rusia                                        | 3.4                        | -    | 1.2  | 1.2  | -   | -0.1                            | 0.2  | -    |
| Turquía                                      | 2.2                        | -    | 4.5  | 4.4  | -   | 2.0                             | 0.9  | -    |
| Polonia                                      | 2.0                        | 1.5  | 1.3  | 1.8  | 2.2 | 0.6                             | 0.7  | 0.6  |
| República Checa                              | -0.9                       | -    | -1.7 | -1.2 | -   | 0.3                             | 0.2  | -    |
| Hungría                                      | -1.7                       | 1.2  | 0.6  | 1.7  | 2.7 | 0.3                             | 0.8  | 0.5  |

<sup>1/</sup> El dato del cuarto trimestre de 2013 es una estimación basada en los últimos datos disponibles.

FUENTE: Datos nacionales, BPI, Eurostat, OCDE y cálculos del BCE.

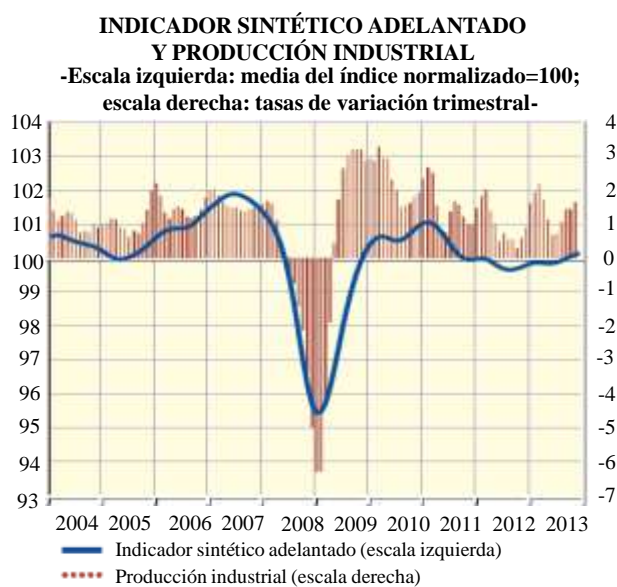
Las turbulencias financieras que han afectado recientemente a algunas economías emergentes han hecho que aumente la incertidumbre respecto a las perspectivas mundiales, pero las tensiones se han limitado principalmente a países con fundamentos económicos débiles y desequilibrios internos. Las repercusiones en la economía mundial han sido limitadas hasta ahora y últimamente están remitiendo. A corto plazo, los indicadores de clima económico mundial sugieren, en general, una situación sólida

a comienzos de 2014, y se prevé que la actividad continúe por una senda de recuperación gradual. Aunque el Índice de Gerentes de Compras (PMI, Project Management International) global de producción de manufacturas y servicios, excluida la zona del euro, descendió en febrero como resultado de las significativas caídas de los índices correspondientes a Estados Unidos de Norteamérica y Japón, todavía sugiere una expansión mundial sostenida en el primer trimestre de 2014, en el que se combina con las sólidas cifras de enero (véase gráfica: *PMI: producción mundial*). De la misma manera, el indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a diciembre de 2013 continuó señalando mejoras en el crecimiento en la mayoría de los principales países de la Organización, especialmente en Estados Unidos de Norteamérica, Reino Unido y Japón, pero las perspectivas son menos favorables en la economías emergentes, que registrarían un crecimiento en torno a la tendencia en China, Brasil y Rusia e inferior a la tendencia en India (véase gráfica: *Indicador sintético adelantado y producción industrial*). El indicador de clima económico mundial del Ifo también sugería unas perspectivas mejores para las economías avanzadas y un ligero deterioro de las expectativas económicas para las economías emergentes.

**PMI: PRODUCCIÓN MUNDIAL  
EXCLUIDA LA ZONA DEL EURO  
-Datos mensuales desestacionalizados-**



En consonancia con la expansión económica global, el crecimiento del comercio mundial repuntó en 2013, tras un período prolongado de atonía. Según informa el CPB *Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis*, las importaciones de bienes registraron un ritmo de crecimiento sostenido en el cuarto trimestre de 2013, aumentando 1.2% en tasa trimestral, frente al 1.3% registrado en el trimestre anterior, lo que elevó el crecimiento anual del comercio mundial hasta el 2.8% en 2013, desde el 1.9% de 2012. En febrero de 2014, el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero se incrementó ligeramente, señalando una recuperación sostenida y moderada de la actividad comercial a escala mundial.



Notas: El indicador sintético adelantado corresponde a los países de la OCDE más Brasil, China, India, Indonesia, Rusia y Sudáfrica. La línea horizontal a la altura de 100 representa la tendencia de la actividad económica. La producción industrial corresponde a la misma muestra, excluida Indonesia.

FUENTE: OCDE y cálculos del BCE.

De cara al futuro, según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2014 se prevé que la recuperación mundial continúe afianzándose, si bien de forma gradual, ya que persisten algunos impedimentos que siguen limitando, aunque en menor medida, las perspectivas a mediano plazo. En general, el perfil de crecimiento mundial prácticamente no ha variado en el corto plazo con respecto a las proyecciones elaboradas en diciembre de 2013. En las economías avanzadas se prevé

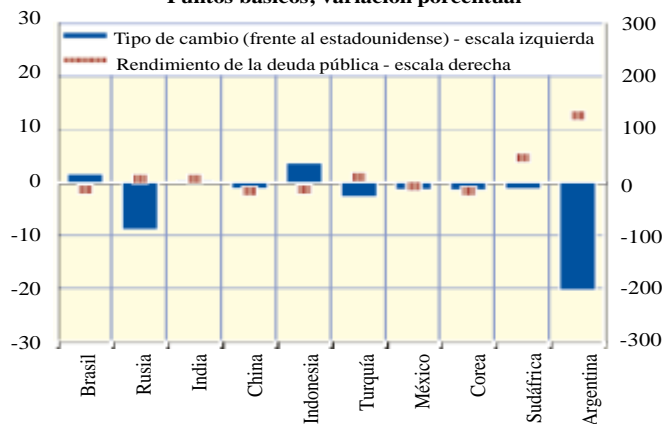
que la menor intensidad del desapalancamiento del sector privado y de la consolidación fiscal debería estimular la confianza y respaldar la demanda interna. El aumento de la demanda externa en las economías avanzadas debería favorecer las exportaciones de las economías emergentes, compensando, en parte, el efecto adverso de los obstáculos estructurales y la inercia de las reformas sobre el crecimiento potencial.

Las perspectivas mundiales siguen estando sujetas a riesgos a la baja. La evolución de los mercados financieros a escala mundial y en las economías emergentes, así como los riesgos geopolíticos podrían afectar negativamente a la situación económica. Entre otros riesgos a la baja, cabe señalar un aumento de los precios de las materias primas y una debilidad de la demanda mundial mayor de la prevista.

### Repercusiones de las recientes tensiones en los mercados financieros de las economías emergentes

Las tensiones en los mercados financieros de las economías emergentes han vuelto a intensificarse a comienzos de 2014, acentuando la preocupación respecto a los riesgos para las perspectivas económicas de estas economías y para la recuperación mundial a un nivel más amplio. En comparación con los episodios del año pasado, las recientes turbulencias han sido menos intensas y no han sido tan generalizadas, y han afectado solo a un pequeño subgrupo de economías (véase gráfica siguiente). Desde una perspectiva de más largo plazo, es probable que las turbulencias refuercen la tendencia más general de desaceleración del crecimiento observada en las economías emergentes en los cuatro últimos años, que refleja, en parte, una desaceleración estructural en algunas de las economías más grandes del grupo. A continuación se examina la evolución económica más amplia en las economías emergentes y las posibles repercusiones de las recientes tensiones en los mercados financieros.

**EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA Y DEL TIPO DE CAMBIO EN ALGUNAS ECONOMÍAS EMERGENTES**  
 -Puntos básicos; variación porcentual-



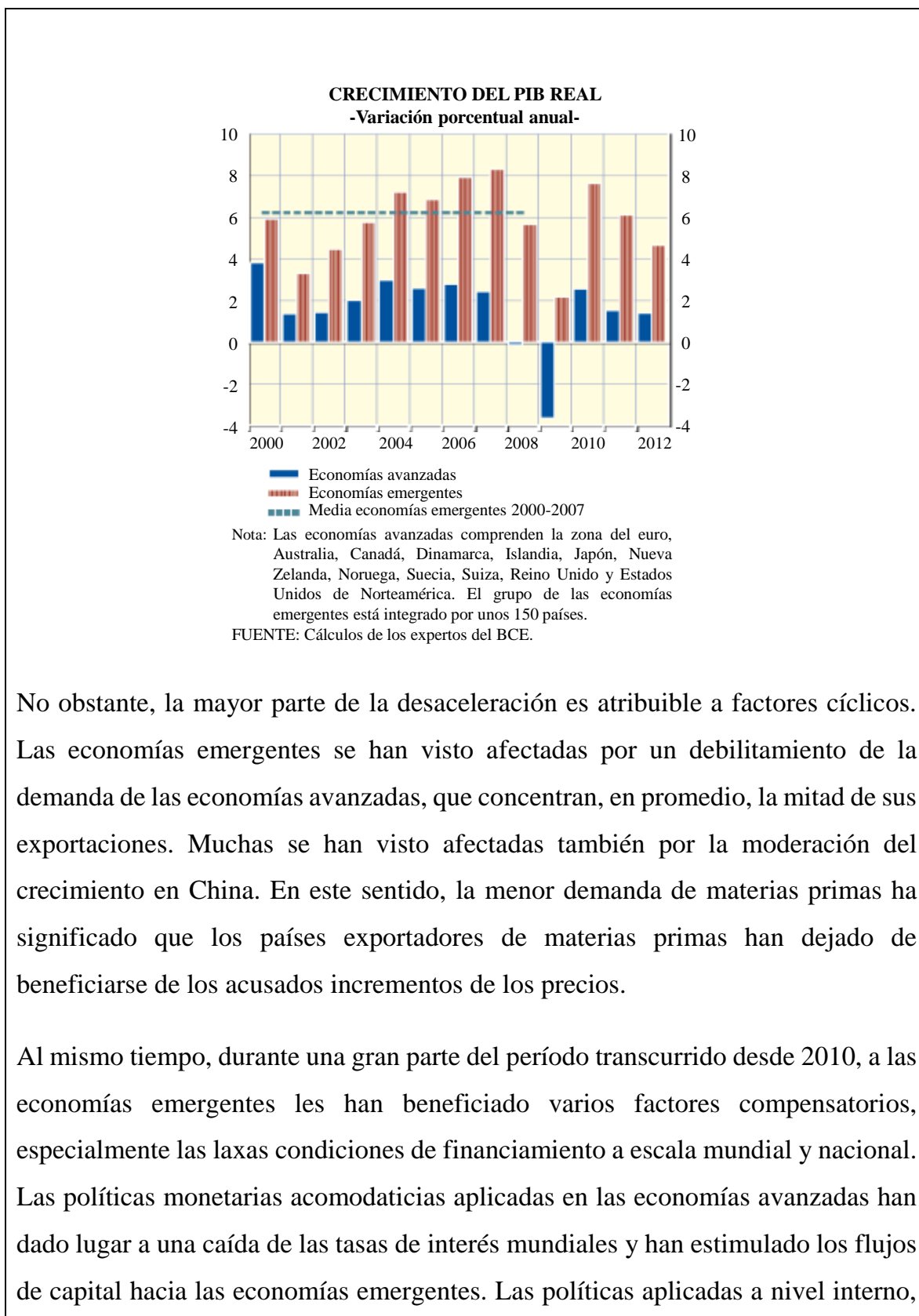
Nota: Variación entre el 1 de enero y el 26 de febrero de 2014. En el caso de Argentina, se considera el diferencial soberano EMBI.

FUENTE: Haver, Bloomberg y cálculos de los expertos del BCE.

### **El papel de los factores estructurales y cíclicos en la desaceleración del crecimiento en las economías emergentes**

El crecimiento agregado del PIB de las economías emergentes ha experimentado una fuerte desaceleración en los últimos años, pasando del 7.6% en 2010 al 4.7% en 2012, cifra muy inferior a las registradas en los años anteriores a la crisis financiera, en los que el crecimiento en estas economías se situó, en promedio, en torno al 6% entre 2000 y 2007. La desaceleración ha afectado a casi todas las economías emergentes y ha sido mayor que la observada en las economías avanzadas.

Un componente de la reciente desaceleración ha sido la moderación del crecimiento potencial. La mayor parte de los analistas prevén ahora un crecimiento moderado en los próximos años: las proyecciones a largo plazo (en un horizonte de cinco años) de *Consensus Economics* se han revisado a la baja para muchas de las economías emergentes más grandes. En China, la desaceleración del crecimiento ha sido particularmente pronunciada desde 2012, dado que las limitaciones de su modelo de crecimiento —caracterizado por una fuerte dependencia de la acumulación de capital y la migración de trabajadores del sector rural a los sectores manufactureros urbanos— son cada vez más evidentes.<sup>1/</sup> En los próximos años, el crecimiento potencial de China seguirá, probablemente, una trayectoria descendente, debido a una reducción de la población en edad de trabajar y a un reequilibrio gradual de la demanda con un mayor peso del gasto de los hogares en detrimento del gasto de capital. En muchas economías emergentes, la inadecuada infraestructura física y el desfavorable clima empresarial, combinados —en algunos países— con una pérdida de impulso de las reformas estructurales, han contribuido también a una caída del potencial de crecimiento.



No obstante, la mayor parte de la desaceleración es atribuible a factores cíclicos. Las economías emergentes se han visto afectadas por un debilitamiento de la demanda de las economías avanzadas, que concentran, en promedio, la mitad de sus exportaciones. Muchas se han visto afectadas también por la moderación del crecimiento en China. En este sentido, la menor demanda de materias primas ha significado que los países exportadores de materias primas han dejado de beneficiarse de los acusados incrementos de los precios.

Al mismo tiempo, durante una gran parte del período transcurrido desde 2010, a las economías emergentes les han beneficiado varios factores compensatorios, especialmente las laxas condiciones de financiamiento a escala mundial y nacional. Las políticas monetarias acomodaticias aplicadas en las economías avanzadas han dado lugar a una caída de las tasas de interés mundiales y han estimulado los flujos de capital hacia las economías emergentes. Las políticas aplicadas a nivel interno,

como las políticas fiscales expansivas, también han tendido a fortalecer el crecimiento en el período inmediatamente posterior a la crisis financiera mundial. Las tasas de interés reales vigentes en muchas economías emergentes durante este período han permitido que las condiciones financieras se hayan relajado y que el crédito haya crecido muy rápidamente en algunos países.

### **Aumento de las fragilidades externas e internas en algunas economías emergentes**

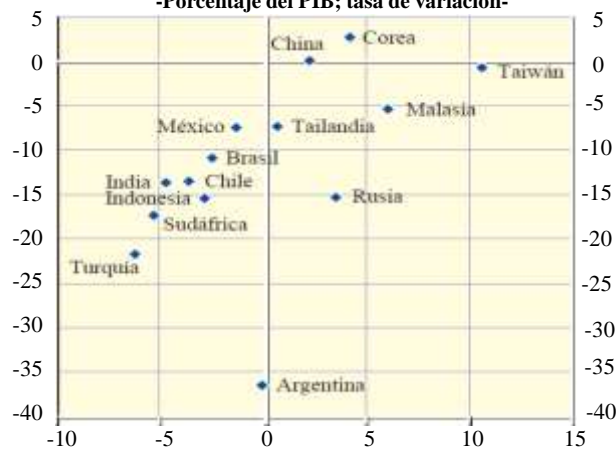
Los factores que contribuyeron a sostener el crecimiento tras la desaceleración global de 2008-2009 también han dado lugar a un aumento de los desequilibrios en algunas economías emergentes, sobre todo, en forma de un deterioro de la balanza por cuenta corriente (Sudáfrica, Indonesia, India y Turquía), persistentes déficit presupuestarios (Argentina e India) y sobredimensionamiento de los sectores financieros tras períodos de crecimiento muy elevado del crédito (Brasil, Indonesia y Turquía).

Desde mayo de 2013, los mercados financieros parecen haber prestado más atención a esas fragilidades. La mayoría de los países que registraban grandes déficit por cuenta corriente se han visto afectados por las tensiones en los mercados financieros. Las monedas de esos países han llegado a depreciarse, en promedio, hasta un 25% en términos efectivos desde mayo de 2013. Otros factores, como la incertidumbre interna y política (por ejemplo, en Argentina y Turquía) también parecen haber contribuido a intensificar la inquietud de los mercados respecto a las perspectivas.



**EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO  
Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE EN ALGUNAS  
ECONOMÍAS EMERGENTES**

-Porcentaje del PIB; tasa de variación-



Eje de abscisas: balanza por cuenta corriente en 2012

Eje de ordenadas: tipo de cambio efectivo:

mayo 2013-marzo 2014

Nota: Los tipos de cambio se calculan utilizando los tipos de cambio efectivos nominales frente a un grupo de 39 socios comerciales.

FUENTE: Haver y cálculos de los expertos del BCE.

### Riesgos y consecuencias

Las repercusiones globales de las tensiones actuales serán, probablemente, limitadas, en la medida en que las turbulencias no se intensifiquen y continúen afectando solo a un número reducido de países. Hasta la fecha, los escasos efectos de contagio observados en las monedas de las economías emergentes sugieren que las ventas que se han producido recientemente en los mercados financieros han tenido su origen, principalmente, en problemas idiosincrásicos de cada país.

Al mismo tiempo, existe el riesgo de que la desaceleración del crecimiento en las economías emergentes observada en los últimos años pudiera ser reflejo de problemas más profundos y estructurales que afectarían a un grupo más amplio de estas economías. Por consiguiente, en el contexto del reciente aumento de las fragilidades en algunas economías emergentes, persiste un riesgo de cola de que los problemas localizados puedan propagarse desencadenando una fuga de capitales

más generalizada de estas economías. En un escenario de esa naturaleza, la desaceleración de alcance más amplio que podría afectar a los mercados emergentes podría suponer un lastre para el crecimiento de la economía mundial.

1/ Véase el recuadro titulado «Factores subyacentes al crecimiento económico de China y a sus perspectivas», Boletín Mensual, BCE, diciembre 2013.

### **Evolución mundial de los precios**

La desaceleración de la inflación mundial observada desde 2011 continuó en 2013, debido, principalmente, a la menor contribución de los precios de las materias primas y a la abundante capacidad productiva sin utilizar. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación anual medida por los precios de consumidor repuntó ligeramente en los últimos meses de 2013 y a principios de 2014, hasta situarse en 1.7% en enero, al comenzar a disiparse los efectos de base negativos de la caída de los precios de la energía. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual se ha mantenido estable en los países de la OCDE, situándose en 1.6% en enero. En la mayoría de las economías emergentes no pertenecientes a la OCDE la inflación disminuyó en enero, mientras que en China no experimentó variación. De cara al futuro, se prevé que, a escala mundial, la inflación seguirá estando contenida, especialmente en las economías avanzadas, en un contexto de relativa estabilidad de los precios de las materias primas, abundante capacidad productiva sin utilizar y expectativas de inflación bien ancladas.

**EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS EN ALGUNAS ECONOMÍAS**  
**- Tasas de variación porcentual anual -**

| País                                    | 2012 | 2013 | 2013 |      |     |     | 2014 |     |
|-----------------------------------------|------|------|------|------|-----|-----|------|-----|
|                                         |      |      | Sep  | Oct  | Nov | Dic | Ene  | Feb |
| OCDE                                    | 2.3  | 1.6  | 1.5  | 1.3  | 1.5 | 1.6 | 1.7  | -   |
| Estados Unidos de Norteamérica          | 2.1  | 1.5  | 1.2  | 1.0  | 1.2 | 1.5 | 1.6  | -   |
| Japón                                   | 0.0  | 0.4  | 1.1  | 1.1  | 1.5 | 1.6 | 1.4  | -   |
| Reino Unido                             | 2.8  | 2.6  | 2.7  | 2.2  | 2.1 | 2.0 | 1.9  | -   |
| Dinamarca                               | 2.4  | 0.5  | 0.2  | 0.3  | 0.3 | 0.4 | 0.8  | -   |
| Suecia                                  | 0.9  | 0.4  | 0.5  | 0.2  | 0.3 | 0.4 | 0.2  | -   |
| Suiza                                   | -0.7 | -0.2 | -0.1 | -0.3 | 0.1 | 0.1 | 0.1  | -   |
| Brasil                                  | 5.4  | 6.2  | 5.9  | 5.8  | 5.8 | 5.9 | 5.6  | -   |
| China                                   | 2.6  | 2.6  | 3.1  | 3.2  | 3.0 | 2.5 | 2.5  | -   |
| India <sup>1/</sup>                     | 7.5  | 6.3  | 7.0  | 7.2  | 7.5 | 6.2 | 5.0  | -   |
| Rusia                                   | 5.1  | 6.8  | 6.1  | 6.2  | 6.5 | 6.5 | 6.0  | 6.2 |
| Turquía                                 | 8.9  | 7.5  | 7.9  | 7.7  | 7.3 | 7.4 | 7.8  | 7.9 |
| Polonia                                 | 3.7  | 0.8  | 0.9  | 0.7  | 0.5 | 0.6 | 0.6  | -   |
| República Checa                         | 3.5  | 1.4  | 1.0  | 0.8  | 1.0 | 1.5 | 0.3  | -   |
| Hungría                                 | 5.7  | 1.7  | 1.6  | 1.1  | 0.4 | 0.6 | 0.8  | -   |
| Inflación subyacente OCDE <sup>2/</sup> | 1.8  | 1.6  | 1.6  | 1.5  | 1.6 | 1.6 | 1.6  | -   |

<sup>1/</sup> Para India, inflación medida por el índice de precios al por mayor.

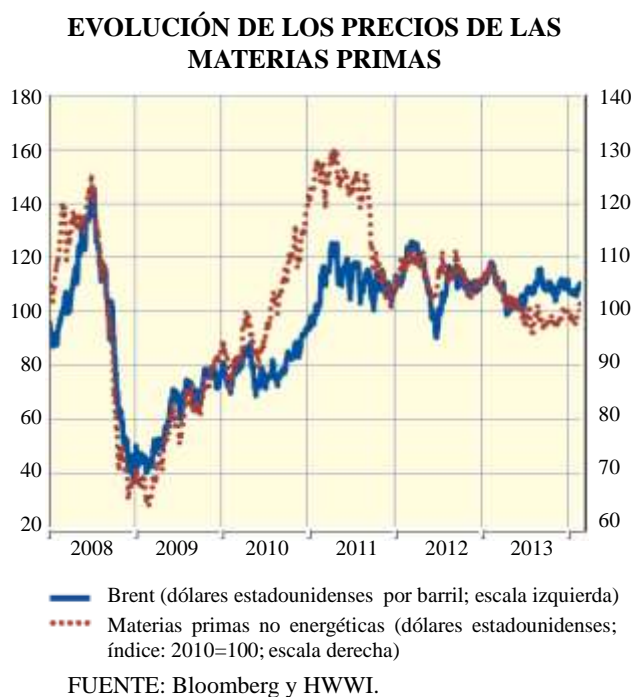
<sup>2/</sup> Excluidos alimentos y energía.

FUENTE: OCDE, datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.

En las perspectivas de inflación a nivel mundial influye notablemente la evolución de los precios de las materias primas, y especialmente, la de los precios de la energía. Los precios del Brent se han mantenido relativamente estables en torno a 105-111 dólares estadounidenses el barril en los dos últimos meses (véase gráfica siguiente). El 5 de marzo de 2014, se situaban en 109 dólares estadounidenses el barril, es decir, un 1% por debajo del nivel de hace un año. Por lo que respecta a las variables fundamentales, la situación de la oferta y de la demanda mundiales sugiere que el mercado de petróleo se encuentra relativamente bien abastecido. Según la Agencia Internacional de la Energía (AIE), se prevé que la demanda mundial de petróleo se reduzca en el primer trimestre de 2014 en comparación con el trimestre anterior. Al mismo tiempo, se espera que la oferta de los países no pertenecientes a la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) continúe aumentando en el primer trimestre del año, debido principalmente al sólido crecimiento de la oferta de petróleo no convencional (“shale oil”) de Estados Unidos de Norteamérica. De cara al futuro, los participantes en los

mercados esperan precios más bajos en el mediano plazo, y los futuros de Brent con entrega en diciembre de 2015 se negocian a 99 dólares estadounidenses el barril.

Los precios de las materias primas no energéticas se han mantenido relativamente estables, en términos agregados, en los últimos meses. Se consolida así la senda de estabilización observada desde mediados de 2013, a pesar de la ligera volatilidad registrada en los meses de verano. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se sitúa actualmente 4% por debajo del nivel registrado hace un año.



## Evolución en Algunas Economías

### Estados Unidos de Norteamérica

En Estados Unidos de Norteamérica, el crecimiento del PIB real siguió siendo robusto en el cuarto trimestre de 2013. La segunda estimación de la Oficina de Análisis

Económico (Bureau of Economic Analysis) indica que el PIB real creció a una tasa anualizada del 2.4% (0.6% en tasa trimestral), frente al 4.1% (1% en tasa trimestral) del trimestre anterior. El crecimiento se vio respaldado por un mayor aumento del gasto en consumo personal, de la inversión no residencial y de las exportaciones en comparación con el trimestre precedente, mientras que la acumulación de existencias siguió contribuyendo al crecimiento por cuarto trimestre consecutivo. Tanto la inversión residencial como el gasto público experimentaron sendos descensos, este último como consecuencia de una reducción del gasto del Gobierno federal y de las administraciones estatales y locales.

Los indicadores más recientes han sido menos favorables de lo previsto, lo que sugiere que el crecimiento económico podría estar experimentando una desaceleración transitoria en el primer trimestre de 2014. Los datos de alta frecuencia disponibles para enero, incluidas las ventas del comercio al por menor, la producción industrial y la actividad en el sector de la vivienda, fueron en general discretos. Las adversas condiciones meteorológicas son, probablemente, el factor responsable de la reciente debilidad, ya que este invierno ha sido uno de los más fríos y con más nevadas que se han registrado, y se espera un repunte del crecimiento una vez que mejoren dichas condiciones. En general, se prevé una aceleración del crecimiento de la actividad económica durante este año, respaldada por un nuevo fortalecimiento de la demanda interna privada, basado en la continuidad de las condiciones financieras acomodaticias y por una mejora de la confianza, así como por una reducción de la presión fiscal. Los riesgos relacionados con la política fiscal se han reducido últimamente, gracias a la ampliación del techo de la deuda de Estados Unidos de Norteamérica hasta marzo de 2015. Por lo que respecta al mercado de trabajo, la tasa de paro volvió a reducirse hasta el 6.6% en enero. No obstante, otros indicadores sugieren un panorama menos favorable en el mercado de trabajo, ya que tanto el desempleo de larga duración como el número de trabajadores a tiempo parcial que preferirían trabajar a tiempo completo siguen

siendo elevados, mientras el ritmo de creación de empleo continuó siendo relativamente débil en enero de 2014.

La inflación anual medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) repuntó 0.1 puntos porcentuales, hasta el 1.6%, en enero de 2014, principalmente como consecuencia de un aumento de la inflación anual de los precios de la energía. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de variación anual del IPC fue del 1.6%, ligeramente inferior al 1.7% registrado en los cuatro meses anteriores. La inflación anual, medida por el deflactor del gasto en consumo personal, se ha venido situando en niveles más bajos, cercanos al 1%, en los últimos meses, debido, en parte, a que la ponderación de los componentes es distinta a la del IPC. De cara al futuro, la recuperación de la actividad económica debería dar lugar, con el tiempo, a una reducción de la debilidad económica, que se prevé que se refleje en un gradual y moderado aumento de la inflación.

En el contexto de una mejora general de las perspectivas económicas, en su reunión de 29 de enero de 2014, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal anunció una reducción del ritmo mensual de compras de activos en otros 10 mil millones de dólares, hasta 65 mil millones de dólares, a partir de febrero. La reducción afecta por igual a las compras de bonos de titulización hipotecaria (de 35 mil millones de dólares a 30 mil millones de dólares) y a las compras de valores de Tesoro a más largo plazo (de 40 mil millones de dólares a 35 mil millones de dólares). El Comité no modificó su estrategia de *forward guidance* en comparación con el comunicado de diciembre, señalando que probablemente resultará apropiado mantener la banda actual fijada como objetivo para la tasa de interés de los fondos federales hasta pasado un tiempo después de que la tasa de desempleo se reduzca por debajo del 6.5%, especialmente si la inflación proyectada continúa registrando tasas inferiores al objetivo a más largo plazo del 2% establecido por el Comité.

## Japón

El crecimiento económico perdió cierto impulso en el segundo semestre de 2013, tras la expansión tan sólida registrada en los primeros meses del año. Según la primera estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno, el PIB real creció 0.3% en el cuarto trimestre de 2013, la misma tasa que en el trimestre anterior. La demanda interna mostró una relativa capacidad de resistencia y contribuyó 0.8 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en el cuarto trimestre. Por el contrario, la demanda exterior neta restó 0.5 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en ese trimestre, como consecuencia del estancamiento de las exportaciones y de un repunte de las importaciones. Pese a que el yen experimentó una fuerte depreciación en 2013, el crecimiento de las exportaciones fue moderado en ese año. En el primer trimestre de 2014 se prevé un aumento transitorio de la actividad económica, con un adelanto del gasto en anticipación del incremento del impuesto sobre el consumo previsto para abril. Los indicadores más recientes de clima económico y los indicadores cuantitativos son coherentes con este repunte esperado de la actividad. El índice PMI del sector manufacturero se situó en 56.5 en enero, prácticamente sin variación con respecto a la cifra de diciembre, y la producción industrial aumentó 4%, en tasa mensual, en enero.

Los datos sobre inflación correspondientes a enero muestran algunas señales de pérdida de impulso. La inflación anual medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) descendió hasta el 1.4% en enero, desde el 1.6% de diciembre, mientras que, si se excluyen los alimentos, las bebidas y la energía, la tasa interanual se mantiene sin variación, en 0.7%, en enero. El reciente repunte de la inflación, que es atribuible, en gran medida, a factores transitorios, probablemente se acentúe aún más por la subida del impuesto sobre el consumo prevista para abril. Aunque las expectativas de inflación han aumentado significativamente durante el pasado año, todavía se sitúan por debajo del objetivo de inflación del 2% establecido por el Banco de Japón; al mismo tiempo, la evidencia de un incremento generalizado de los precios internos ha sido limitada. Así

pues, el resultado de las negociaciones salariales de la primavera de 2014 será crucial para las perspectivas de inflación.

En su reunión sobre política monetaria de 18 de febrero de 2014, el Banco de Japón mantuvo sin variación el objetivo fijado para la base monetaria. Además, se decidió duplicar en volumen y ampliar por un año la facilidad de financiamiento de apoyo al crecimiento y la facilidad de estímulo al crédito bancario, que debían vencer antes de la reunión de enero. La decisión se produce en vista del escaso recurso a estas facilidades desde el momento de su creación.

### **Reino Unido**

El Reino Unido ha registrado un sólido crecimiento en los últimos trimestres. En el cuarto trimestre de 2013, el PIB real creció a una tasa trimestral del 0.7%, impulsado principalmente por la inversión y las exportaciones. Algunos de los principales indicadores procedentes de las encuestas de opinión han experimentado un ligero deterioro en los últimos meses, pero su nivel relativamente alto sugiere que el crecimiento ha seguido siendo sólido a comienzos del primer trimestre de 2014. La confianza de los consumidores también ha mejorado y se observan señales de una recuperación del crecimiento del crédito. Sin embargo, a mediano plazo, es probable que el ritmo de crecimiento se ralentice un poco. La evolución relativamente débil de la renta real de los hogares, debido al bajo aumento de la productividad, y la necesidad de continuar con el ajuste de los balances de los sectores público y privado continuarán limitando la demanda interna durante algún tiempo, mientras que las perspectiva de crecimiento de las exportaciones siguen siendo contenidas.

La inflación interanual medida por el IPC se redujo de nuevo ligeramente en enero de 2014 (0.1 puntos porcentuales en comparación con diciembre), hasta situarse en el 1.9%. De cara al futuro, se prevé que las presiones inflacionistas continuarán siendo moderadas en la medida en que la capacidad productiva sin utilizar en la economía y



los efectos retardados de la reciente apreciación de la libra esterlina seguirán conteniendo la inflación.

En su reunión de 6 de febrero de 2014, el Comité de Política Monetaria del Bank of England decidió mantener la tasa de interés oficial en el 0.5% y el volumen de su programa de compras de activos en 375 mil millones de libras esterlinas. El 12 de febrero, el Comité anunció algunos cambios en su estrategia de “*forward guidance*”, anclándola a una serie de factores relacionados, por ejemplo, con la capacidad productiva sin utilizar de los mercados de trabajo.

### **Otras economías europeas**

En Suecia, la recuperación de la actividad económica cobró impulso hacia finales de 2013, mientras que en Dinamarca experimentó una acusada desaceleración. En el cuarto trimestre de 2013, el PIB real creció 1.7%, en tasa trimestral, en Suecia y se redujo un 0.5%, también en tasa trimestral, en Dinamarca. En ambos países, la demanda interna fue el principal factor determinante de esta dinámica. En Suiza, el crecimiento del PIB real registró un crecimiento del 0.2%, en tasa trimestral, en el cuarto trimestre de 2013, respaldado por un incremento del consumo y la inversión bruta en capital fijo, mientras que la demanda exterior neta fue un lastre para el crecimiento. De cara al futuro, es probable que el crecimiento del PIB real cobre fuerza en Suecia y Suiza y mantenga el ritmo en Dinamarca. Por lo que respecta a la evolución de los precios, las presiones inflacionistas han seguido moderándose y, en los últimos meses, la inflación anual medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) se ha reducido por debajo del 1% en Dinamarca y se ha situado cerca del 0% en Suecia. Esta desaceleración ha tenido su origen en la reducción de la tasa de variación de los precios de la energía y en una mayor atenuación de las presiones de precios internas. Al mismo tiempo, en Suiza, la inflación interanual medida por los precios de consumidor registró de nuevo cifras positivas a finales de 2013 y comienzos de 2014.

En los Estados miembros más grandes de la Unión Europea (UE) de Europa Central y Oriental (PECO), la recuperación de la actividad económica ha continuado, respaldada por la fortaleza de las exportaciones, aunque la demanda interna también ha cobrado impulso. Según datos preliminares, el PIB real, favorecido en cierta medida por factores de carácter transitorio, aumentó con fuerza en la República Checa y en Rumania, al tiempo que también siguió creciendo a un ritmo vigoroso en Hungría y Polonia en el cuarto trimestre de 2013. De cara al futuro, es probable que la actividad económica continúe fortaleciéndose en 2014, con una creciente importancia de la demanda interna, principalmente de la inversión, que posiblemente se verá respaldada por la absorción de fondos disponibles de la UE. Las exportaciones también deberían contribuir al crecimiento. La inflación anual medida por el IAPC ha seguido cayendo sustancialmente en los países más grandes de Europa Central y Oriental en los últimos meses. La inflación se ha moderado como consecuencia de la reducida tasa de variación anual de los precios de los alimentos y de la energía, que ha eliminado los efectos de base de anteriores aumentos (o, más recientemente, los recortes de los impuestos indirectos y de los precios administrados), así como de la contención de las presiones de costos internos. Como resultado de las débiles perspectivas de inflación, la política monetaria ha seguido manteniendo una orientación acomodaticia en los países más grandes de Europa Central y Oriental.

En Turquía, el crecimiento del PIB real, que fue muy robusto en el primer semestre de 2013, se redujo hasta el 0.9%, en tasa trimestral, en el tercer trimestre, como consecuencia de la desaparición de los efectos de un repunte de la inversión pública a comienzos de 2013, de cierta desacumulación de existencias y de una moderación del consumo público y privado, así como del deterioro de las condiciones de financiamiento. En el cuarto trimestre de 2013 y a comienzos de 2014, se prevé que la demanda interna se habrá visto moderada por el endurecimiento de la política monetaria, las medidas regulatorias encaminadas a desincentivar el crédito al por menor, el aumento de la tensión política y la elevada incertidumbre asociada a la

volatilidad del mercado financiero y del tipo de cambio; al mismo tiempo, se prevé que la incipiente recuperación en la UE favorezca las exportaciones. Aunque la economía experimentó una ligera desaceleración en el último trimestre de 2013, la inflación medida por el IPC se mantiene firmemente por encima del objetivo establecido por el banco central como consecuencia de la transmisión de los efectos de la depreciación de la lira y del aumento de las expectativas de inflación.

En Rusia, el PIB real repuntó ligeramente en el tercer trimestre de 2013 con respecto a los bajos niveles de actividad observados en los meses anteriores del año, pero siguió creciendo a un ritmo lento del 0.2% en tasa trimestral, debido a la atonía de la inversión y a que el aumento de las importaciones contrarrestó en gran medida el fuerte incremento del consumo privado. Se espera que la demanda externa, sumada a un ligero repunte de la inversión privada haya estimulado el crecimiento del producto a comienzos de 2014. En el cuarto trimestre de 2013, la inflación osciló ligeramente por encima de la banda fijada como objetivo por el banco central, pero cayó por debajo del límite superior de dicha banda en enero, principalmente como consecuencia de la favorable evolución de los precios de los alimentos.

### **Economías emergentes de Asia**

En China, el crecimiento del PIB real, aunque sigue siendo robusto, (en el cuarto trimestre de 2013 disminuyó hasta el 7.7% en tasa anual), está reduciéndose, ya que el ligero fortalecimiento de la demanda interna no bastó para contrarrestar la menor contribución de la demanda exterior neta. El crecimiento del PIB real para el conjunto de 2013 se situó en 7.7%, sin variación con respecto a 2012. El superávit por cuenta corriente se redujo hasta el 2.1% del PIB.

En conjunto, los indicadores de alta frecuencia de principios de 2014 sugieren una gradual pérdida de impulso del crecimiento, lo que confirma que ha continuado la desaceleración observada en el último trimestre de 2013. Los indicadores PMI muestran

un deterioro en enero y febrero, pero en el sector no manufacturero se ha observado una mejora. Los agregados monetarios y crediticios correspondientes a enero han seguido registrando una desaceleración, dado que las autoridades tratan de reducir gradualmente la dependencia de la economía del crecimiento del crédito. Los datos de enero y febrero han de interpretarse con cautela, debido a la fluctuación en la fecha del Año Nuevo chino, que en 2014 cayó el 31 de enero. Además, por la festividad del Año Nuevo, varios indicadores de actividad, como los de inversión en activos fijos y producción industrial, no se publican en febrero.

Las presiones inflacionistas fueron moderadas en enero; la tasa de variación anual del IPC se ha mantenido estable, mientras que la inflación medida por el Índice de Precios Industriales (IPRI) se redujo ligeramente y siguió siendo negativa. Las tasas de interés del mercado monetario correspondientes a los vencimientos de corto plazo descendieron en febrero, posiblemente como consecuencia del mayor acceso de las entidades de crédito a las facilidades de liquidez del Banco Central de la República Popular China, así como del mayor nivel de liquidez disponible a través de las operaciones de mercado abierto durante el período correspondiente al Año Nuevo Chino. Para evitar episodios de volatilidad de las tasas de interés del mercado monetario como los registrados en 2013, la Comisión de Regulación Bancaria de China reforzó las normas en materia de liquidez a finales de febrero de 2014. A comienzos de marzo el Gobierno de la República Popular China estableció un objetivo de crecimiento del 7.5% para 2014, el mismo que el fijado para el año pasado. Tampoco ha variado el objetivo de inflación, que se mantiene en 3.5%. Los pequeños cambios observados en otros objetivos confirman las intenciones del Gobierno de reequilibrar la economía, aunque de manera gradual.

En 2013, el crecimiento del PIB real en otras grandes economías asiáticas se mantuvo por debajo de las medias de largo plazo. Distintos indicadores sugieren que la atonía del ritmo de crecimiento se mantendrá en la primera mitad de 2014, aunque tanto India

como Indonesia —dos países afectados por la volatilidad de los mercados financieros en 2013— evitaron la peor parte de las turbulencias financieras a principios de 2014, debido posiblemente, en cierta medida, a la mejora de sus desequilibrios externos.

En India, el crecimiento del PIB real sigue siendo escaso. Tras repuntar en el tercer trimestre de 2013, se moderó hasta el 4.6%, en tasa anual, en el cuarto trimestre del año, como consecuencia del menor crecimiento de la inversión y las exportaciones. La inflación, medida por los precios al por mayor siguió siendo elevada en el segundo semestre de 2013, reflejo, en parte, de la intensificación de las presiones inflacionistas por el debilitamiento de la rupia. Aunque la inflación se redujo en enero hasta el 5% por los menores precios de los alimentos, siguió situándose por encima de la banda implícita establecida como objetivo por el banco central (4 -4.5% en el corto plazo). En enero de 2014, el Banco de Reserva de India elevó su tasa de interés oficial, mientras que la rupia se mantuvo relativamente estable, a pesar de la elevada volatilidad de los mercados financieros de algunas economías emergentes. En Indonesia, tras tres trimestres de crecimiento relativamente moderado, la actividad repuntó en el cuarto trimestre de 2013, debido, principalmente, al sólido comportamiento de las exportaciones, lo que también contribuyó a reducir el déficit por cuenta corriente por debajo del 2% del PIB. Pese a las subidas de las tasas de interés en 175 puntos básicos en 2013, la inflación medida por el IPC se mantuvo notablemente por encima de la banda del 3.5 al 5.5% establecida como objetivo, situándose en 7.8% en febrero de 2014. En Corea, tras un crecimiento muy débil en 2012, la actividad se fortaleció gradualmente en 2013. El crecimiento del PIB real aumentó hasta el 3.9%, en tasa anual, en el cuarto trimestre de 2013, como resultado del mayor crecimiento de las exportaciones. La inflación se mantuvo justamente por encima del 1% en febrero de 2014, pero siguió situándose por debajo de la banda del 2-4% establecida como objetivo por el Banco de Corea.

## Oriente Medio y África

En el segundo semestre de 2013, la actividad económica en las economías exportadoras de petróleo siguió siendo robusta. Pese a las perturbaciones de oferta en algunos países, la estabilidad de los precios del crudo, la solidez del gasto público y el aumento de la actividad en el sector privado no petrolero continuaron respaldando el crecimiento. En los países árabes en transición, el crecimiento económico siguió siendo débil, pese a algunas señales de mejora de la estabilidad política. En el África subsahariana, se ha registrado un sólido crecimiento económico sostenido, a pesar de las dificultades derivadas del debilitamiento de los precios de las materias primas distintas del petróleo y de la volatilidad de los tipos de cambio. En Sudáfrica y Nigeria, que son las dos economías más grandes de esta región de África, los indicadores más recientes sugieren una mejora de la actividad económica. De cara al futuro, se espera un ligero repunte de la actividad en Oriente Medio y África a lo largo de este año, como consecuencia de la recuperación gradual de las economías avanzadas y de la demanda interna.

## América Latina

El crecimiento en América Latina sigue siendo lento y, en algunas de las principales economías, la actividad se ve afectada por restricciones de oferta en un contexto de limitado margen de maniobra para las políticas, una demanda externa menos favorable y unas condiciones financieras externas más estrictas. Tras un repunte moderado a comienzos de 2013, el crecimiento económico de la región perdió impulso en el segundo semestre del año, en la medida en que las restricciones de oferta internas afectaron de forma más intensa al crecimiento. Es probable que el crecimiento interanual del PIB real se haya reducido hasta el 2.7% en 2013, desde el 3% registrado en el año anterior. De cara al futuro, se prevé una ligera recuperación, respaldada por una mayor solidez de la demanda externa, aunque los obstáculos estructurales seguirán

siendo un lastre para el crecimiento en los principales países en el contexto de un entorno financiero internacional más exigente.

En Brasil, el crecimiento trimestral del PIB registró cifras positivas en el último trimestre de 2013: 0.7% frente al -0.5% de los tres meses anteriores. Los principales factores determinantes de la recuperación fueron la demanda exterior neta y, en menor medida, la inversión, mientras que el consumo privado experimentó una desaceleración. Pese a la atonía de la actividad, la persistencia de las presiones inflacionistas obligó al banco central a continuar el ciclo de endurecimiento de la política monetaria iniciado en abril de 2013, elevando la tasa oficial en otros 25 puntos básicos en febrero de 2014 hasta el 10.75%. En México, el crecimiento del PIB real se redujo en el cuarto trimestre de 2013 hasta el 0.2% en tasa trimestral, desde el 0.9% registrado en el trimestre anterior. Por el lado de la oferta, el menor crecimiento reflejó un deterioro tanto en el sector industrial como en el sector servicios, que solo se compensó en parte con unos resultados algo más favorables en el sector agrícola. En Argentina, los crecientes desequilibrios internos arrastraron el crecimiento del PIB a una contracción en la segunda mitad de 2013, tras el sólido crecimiento registrado en el primer semestre del año.

### **Tipos de cambio**

Desde comienzos de diciembre de 2013 hasta el 5 de marzo de 2014, el euro se apreció en general frente a las monedas de la mayoría de los principales socios comerciales de la zona del euro. Durante ese período, los movimientos de los tipos de cambio guardaron relación, en gran medida, con la evolución de las expectativas respecto a la futura trayectoria de la política monetaria y con los ajustes de las expectativas de los mercados en cuanto a las perspectivas económicas de la zona del euro en relación con otras grandes economías. El 5 de marzo de 2014, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes

de la zona del euro se situaba un 0.9% por encima del nivel registrado a comienzos de diciembre y un 3.7% por encima del observado un año antes.

En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se ha apreciado frente al dólar estadounidense 1.4% y frente al yen japonés 1.1%, pero se ha depreciado frente a la libra esterlina 0.5%. La creciente volatilidad de las monedas de las economías emergentes durante este período ha afectado notablemente al peso argentino y, en menor medida, a la lira turca, al rublo ruso y al rand sudafricano, que se debilitaron considerablemente frente al euro.

**EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO DEL EURO**  
**-Datos diarios; unidades de moneda por euro; tasas de variación-**

|                      | Ponderación en el tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) | Variación del tipo de cambio efectivo del euro a 5 de marzo de 2014 con respecto al |                    |
|----------------------|-------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|
|                      |                                                             | 2 de diciembre de 2013                                                              | 5 de marzo de 2013 |
| TCE-20               |                                                             | 0.9                                                                                 | 3.7                |
| Renminbi chino       | 18.7                                                        | 2.0                                                                                 | 3.8                |
| Dólar estadounidense | 16.8                                                        | 1.4                                                                                 | 5.4                |
| Libra esterlina      | 14.8                                                        | -0.5                                                                                | -4.4               |
| Yen japonés          | 7.2                                                         | 1.1                                                                                 | 15.9               |
| Franco suizo         | 6.4                                                         | -1.1                                                                                | -0.7               |
| Zloty polaco         | 6.2                                                         | -0.3                                                                                | 1.2                |
| Corona checa         | 5.0                                                         | -0.2                                                                                | 6.7                |
| Corona sueca         | 4.7                                                         | -0.4                                                                                | 6.2                |
| Won coreano          | 3.9                                                         | 2.7                                                                                 | 3.7                |
| Forint húngaro       | 3.2                                                         | 2.4                                                                                 | 3.6                |
| Corona danesa        | 2.6                                                         | 0.0                                                                                 | 0.1                |
| Leu rumano           | 2.0                                                         | 1.7                                                                                 | 3.4                |
| Kuna croata          | 0.6                                                         | 0.3                                                                                 | 0.8                |

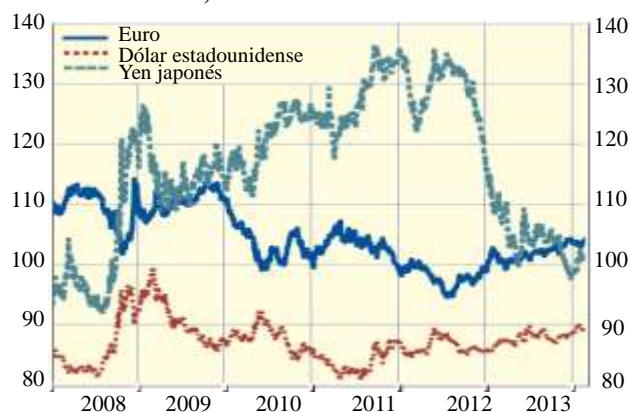
Nota: El tipo de cambio efectivo nominal se calcula frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

FUENTE: BCE.

Las monedas de las economías emergentes de Asia y las de los países exportadores de materias primas también se depreciaron frente al euro, pero mostraron, en general, una mayor capacidad de resistencia.



**TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS NOMINALES DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS**  
**-Datos diarios; índice: Primer trimestre 1999=100-**



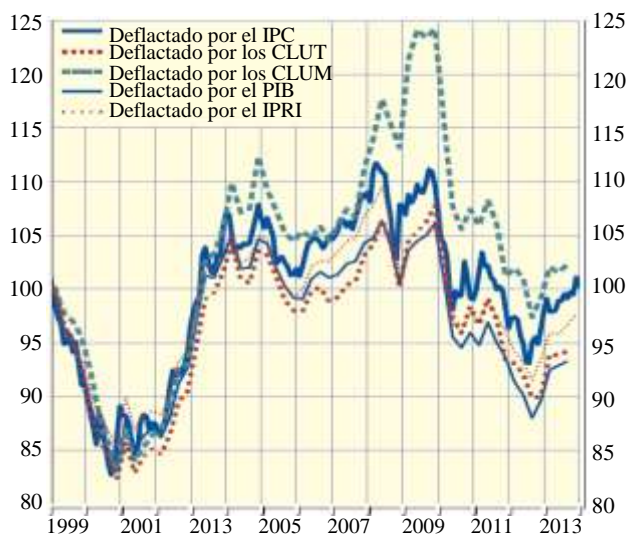
Nota: El tipo de cambio efectivo nominal del euro se calcula frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Los tipos de cambio efectivos nominales del dólar estadounidense y del yen japonés se calculan frente a las monedas de 39 de los socios comerciales más importantes de Estados Unidos de Norteamérica y Japón.

FUENTE: BCE.

En lo que respecta a las monedas de otros estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, la moneda única se apreció frente al forint húngaro 2.4%, el leu rumano 1.7% y la kuna croata 0.3%. En cambio, se depreció ligeramente frente a la corona checa 0.2%, el zloty polaco 0.3% y la corona sueca 0.4%. La litas lituana y la corona danesa, que participan en el MTC II, se mantuvieron en general estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en niveles próximos a dichas paridades.

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costos de la zona del euro, en febrero de 2014, el tipo de cambio efectivo real del euro basado en los precios de consumo se situaba 1.4% por encima del nivel registrado un año antes. Esta evolución refleja, en gran medida, la apreciación nominal del euro desde entonces, que solo se contrarrestó parcialmente con una menor tasa de inflación de los precios de consumo en la zona del euro en comparación con sus principales socios comerciales.

**TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES DEL EURO**  
**-Datos mensuales/trimestrales; índice: Primer trimestre 1999=100-**



Nota: Los tipos de cambio efectivos reales del euro se calculan frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

FUENTE: BCE.

**Fuente de información:**

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/14/Fich/bm1403-2.pdf>

## Una reestructuración preventiva de la deuda pública en Europa (Elcano)

El 19 de marzo de 2014, el Real Instituto Elcano publicó el artículo “Una reestructuración preventiva de la deuda pública en Europa”, elaborado por Federico Steinberg<sup>7</sup>. A continuación se presenta el contenido.

Grecia tuvo que reestructurar su deuda en 2011 porque no era capaz de pagarla. Desde entonces, los países de la zona euro han insistido en que se trataba de un caso especial y que no habría nuevas reestructuraciones. De hecho, el rescate a Chipre de mayo de 2013 impuso pérdidas a los acreedores de los bancos y a los depositantes con más de

<sup>7</sup> Federico Steinberg es investigador principal de Economía Internacional del Real Instituto Elcano y profesor de Análisis Económico de la Universidad Autónoma de Madrid.

100 mil euros precisamente para que el préstamo al país fuera menor y su deuda pudiera ser considerada como sostenible.

Sin embargo, las relaciones de deuda pública sobre el Producto Interno Bruto (PIB) de la mayoría de los países de la zona euro continúan creciendo. Las políticas de austeridad, por el momento, están resultando nocivas para el crecimiento (lo que reduce el denominador) mientras el numerador crece porque aumentan los gastos asociados al servicios de la deuda, las prestaciones por desempleo o los rescates bancarios, entre otros.

Así, a finales de 2013, la deuda de Grecia se situaba en el 176% del PIB, la de Italia en 133%, la de Portugal en 127%, la de Irlanda en 124%, la de Bélgica en 100%, la de España en 95% y las de Francia y Alemania en 93 y 80%, respectivamente.

Aunque desde que el presidente del Banco Central Europeo afirmara que haría lo que fuera necesario para salvar el euro las primas de riesgo se han relajado, los niveles de deuda pública en Europa están aún muy lejos de haberse estabilizado. Y cuanto mayor sea el nivel de deuda, más difícil será generar un crecimiento sostenido y mayor será la vulnerabilidad de las maltrechas economías del sur de Europa a las turbulencias financieras internacionales, por no hablar de los retos que estos altos niveles de endeudamiento suponen para hacer sostenibles los sistemas públicos de pensiones.

Ante esta situación, los economistas Charles Wyplosz y Pierre Paris han lanzado una atrevida propuesta: reestructurar ya toda la deuda pública de la zona euro para colocarla en niveles mucho más sostenibles. En un informe titulado PADRE: *Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone*<sup>8</sup> plantean que los actuales niveles de deuda tarde o temprano pondrán otra vez en duda la sostenibilidad del euro. Y aún si no lo hicieran, condenarán a Europa a muchos años de crecimiento anémico, ya que la

---

<sup>8</sup> Se encuentra en: [http://www.wyplosz.eu/ICMB/Home\\_files/Geneva%20Special%20Report%203.pdf](http://www.wyplosz.eu/ICMB/Home_files/Geneva%20Special%20Report%203.pdf)

nueva gobernanza fiscal europea obligará a continuar con las políticas de ajuste hasta alcanzar niveles de deuda pública sobre el PIB por debajo del 60%. Por ello, sostienen, es necesario atajar el problema de raíz.

Proponen una reestructuración preventiva a gran escala de forma coordinada, que dejaría los niveles de deuda de todos los países del euro en la mitad, pero que no supondría quita alguna para los acreedores privados, ni tampoco transferencias entre países (eliminando así el problema del riesgo moral y las reticencias de los países del norte), ya que todas las pérdidas serían absorbidas por el Banco Central Europeo (BCE). De hecho, plantean que, más que considerarlo un impago, se trataría de demorar hasta el infinito el pago de una parte de la deuda de forma que quedara “aparcada” en el balance del banco central, que la iría afrontando con los ingresos que obtiene por señoreaje.

Se trata sin duda de una propuesta que no gustará en casi ninguno de los Tesoros de los países europeos porque supone un planteamiento muy heterodoxo que rompe con el principio de que las deudas soberanas de los países avanzados son sagradas, y que además es frontalmente rechazado por los grandes bancos europeos, que acumulan en sus balances la mayoría de la deuda pública de los estados, y temen sufrir pérdidas en caso de quitas. Sin embargo, el plan está diseñado para proteger los balances bancarios y, además, incorpora un mecanismo por el cual los países que vuelvan a superar un cierto umbral de deuda serían penalizados con la venta de sus títulos por parte del BCE, lo que debería servir para evitar la tentación de volver a endeudarse. El BCE, que según sus estatutos es totalmente independiente de los gobiernos, podría negarse a participar en la operación. Pero si esto sucediera, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) podría reemplazarlo.

En definitiva, el plan está pensado para ser políticamente viable, y en eso reside su principal mérito. Sin embargo, choca frontalmente con una ortodoxia económica muy

enraizada en Europa (sobre todo en los países del norte), que tal vez esté llevando a las economías europeas a una década perdida, peor incluso que la que experimentó Japón en los años noventa debido al menor dinamismo exportador de Europa, a su mayor tasa de desempleo y a la avanzada dinámica del envejecimiento de la población que experimentan la mayoría de sus países.

No es probable que la propuesta salga adelante, pero convendría explorarla para evitar que dentro de unos años el problema pueda ser incluso más difícil de tratar.

**Fuente de información:**

[http://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/web/rielcano\\_es/contenido?WCM\\_GLOBAL\\_CONTEXT=/elcano/elcano\\_es/zonas\\_es/steinberg-reestructuracion-preventiva-deuda-publica-europa#.UynCMXmYb6U](http://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/web/rielcano_es/contenido?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/elcano/elcano_es/zonas_es/steinberg-reestructuracion-preventiva-deuda-publica-europa#.UynCMXmYb6U)

### **¿Por qué 2015 podría ser caótico para los emergentes? (Forbes México)**

El 13 de marzo de 2014, la edición online de la revista de negocios Forbes México informó que durante la crisis financiera internacional, los países emergentes parecían tener la receta de qué hacer para salir a flote, las economías en vías de desarrollo se habían dado a la tarea de poner sus finanzas en orden y aprovechar las oportunidades de crecimiento; sin embargo, pocas cosas han salido como se proyectaban.

### **¿Por qué 2015 será definitorio?**

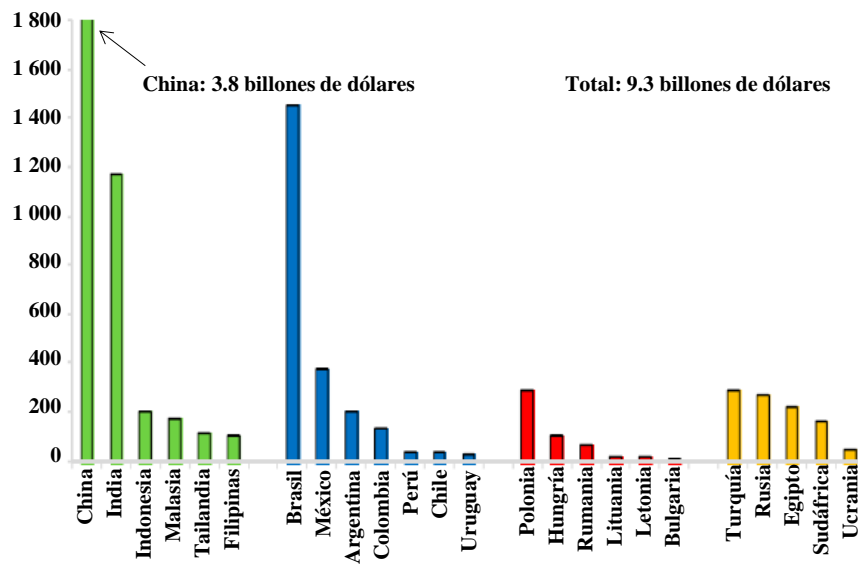
China, el principal motor de tracción sufre leves desaceleraciones que lucen con violentos enfrenones para quienes habían sido sus proveedores, por otro lado la Reserva Federal prevé terminar la inyección de liquidez en 2014 y endurecer las tasas de referencia en 2015, un movimiento que podría desequilibrar los escenarios.

La última encuesta de economistas de la Reserva Federal arrojó que 2015 es el año en que la institución aumentará la tasa de referencia que se encuentra en un rango mínimo histórico de entre 0 y 0.25%, esto implicará un movimiento en la liquidez que ahora

circula alrededor del mundo y que había buscado refugio en las economías emergentes, lo que se ha dado en llamar una fuga de capitales, que se traduce en volatilidad en los mercados y desajustes en las economías. “Una vez que esto ocurra, los bancos centrales en las economías en desarrollo deberán actuar de manera reaccionaria y aumentar su tasa de referencia, como consecuencia, las economías se enfrentarán a tres escenarios: un *sell off* de la deuda gubernamental (o fuga de capitales), condiciones más caras para salir a colocar nueva deuda y el fortalecimiento del dólar, pues muchas economías dejaron que sus monedas se apreciaran y ahora están teniendo un ajuste abrupto”, explica el jefe de Análisis Económico para Latinoamérica en Forex & Currency Research Center y Alpari.

En opinión del analista habrá algunas economías con mayor impacto que otras pues países como Turquía, Indonesia, Sudáfrica, Brasil o India tienen déficit más fuertes en cuenta corriente, lo que implica una mayor debilidad ante una fuga de capitales.

### ¿QUIÉN DEBE MÁS?



FUENTE: FMI, Universo de deuda gubernamental a 2012.

### **¿Qué tan posible es una nueva fuga?**

“Las políticas que se han puesto en marcha tras la crisis financiera han sido poco convencionales y han generado volatilidad, una vez que haya un endurecimiento de las tasas algunos mercados serán más impactados que otros, es muy posible ver fugas de capitales, es necesario pensar que la Reserva Federal es el Banco Central de Estados Unidos de Norteamérica, pero también es de cierto modo el banco central del mundo”, explica el jefe de inversiones de New York Life.

Él considera que la economía estadounidense avanza a paso lento, sin embargo, es muy probable que se den las condiciones necesarias para que la Reserva Federal eleve las tasas, pues para ello se necesitará que la tasa de desempleo se ubique por debajo de 6.5% y que la inflación llegue al rango de 2 por ciento.

“No hay motivo para que las condiciones no se den, el endurecimiento de las tasas será necesario porque el estímulo no podrá permanecer por siempre”, señala.

### **¿Por qué China será importante?**

China se convirtió en un mercado prioritario para los metales y las materias primas a nivel global. Con Estados Unidos de Norteamérica y Europa en crisis, los mercados emergentes vieron una oportunidad de tracción en la economía china que se expandía a tasas aceleradas ante el aumento en la infraestructura y consumo.

Sin embargo, el crecimiento acelerado empezó a moderarse. China entró en un proceso de reformas que busca enfocar sus esfuerzos al mercado interno. Así, el comercio internacional de China se contrajo y los emergentes se vieron impactados a tal grado que commodities como el cobre han alcanzado sus cotizaciones más bajas en 44 meses.

“La recuperación gradual en economías avanzadas es alentadora, pese a factores temporales que han presionado las tasas de crecimiento en los primeros meses de este año, mientras que la desaceleración en las economías emergentes probablemente lastre al crecimiento global”, señaló el economista jefe interino de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

### **¿Qué deberán hacer los emergentes?**

Hay una mala combinación que se deberá atacar: alto déficit, bajas reservas y sistemas financieros débiles. Un estudio del Fondo Monetario Internacional (FMI) señala que los emergentes deben ampliar los vencimientos de la deuda pública, desarrollar una base de inversionistas locales y mantener reservas líquidas, una misión que no será fácil para todos.

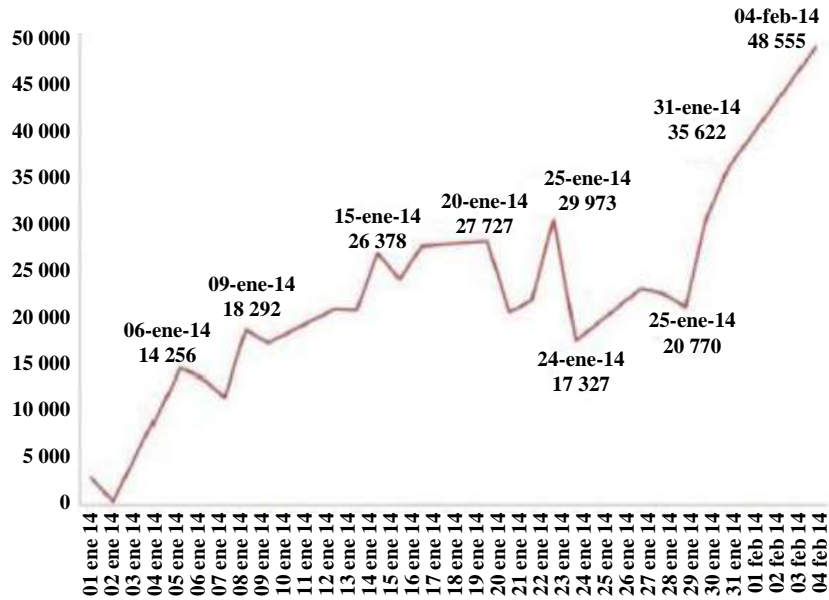
“Los países que han contado con estos factores compensatorios, como México y Polonia, soportaron una menor presión sobre los rendimientos de los bonos durante el período de mediados de 2013, pese a que la proporción de su deuda pública en manos de inversionistas extranjeros era mayor”.

El FMI considera que los mercados emergentes tienen que hacer un seguimiento cuidadoso de quiénes son los propietarios de su deuda y por cuánto tiempo.

“En el caso de México, es de señalar que la tenencia de deuda en manos de extranjeros ha ido en aumento, esto no implica un riesgo necesariamente, pero el gobierno deberá diversificar la moneda de emisión de las divisas y los plazos de vencimiento”, añade el Jefe de Análisis Económico para Latinoamérica en Forex & Currency Research Center y Alpari.



**FLUJOS ACUMULADOS DE TENENCIA DE BONOS M  
DE EXTRANJEROS (2014)  
-Millones de pesos-**



FUENTE: Banco de México.

**México, ahora o nunca**

La reversión de capitales que se dio en 2013 no impactó a México de manera considerable, los analistas y el FMI coinciden en que el país “hizo la tarea”, aprobó reformas que resultaban cruciales y se ha preocupado por mantener el equilibrio macroeconómico, pero, ¿el país está fuera de peligro?

“México se ha encargado de tejer una red de confianza en los mercados, se ha puesto mucha atención a la reforma energética, pero el sector energético no tiene un impacto de derrama económica intersectorial, es decir, las inversiones que lleguen en energía no se verán reflejadas en el corto plazo en la economía real, ahora lo que toca hacer es generar confianza en los inversionistas locales, los que pueden generar empleos y dar dinamismo al sistema económico”, señala el Jefe de Análisis Económico para Latinoamérica en Forex & Currency Research Center y Alpari.

El analista advierte que para México será fundamental demostrar que los cambios que se han realizado realmente generarán tasas de crecimiento más aceleradas, que el gasto en infraestructura se agilice para que mejoren las perspectivas en la industria de la construcción, pues en este período de reajuste cualquier mala noticia implicará una merma en la confianza que se ha ganado en los mercados.

**Fuente de información:**

<http://www.forbes.com.mx/sites/por-que-2015-podria-ser-caotico-para-los-emergentes/>

### **Una sombra se cierne sobre China (Project Syndicate)**

El 6 de marzo de 2014, la organización Project Syndicate publicó el artículo “Una sombra se cierne sobre China”, elaborado por Yao Yang<sup>9</sup>. A continuación se presenta el contenido.

La decisión de la Reserva Federal de Estados Unidos de Norteamérica de abandonar su política de “flexibilización cuantitativa” (la masiva compra mensual de activos a largo plazo) suscitó temores de un aterrizaje económico de emergencia en China. Pero los fundamentos económicos del país están sólidos y dan al gobierno espacio de maniobra para evitar que eso suceda, siempre que consiga controlar a la banca informal china.

De mantenerse el rumbo actual, se prevé que el crecimiento del consumo y la inversión en China seguirán más o menos en los niveles del año pasado. Al mismo tiempo, la recuperación de las economías avanzadas, especialmente Estados Unidos de Norteamérica y Europa, fortalece la demanda externa, lo que lleva a los analistas a proyectar que este año las exportaciones chinas crecerán más del 10%, esto es, 3 ó 4

---

<sup>9</sup> Yao Yang es decano de la Escuela Nacional de Desarrollo y Director del Centro Chino de Investigación Económica de la Universidad de Pekín.

puntos porcentuales más que en 2013. De ser así, en 2014, el Producto Interno Bruto (PIB) crecería entre 7.5 y 8%, una muy buena cifra.

El problema es que los últimos años, el sector financiero chino acumuló un exceso de riesgo; a fines del año pasado, el agregado monetario amplio (M2) ascendía a 110.7 billones de yuanes (18 billones de dólares), casi el doble que el PIB del país. Con la intención de limitar el crecimiento del indicador M2 (que puede ser señal de un exceso de apalancamiento de la economía), el banco central endureció las condiciones para el otorgamiento de préstamos de la banca comercial, de modo que ante cualquier aumento del M2 se reduce la disponibilidad de crédito.

Pero la medida no logró el objetivo deseado; por el contrario, el año pasado el M2 creció más que en 2012. Peor aún, se generaron nuevos riesgos para la economía china, ya que restringir el papel de intermediación financiera de los bancos comerciales alienta el crecimiento del sector bancario informal, la “banca en la sombra” que opera fuera del alcance de las regulaciones. Es evidente que se necesita otra solución, basada en una comprensión más profunda de los peligros inherentes al sistema bancario chino.

Si bien es cierto que el aumento del indicador M2 puede reflejar un exceso de apalancamiento, no es un criterio particularmente exacto en el caso de China, donde para los bancos comerciales es fácil quitar del balance los préstamos convirtiéndolos en productos de gestión patrimonial para eludir la imposición de requisitos de reserva y controles cuantitativos más estrictos; práctica que impulsa una expansión artificial del crédito que se confunde con crecimiento del M2. En este sentido, lo que realmente está estimulando la expansión de la banca informal es la renuencia de las autoridades monetarias chinas a abrir el sector financiero formal al capital privado local o liberalizar la tasa de interés sobre los depósitos.

Como las pequeñas y medianas empresas chinas (que son, con diferencia, el principal motor de crecimiento de la economía) no consiguen financiamiento suficiente en el

sector financiero formal, se han visto obligadas a acudir a canales informales. Esto llevó a que la banca en la sombra se convirtiera en la primera fuente de financiamiento de las pymes (que suelen ser deudores de mayor riesgo), lo que generó un crecimiento exponencial del riesgo financiero en China.

Para colmo de males, los repetidos intentos del banco central de controlar la oferta monetaria han elevado el costo del capital. El pasado junio, la tasa de préstamos interbancarios anualizada superó el 10%, y en diciembre llegó casi al mismo nivel. Como en última instancia estos costos se trasladan a las pymes, su capacidad de contribuir al crecimiento económico general se ve menoscabada.

Tomemos el caso del gigante de Internet Alibaba, que el año pasado comenzó a financiarse a través de Zhifubao (el equivalente chino de PayPal). En pocos meses recibió 400 mil millones de yuanes de 85 millones de pequeños inversionistas. Tencent, la empresa de Internet más grande de China, adoptó la misma estrategia para competir con Alibaba; y para atraer a la mayor cantidad posible de inversionistas, las dos ofrecen altos rendimientos (a menudo, del 6 ó 7% anual).

El problema es que la mayor parte de esta inversión está en el mercado interbancario, con lo que en definitiva las Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes) enfrentan tasas superiores al 10%, sin incluir el 3% adicional de las garantías de los préstamos a pymes. Esto supone un costo financiero insostenible que se transmite a la economía real en forma de grandes riesgos.

Donde se ve con mayor claridad esto es en el sector inmobiliario. Las empresas constructoras, ávidas de liquidez e imposibilitadas de obtener financiamiento en el sector bancario formal, han tomado préstamos por cifras enormes con tasas de interés elevadísimas. Pero en muchos casos la demanda de vivienda creció menos de lo esperado, lo que aumenta el riesgo de que se produzcan impagos, en cuyo caso los efectos se trasladarían a todo el sector financiero.

La realidad es que China nunca estuvo tan cerca de una crisis financiera importante como hoy. Y sin embargo, las autoridades monetarias chinas no parecen comprender la magnitud de los riesgos ni las causas que los originan.

Es cierto que tal vez es necesario desapalancar la economía china; pero en vez de lanzarse ciegamente a restringir la oferta de crédito, el gobierno debería encarar una reforma profunda del sector financiero, que incluya la liberalización de la tasa sobre los depósitos, la eliminación de controles cuantitativos y, lo más importante, permiso para la creación de instituciones financieras privadas locales.

Es una tarea esencial para la solidez económica y financiera de China en el largo plazo. Pero para llevarla a cabo, es necesario un gran cambio de mentalidad en las autoridades monetarias chinas. Ese es el verdadero desafío al que se enfrenta China en la actualidad.

**Fuente de información:**

<http://www.project-syndicate.org/commentary/yao-yang-warns-that-the-growth-of-unregulated-banking-could-lead-to-a-major-financial-crisis-in-china/spanish>