
IV. POSTCRISIS FINANCIERA MUNDIAL

Inclusión Económica e Integridad Financiera (FMI)

El 27 de mayo de 2014, el Fondo Monetario Internacional (FMI) presentó el texto de la Directora Gerente del FMI, preparado para la Conferencia para un Capitalismo Inclusivo titulado “Inclusión Económica e Integridad Financiera”. A continuación se presenta la información.

“Buenos días. Es un gran privilegio encontrarme aquí ante tan ilustres invitados para analizar este tema tan importante.

Desearía expresar mi agradecimiento a la Directora Ejecutiva de E.L. Rothschild y a la Iniciativa para un Capitalismo Inclusivo por organizar este evento. También quisiera destacar la presencia aquí de los grandes líderes de la sociedad civil: Su Alteza Real el Príncipe de Gales, el Presidente Clinton y la Alcaldesa de la City.

Nos hemos reunido hoy aquí para hablar del “capitalismo inclusivo”, un tema que seguramente sugirió la Directora Ejecutiva de E.L. Rothschild. Pero, ¿qué significa? Al plantearme cómo responder a esta pregunta, he recurrido a la etimología y a la historia.

El término capitalismo proviene de la palabra caput en latín, cabezas de ganado, y se refiere a las posesiones. La palabra capital se utiliza en el siglo XII y se refiere al uso de fondos. El término “capitalismo” es utilizado por primera vez en 1854 por un inglés, el novelista William Thackeray, para referirse simplemente a la propiedad privada del dinero.

La consagración del capitalismo se produce durante el siglo XIX. Con la revolución industrial aparece Carlos Marx, quien centró su atención en la apropiación de los medios

de producción y predijo que el capitalismo, con sus excesos, llevaba las semillas de su propia destrucción; la acumulación del capital en manos de unos pocos, concentrados primordialmente en la acumulación de beneficios, llevaría a grandes conflictos y crisis cíclicas.

Por lo tanto, ¿es el “capitalismo inclusivo” un concepto contradictorio? o ¿es la respuesta, ante esa funesta predicción de Marx, que llevará a que el capitalismo sobreviva y se regenere, para convertirse verdaderamente en el motor de una prosperidad compartida?

En este caso, ¿cuáles serían los atributos del capitalismo inclusivo? Confianza, oportunidad, beneficios para todos dentro de una economía de mercado, que permita que todos y cada uno desarrollen plenamente sus talentos. Esa es la idea.

Más recientemente, sin embargo, el capitalismo se ha caracterizado por “el exceso”, en la toma de riesgos, el apalancamiento, la opacidad, la complejidad y las remuneraciones. Provocó una destrucción masiva del valor. También se ha asociado a los altos niveles de desempleo, y todo esto ha ocurrido después de la Gran Recesión.

Una de las principales víctimas fue la confianza en los líderes, en las instituciones y el propio sistema de mercado. Según la última encuesta realizada por *Edelman Trust Barometer*, por ejemplo, menos de una quinta parte de las personas encuestadas consideran que los gobiernos o dirigentes empresariales dirían la verdad sobre una cuestión importante.

Esto es una señal de alerta. La confianza es la esencia de la economía empresarial moderna. Sin embargo, en un mundo que está más interconectado que nunca, la confianza es más difícil de ganar y más fácil de perder. Como dicen los belgas: “la confianza se va a caballo y vuelve andando”.

Por lo tanto, la pregunta fundamental es la siguiente: ¿Cómo podemos recuperar y mantener la confianza? Ante todo, asegurándonos de que el crecimiento sea más inclusivo y que las reglas del juego sean las mismas para todos, favoreciendo a la mayoría, y no solo a unos pocos; premiando una participación amplia frente al clientelismo limitado.

Cuando logremos un capitalismo más inclusivo, lograremos un capitalismo más eficaz, y posiblemente más sostenible. Pero aun cuando el capitalismo inclusivo no es un concepto contradictorio, tampoco es intuitivo, y es más una búsqueda constante que una meta final.

Me referiré ahora a dos dimensiones importantes de esta búsqueda: más inclusión en el crecimiento económico y más integridad del sistema financiero.

Inclusión en el crecimiento económico

Comenzaré por la inclusión económica. Uno de los temas económicos más importantes de nuestro tiempo es el aumento de la desigualdad del ingreso, y la oscura sombra que esto arroja sobre la economía mundial.

Los datos son conocidos. Desde 1980, el 1% más rico de la población aumentó su participación en el ingreso en 24 de los 26 países sobre los que disponemos de datos.

En Estados Unidos de Norteamérica, la participación en el ingreso del 1% más rico se ha duplicado con creces desde los años ochenta, volviendo al nivel en el que se encontraba antes del comienzo de la Gran Depresión. También en el Reino Unido, Francia y Alemania, la proporción del capital privado en el ingreso nacional vuelve a estar en niveles registrados por última vez hace casi un siglo.

Las 85 personas más ricas en el mundo, que cabrían cómodamente en un autobús de dos pisos, controlan la misma cantidad de bienes que la mitad más pobre de la población mundial, es decir, 3 mil 500 millones de personas.

Con datos como éstos, no es de extrañar que el aumento de la desigualdad sea uno de los temas principales de la agenda; no solo entre los grupos que normalmente se centran en la justicia social, sino también cada vez más entre los políticos, las autoridades de bancos centrales y los dirigentes empresariales.

Muchos argumentarán, sin embargo, que deberíamos centrarnos, en definitiva, en la igualdad de oportunidades, y no en la igualdad de resultados. El problema está en que las oportunidades no son iguales para todos. El dinero siempre comprará, por ejemplo, una educación y una salud de mejor calidad. Pero debido a los actuales niveles de desigualdad, demasiadas personas en demasiados países solo tienen el acceso más básico a estos servicios, si es que lo tienen. La evidencia también muestra que la movilidad social se ve más limitada en sociedades menos iguales.

Esencialmente, cuando la desigualdad es excesiva, el capitalismo es menos inclusivo. Impide a las personas participar y desarrollar plenamente su potencial.

La disparidad también causa división. En sociedades más excesivamente desiguales es más probable que se erosionen los principios de solidaridad y reciprocidad que unen a las sociedades. La historia nos enseña que la democracia comienza a debilitarse en los extremos cuando las batallas políticas separan a los que tienen de los que no tienen.

Una mayor concentración de la riqueza —sin ningún tipo de control— podría incluso socavar los principios de la meritocracia y la democracia. Esto podría minar el principio de la igualdad de derechos proclamado en la Declaración Universal de los Derechos Humanos de 1948.

Hace poco el Papa Francisco planteó esta cuestión con mucha claridad cuando se refirió a la creciente desigualdad como “el origen de todos los males sociales”.

Por lo tanto, no es de sorprender que en un estudio del FMI, en el que se analiza la evolución de 173 países a lo largo de los últimos 50 años, se observe que los países más desiguales tienden a registrar un crecimiento económico más bajo y menos sostenido.

Tenemos el diagnóstico. Ahora bien, ¿qué puede hacerse al respecto? También hemos trabajado en estos temas recientemente. Nos hemos centrado en la dimensión de la política fiscal, que forma parte de las actividades principales del FMI. Observamos que, en general, las políticas fiscales son eficaces para reducir las desigualdades sociales; por ejemplo, las transferencias y los impuestos sobre la renta han permitido reducir la desigualdad aproximadamente en un tercio, en promedio, en las economías avanzadas.

Pero es un tema complejo y las decisiones de política deben tomarse cuidadosamente. La disciplina fiscal suele ser la primera víctima en el campo de batalla político, y naturalmente debemos tomar medidas que generen el mayor beneficio y causen el menor daño posible.

Algunas opciones que podrían ser beneficiosas son las siguientes: imprimir más progresividad al régimen de tributación de la renta sin ser excesivo; hacer un mayor uso de los impuestos sobre la propiedad; ampliar el acceso a la educación y la salud, y apoyarse más en programas activos en los mercados laborales y en prestaciones sociales vinculadas al empleo.

Pero debemos reconocer que no es fácil reducir la desigualdad. Las políticas redistributivas siempre tienen sus beneficiarios y arrastran sus perdedores. Sin embargo, si queremos que el capitalismo cumpla su tarea —permitiendo que el mayor número de personas posible participe y se beneficie de la economía— debe ser más inclusivo. Esto significa abordar la disparidad extrema de los ingresos.

Integridad del sistema financiero

Permítanme ahora referirme a la segunda dimensión del capitalismo inclusivo: la integridad del sistema financiero.

En esta época de menor confianza, el sector financiero se sitúa en el último lugar en las encuestas de opinión. Esto quizá no debería sorprender a la luz de algunos de los comportamientos que provocaron la crisis financiera mundial. Aún así, es inquietante; como muchos han indicado, la propia palabra crédito se deriva del término confianza en latín.

Todos conocemos los factores que dieron lugar a la crisis: un sector financiero que casi se derrumbó a causa de los excesos. Un sector que, como Ícaro, cegado por su orgullo, voló demasiado cerca del sol y luego cayó a la Tierra, llevándose por delante a la economía mundial.

Podemos encontrar la causa de estos problemas en la evolución del sector financiero antes de la crisis. Se permitió a los agentes financieros asumir riesgos excesivos, provocando una situación en la que las ganancias positivas fueron hacia la industria, mientras que las pérdidas negativas fueron absorbidas por el público.

Algunos de los mayores problemas, que todavía están pendientes, tuvieron su origen en las denominadas empresas “demasiado grandes para permitir su quiebra”. En la década anterior a la crisis, los balances de los bancos más grandes del mundo aumentaron entre el doble y el cuádruple. Al aumentar su tamaño, también aumentó el riesgo, en forma de un menor nivel de capital, financiamiento menos estable, mayor complejidad y mayor volumen de transacciones.

Este tipo de capitalismo era más extractivo que inclusivo. El tamaño y la complejidad de los megabancos suponían, en cierto modo, que estas instituciones podían atar a las

autoridades económicas de pies y manos. El subsidio implícito que obtuvieron estas instituciones por ser “demasiado grandes para permitir su quiebra” se derivó de su capacidad de obtener préstamos más baratos que los bancos más pequeños, aumentando el riesgo y obstaculizando la competencia.

Completar el programa de reformas financieras

Afortunadamente, la crisis ha impulsado una corrección importante del rumbo que hay que seguir, con el entendido de que el verdadero papel del sector financiero es prestar servicio a la economía, y no gobernarla. Su verdadera función es beneficiar a las personas, especialmente financiando la inversión y, por lo tanto, fomentando la creación de empleo y el crecimiento.

Como dijo Winston Churchill ex Primer Ministro del Reino Unido: “Preferiría ver al ámbito financiero menos orgulloso y a la industria más satisfecha”.

La buena noticia es que la comunidad internacional ha avanzado en el programa de reforma, especialmente los realizados en el ámbito de la regulación bancaria bajo los auspicios del Comité de Basilea para reforzar los requisitos de capital y liquidez. Esto contribuirá a establecer un sistema más seguro, más sólido y más orientado a los servicios.

La mala noticia es que estos avances son aún demasiado lentos, y la meta aún está demasiado lejos. Esto se debe en parte a la gran complejidad de la tarea que nos ocupa. Sin embargo, debemos reconocer que también es el resultado de las fuertes presiones del sector y del cansancio que uno acaba sintiendo al llegar a este punto en una larga carrera.

Existe el gran problema de las instituciones demasiado grandes para permitir su quiebra que aún no se ha resuelto. Un reciente estudio preparado por el personal técnico del FMI

muestra que estos bancos todavía son una fuente importante de riesgo sistémico. El subsidio implícito a estos bancos aún se mantiene fuerte y representa alrededor de 70 mil millones de dólares en Estados Unidos de Norteamérica, y hasta 300 mil millones de dólares en la zona del euro.

Por lo tanto, está claro que acabar con el problema de las entidades demasiado grandes para quebrar debe ser una prioridad. Esto significa que necesitamos una regulación más firme y una supervisión más estricta. En este ámbito, considero que los nuevos requisitos adicionales de capital para los bancos sistémicos pueden funcionar. Según nuestras estimaciones, elevar el coeficiente de capital de estos bancos en 2.5%, por encima de lo exigido en las normas de Basilea III, podría reducir en una cuarta parte el riesgo sistémico de un banco de un billón de dólares. Se trata de una cifra muy importante.

Sin embargo, el problema no desaparecerá si no se toman medidas para reducir el potencial de contagio. El tema principal de la agenda debería ser llegar a un acuerdo sobre la resolución transfronteriza de los megabancos en el que se establezca un marco que permita disolver estas entidades de manera ordenada en caso de quiebra. Se trata de un vacío enorme en la arquitectura financiera, y esto exigirá que los países pongan el bien común internacional de la estabilidad financiera por delante de sus intereses más locales.

Y no debemos darnos por vencidos solo porque es difícil. A este respecto viene a colación la cita famosa de John Fitzgerald Kennedy ex Presidente de los Estados Unidos de Norteamérica: “Elegimos ir a la luna no porque sea fácil sino porque es difícil”.

También necesitamos impulsar con más vigor el resto del programa de reformas, mejorando la regulación de las entidades no bancarias, reforzando la supervisión de la banca paralela y aumentando la seguridad y transparencia de los derivados, ámbito que sigue siendo excesivamente oscuro y complejo. También en este caso, para reducir el riesgo de contagio, me gustaría ser testigo de avances mucho mayores en cuestiones

transfronterizas, por ejemplo, en el reconocimiento mutuo de las normas para los mercados de derivados.

Como dijimos, es una cuestión compleja, y debemos ser conscientes de los riesgos que podrían generar una fragmentación del sistema financiero mundial y obstaculizar el flujo de crédito para financiar la inversión. Pero la complejidad no es una excusa para la complacencia y la demora.

Cambiar el comportamiento y la cultura

Además de mejorar la regulación, necesitamos reforzar la supervisión. La eficacia de las normas depende de su implementación. Esto exige mayores recursos e independencia para los supervisores que, día tras día, desempeñan una función pública tan esencial.

Sin embargo, la regulación y supervisión no son suficientes por sí solas. Las normas ciertamente pueden influir en el comportamiento. Pensemos, por ejemplo, en las prácticas de remuneración. Pero las personas que quieran eludirlas siempre encontrarán maneras creativas de hacerlo.

Por lo tanto, también debemos centrar nuestra atención en la cultura de las instituciones financieras y en el comportamiento individual que subsiste por debajo de esta cultura. Los incentivos deben ser acordes a la conducta esperada y deben ser transparentes.

En ese sentido, la labor realizada por el Consejo de Estabilidad Financiera, a solicitud del G-20, en relación con los principios para establecer buenas prácticas en materia de remuneración es esencial para adaptar los incentivos a los resultados concretos. Debemos dar impulso a la aplicación de estos principios.

¿Por qué es esto tan importante? Porque el comportamiento del sector financiero no ha cambiado fundamentalmente en varias dimensiones desde la crisis. Si bien se observan

algunos cambios de conducta, no tienen la profundidad y amplitud suficientes. En este sector sigue prevaleciendo la rentabilidad a corto plazo por encima de la prudencia a largo plazo, las primas de hoy por encima de las relaciones en el futuro.

Algunas grandes empresas se han visto incluso envueltas en escándalos que infringen las normas éticas más básicas: manipulación de la tasa LIBOR y de los tipos de cambio, lavado de dinero, embargos hipotecarios ilegales.

Para recuperar la confianza, necesitamos un cambio hacia una mayor integridad y rendición de cuentas. Necesitamos una dimensión ética más sólida y sistemática.

Para abordar esta cuestión, es útil remontarse a los antiguos filósofos, quienes se habrían planteado la misma cuestión básica: ¿cuál es el propósito social del sector financiero? O, como habría preguntado Aristóteles: “¿Cuál es su *telos*?”.

Aristóteles respondió a su propia pregunta: “La riqueza no es, desde luego, el bien que buscamos, pues no es más que un instrumento para conseguir algún otro fin”; o como dijo Oscar Wilde: “La verdadera perfección del hombre reside no en lo que el hombre tiene, sino en lo que el hombre es”.

Desde esta perspectiva, podemos identificar el verdadero propósito de las finanzas. Su objetivo es hacer un uso productivo de los recursos, transformar los vencimientos, contribuyendo así al bien de la estabilidad económica y el pleno empleo, y en definitiva, al bienestar de las personas. Dicho en otras palabras, enriquecer a la sociedad.

Según el marco aristotélico, cuando conocemos el propósito, podemos identificar las virtudes para alcanzarlo. Se convierte en una cuestión de que cada persona haga lo correcto.

Cuando pensamos en las finanzas, una de estas virtudes básicas es, sin duda, la prudencia, que consiste en promover una buena gestión, asegurar la sostenibilidad y salvaguardar el futuro. La prudencia es, desde hace tiempo, un elemento clave del sector bancario, y sin embargo, lamentablemente en los últimos tiempos ha estado ausente en este sector.

Sabemos que algunas virtudes como la prudencia no se pueden recuperar de la noche a la mañana. Aristóteles nos enseña que la virtud nace del hábito, de desarrollar y fomentar el buen comportamiento a lo largo del tiempo. Como todo aquello que merece la pena hacer, con la práctica se llega a la perfección.

Para retomar el rumbo correcto, es necesario realizar esfuerzos sostenidos para promover la educación y la capacidad de liderazgo a lo largo de muchos años. Se requieren organismos de control, incluidos los de la sociedad civil, que se mantengan alertas.

Y lo más importante de todo, se requieren inversionistas y líderes financieros que tomen tan en serio los valores como la valoración, y tan en serio la cultura como el capital.

Como señaló Gobernador del Banco de Inglaterra en un discurso admirable pronunciado en Canadá el año pasado, el sector financiero debe basarse en relaciones estrechas con los clientes y las comunidades, con las personas a las que presta servicio el sector financiero.

En definitiva, debemos desarrollar una mayor conciencia social que penetre en el mundo financiero y cambie para siempre la manera en que este sector lleva a cabo sus actividades.

La buena noticia es que estamos viendo algunas señales positivas. La Iniciativa para el Capitalismo Inclusivo es un ejemplo, basado en tomar medidas prácticas para transformar el capitalismo en un motor de oportunidades económicas para todos.

Podemos establecer algunos paralelismos con nuestra mayor conciencia de los problemas ambientales. No hace mucho tiempo, los niveles de contaminación eran mucho más elevados y tirar basura era algo común. Actualmente, estamos mejor informados acerca de estas cuestiones y más acostumbrados a respetar el planeta.

En comparación, el tipo equivalente de conciencia en el sector financiero —la idea de que el mal comportamiento a nivel privado puede tener un costo social más amplio— solo se encuentra en sus etapas iniciales. La situación es semejante a la del período inicial de la conciencia medioambiental, que se centró en prohibir la venta de productos petroleros con plomo.

Así como nos queda un largo camino por recorrer para reducir nuestra huella de carbono, tenemos un camino incluso más largo por recorrer para reducir nuestra “huella financiera”.

Sin embargo, debemos dar esos pasos.

Entiendo que estas cuestiones son más profundas que aquellas sobre las que los economistas y las autoridades económicas tienen la costumbre de debatir. Sin embargo, también considero que el vínculo está claro: el comportamiento ético es una dimensión importante de la estabilidad financiera.

Conclusión

Permítanme concluir con estas reflexiones. El capitalismo inclusivo es obviamente un tema muy amplio. Podría haberme referido a muchos aspectos diferentes: la exclusión

de la mujer, el desprecio por el medio ambiente, la responsabilidad social de las empresas.

Pero he querido centrar mis observaciones en el comportamiento que sigue socavando la confianza y podría volver a desestabilizar la economía mundial.

Por eso la labor que lleva a cabo la Iniciativa para el Capitalismo Inclusivo es tan importante. Debe penetrar en la conciencia de todos los líderes económicos, en todos los sectores y en todos los países.

En definitiva, si la economía mundial es más inclusiva, los beneficios serán menos difíciles de alcanzar. El mercado será más eficaz, y el futuro probablemente será mejor para todos.

Muchísimas gracias.”

Fuente de información:

<http://www.imf.org/external/spanish/np/speeches/2014/052714s.htm>

Los mercados emergentes enfrentan camino cuesta arriba para recuperar sus anteriores niveles de crecimiento (FMI)

El 12 de junio de 2014, el Fondo Monetario Internacional (FMI) presentó la nota “Los mercados emergentes enfrentan camino cuesta arriba para recuperar sus anteriores niveles de crecimiento”. A continuación se presenta la información.

El estudio sobre las perspectivas y los desafíos para el crecimiento de los mercados emergentes en transición (*Emerging Markets in Transition: Growth Prospects and Challenges*) arroja luz sobre los factores que impulsaron la sólida evolución de las economías emergentes en el último decenio y sobre cómo las actuales transiciones

mundiales incidirán en las perspectivas en el futuro. El documento se basa en la edición de Perspectivas de la Economía Mundial de abril de 2014, en la que se examinó la función de los factores externos e internos del crecimiento en las economías emergentes, y en los debates que tuvieron lugar durante la conferencia sobre el mismo tema celebrada en octubre pasado.

El estudio señala que, pese a la cambiante coyuntura externa, estos países aún pueden lograr un crecimiento sostenido. Pero los mercados emergentes tienen que mantener políticas internas sólidas, dar un nuevo impulso a las reformas estructurales y procurar incrementar la productividad.

“Recuperarse de la actual desaceleración y volver a lograr el fuerte crecimiento del último decenio no será una tarea fácil”, señalan los autores. “Un compromiso inmediato y firme para ejecutar reformas individualizadas arrojará importantes ventajas a largo plazo”.

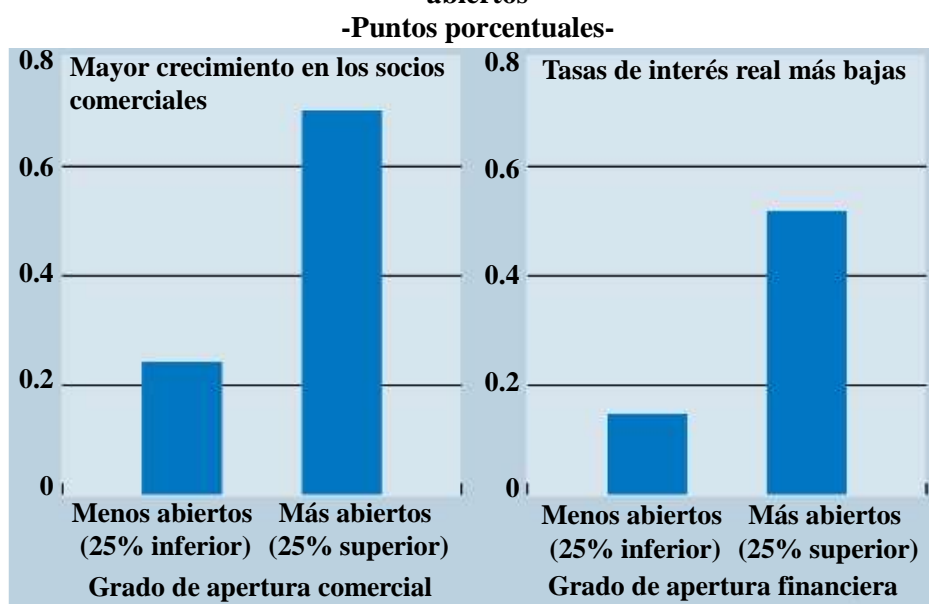
La década de 2000: Un contexto mundial favorable con efectos desiguales

Una confluencia de condiciones externas favorables fomentó el crecimiento de los mercados emergentes en la década de 2000. La creciente demanda mundial y la expansión de las cadenas de suministro incentivaron el comercio mundial, en tanto que las tasas de interés más bajas en las economías avanzadas crearon condiciones financieras más favorables. El extraordinario ciclo experimentado por los precios de las materias primas impulsó el crecimiento en muchos países emergentes y en desarrollo exportadores de dichas materias. Y gracias a la mayor apertura comercial y financiera, los mercados emergentes pudieron aprovechar estas condiciones.

No obstante, las ventajas de esta favorable coyuntura externa variaron significativamente en los distintos mercados emergentes. La creciente demanda proveniente de los socios comerciales aportó, en promedio, medio punto porcentual al

crecimiento en los países con mayor apertura comercial. Las condiciones de financiamiento favorables impulsaron la inversión y añadieron, en promedio, más de un tercio de punto porcentual al crecimiento en países financieramente abiertos, en tanto que los altos precios de las materias primas facilitaron mayores niveles de inversión y crecimiento en las economías que dependen más de las materias primas (gráfica siguiente).

EFFECTO DE LAS CONDICIONES EXTERNAS EN EL CRECIMIENTO
La creciente demanda proveniente de los socios comerciales ayudó a impulsar el crecimiento en los países con mayor apertura comercial, tal como lo hicieron las condiciones financieras favorables en los países financieramente abiertos



FUENTE: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Muchos mercados emergentes también aprovecharon el “buen momento” para afianzar los marcos de política, reducir los factores de vulnerabilidad y crear un margen de maniobra para la aplicación de políticas. Estos países pudieron reducir la deuda, beneficiarse de costos de endeudamiento más bajos y adoptar regímenes cambiarios más flexibles que resultaron cruciales en el momento en que estalló la crisis financiero mundial.

En la mayoría de las economías emergentes, el mayor crecimiento durante la década de 2000 se manifestó, a escala interna, en aumentos de la productividad total de los factores. Una parte importante de este auge de la productividad se debió al ascenso de los países en la cadena de valor y a la reasignación de factores a sectores de mayor productividad. Las ventajas derivadas de reformas ejecutadas en décadas pasadas que permitieron una mayor liberalización comercial y financiera potenciaron el crecimiento de la productividad, y las favorables condiciones externas facilitaron la transición.

Desaceleración reciente y reactivación (a mitad de camino)

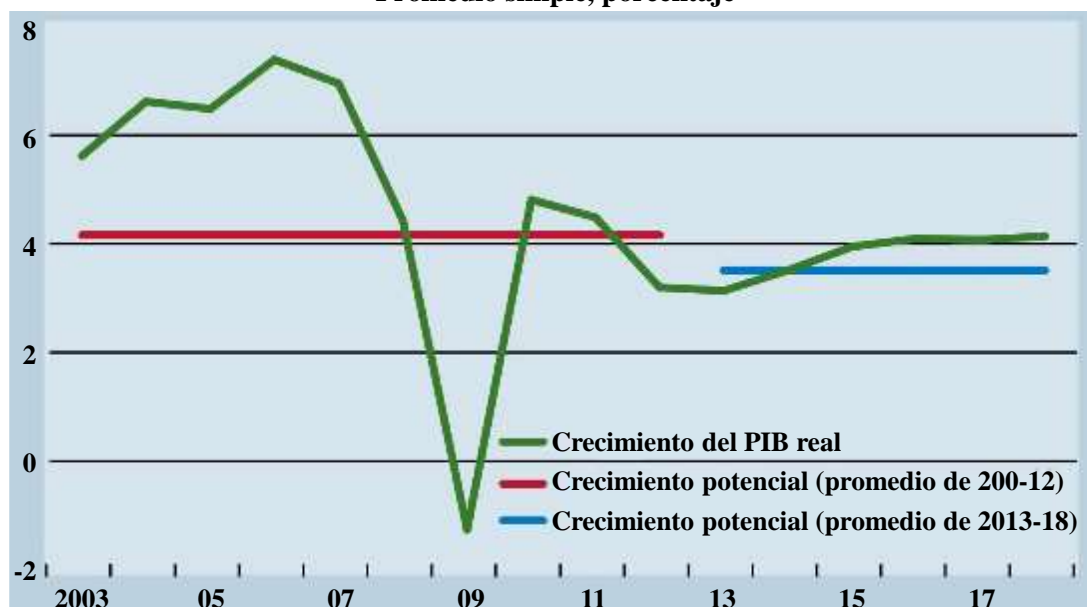
El crecimiento económico ha estado desacelerándose en todos los mercados emergentes debido a la disipación de las condiciones externas favorables de la década de 2000, el repliegue de las políticas de estímulo adoptadas en respuesta a la Gran Recesión y los aumentos menos marcados de la productividad. La incidencia de estos factores varía — los factores que impulsaban el crecimiento eran distintos en cada mercado emergente—, pero la desaceleración ha sido generalizada y persistente. De hecho, 80% de los mercados emergentes sufrieron desaceleraciones en 2012, y para finales de 2013 el crecimiento de los mercados emergentes era en promedio 1.5 puntos porcentuales más bajo que en 2010-11.

Las estimaciones del estudio confirman que el carácter generalizado de la desaceleración se debió a la disminución de la demanda externa, particularmente la proveniente de las economías avanzadas y China. En el plano interno, varias economías emergentes retiraron el estímulo fiscal que habían desplegado en respuesta a la crisis financiera mundial, y eso contribuyó a reducir el crecimiento.

¿Pero cuán persistente es la desaceleración? Según el estudio, factores cíclicos y estructurales han estado frenando el crecimiento en distinto grado, y en promedio ambos son igualmente importantes a la hora de explicar la desaceleración (gráfica siguiente).

EVOLUCIÓN DEL CRECIMIENTO EN LOS MERCADOS EMERGENTES
La disipación de las condiciones externas favorables, el repliegue de las políticas de estímulo y los menores aumentos de la productividad están reduciendo el crecimiento potencial

-Promedio simple, porcentaje-



FUENTE: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Futuros desafíos para el crecimiento

¿Qué implican estos resultados para las perspectivas de crecimiento de los mercados emergentes en los años venideros?

Parte de la reciente desaceleración en los mercados emergentes obedeció a factores cíclicos y externos, y por eso, a medida que la demanda de las economías avanzadas se afiance, también se afianzará el crecimiento en los mercados emergentes.

Al mismo tiempo, el contexto mundial está tornándose menos favorable. No se prevé que en las economías avanzadas vuelvan a registrarse las tasas de crecimiento que el endeudamiento facilitó antes de la crisis. Conforme las economías avanzadas vayan retirando a distinto ritmo las políticas monetarias no convencionales, los mercados emergentes probablemente experimentarán más volatilidad y mayores costos de

endeudamiento. No se espera que los precios de las materias primas sean tan dinámicos en el futuro, y eso puede desalentar la inversión en los países exportadores de materias primas.

El contexto interno de los mercados emergentes también está cambiando. Se proyecta una cierta desaceleración natural del crecimiento a medida que los ingresos de las economías converjan en niveles más altos. En algunos países, en particular los que han dependido excesivamente del consumo, los obstáculos estructurales están tornándose más restrictivos; mientras que en otros, los esfuerzos para ampliar el empleo chocarán con límites naturales. Además, los países que han permitido que desde la crisis se vayan acumulando desequilibrios externos y financieros podrían sufrir una desaceleración adicional del crecimiento según vayan abordando los riesgos que pesan sobre balances.

Las políticas a corto plazo pueden ayudar a mitigar los efectos de la cambiante coyuntura externa. Por ejemplo, el crecimiento en las economías exportadoras de materias primas sería menos sensible al deterioro de los términos de intercambio si estos países ahorraran una mayor proporción de los ingresos extraordinarios generados por las materias primas. Asimismo, los tipos de cambio flexibles pueden ayudar a mitigar el impacto que tienen en el crecimiento los shocks financieros externos. No obstante, descontando la recuperación cíclica, para lograr en el futuro las fuertes tasas de crecimiento de la última década se precisarán esfuerzos concertados en materia de políticas.

Replantear las prioridades de política

Ante la perspectiva de una coyuntura externa menos favorable, es necesario que los motores que propulsaron el crecimiento de los mercados emergentes en la última década sean reenfocados en fuentes internas sostenibles, señala el estudio. Esto implica ejecutar reformas estructurales para reorientar el crecimiento, procurando que dependa menos del consumo en algunos casos (por ejemplo, Brasil y Turquía) y de la inversión en otros (China). Para incrementar la resistencia a los shocks externos será necesario resolver las

crecientes vulnerabilidades externas y contener la acumulación de excesos en el sector privado.

También se necesitan reformas estructurales individualizadas para mejorar la asignación de factores y dar un impulso a la productividad. En el caso de los países de más bajo ingreso, las reformas que contribuyan al desarrollo de nuevos sectores y que faciliten un ascenso en la cadena de valor permitirán mayores avances. En el caso de los países de ingreso más alto, la prioridad sería invertir en investigación y desarrollo, educación superior y desarrollo tecnológico.

Gestionar esta transición supone un desafío considerable, señalan los autores. Las reformas estructurales son costosas, no siempre son populares, y a menudo chocan contra fuertes intereses creados.

Sin embargo, el estudio explica que ahora se precisan medidas concertadas de política. El malestar civil y las tensiones políticas observadas en varios mercados emergentes importantes en los últimos años son síntoma de la creciente frustración de los ciudadanos con las cada vez más débiles perspectivas de crecimiento, situación a la que se suma una alta (o creciente) desigualdad de los ingresos. Las autoridades tienen que trazar sus estrategias a largo plazo y comunicarlas claramente al público a fin de generar el respaldo necesario para lograr cambios fundamentales, y al mismo tiempo tienen que cerciorarse de que los beneficios del crecimiento se distribuyan de manera más equitativa. Esto implica proteger a los grupos más vulnerables de los costos de transición de estas reformas.

Fuente de información:

<http://www.imf.org/external/Spanish/pubs/ft/survey/so/2014/POL061214AS.htm>

La recuperación española (Project Syndicate)

El 3 de junio de 2014, la organización Project Syndicate publicó el artículo “La recuperación española”, elaborado por Helga Jung¹. A continuación se presenta el contenido.

Después de pasar dos años luchando por sobrevivir, parece que finalmente la economía de España salió de la sala de cuidados intensivos. Al sector bancario ya se lo da por “curado”, la demanda de bonos españoles se disparó y, una vez más, el país puede salir al mercado a buscar capitales a tipos de interés razonables. Pero todavía queda mucho por hacer para asegurar que la recuperación sea estable en el largo plazo.

Empecemos por la parte buena. La confianza de los inversionistas está en alza, de lo que da testimonio la reciente colocación de bonos públicos a diez años por 10 mil millones de euros (13 mil 800 millones de dólares), que generó demanda por el cuádruple de esa cifra. Si bien las primas de riesgo por bonos a diez años siguen muy por encima de los niveles anteriores a la crisis, los rendimientos disminuyeron considerablemente, de 4% al principio de 2010 a 3.2% en la actualidad. Y cada vez son más los bancos y las empresas que vuelven al mercado de capitales.

Además, en el tercer trimestre del año pasado la economía española volvió a crecer, y va rumbo a un crecimiento aproximado del 1% este año. Si, como se espera, el año que viene se registra un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) cercano al 2%, España superará el promedio de la eurozona y habrá creado un entorno propicio para una importante recuperación del empleo a largo plazo.

Tal vez la consecuencia más notable de las reformas recientes en España sea haber logrado por primera vez en más de dos décadas un superávit de cuenta corriente (en el

¹ Helga Jung es miembro de la Junta Directiva de Gestión de Allianz SE.

peor momento de la crisis, el déficit de cuenta corriente llegó a un valor sin precedentes del 10% del PIB).

Gran parte de la mejora obtenida surge del aumento de las exportaciones, que en 2013 crecieron a un ritmo anual del 5.2%, más que en Alemania. Este rápido incremento, sumado a la caída de las importaciones, permitió a España reducir a la mitad el déficit comercial el año pasado. De hecho, tanto aumentó la productividad de las fábricas españolas que ahora les están ganando órdenes de compra a sus competidoras europeas.

Pero hay que señalar que las mejoras de productividad son en parte atribuibles a una ola masiva de despidos (el lado oscuro de la recuperación económica). Asimismo, la competitividad de las empresas españolas dentro de la eurozona también se vio favorecida por una reducción del costo laboral y de la inflación, como consecuencia de la recesión y de la austeridad.

Es cierto que los ajustes de precios y salarios, que incluyen movimientos transitorios del costo de la energía y los alimentos, negativizaron el índice de inflación de España (aproximadamente -0.1%). Pero no hay motivos para temer un potencial escenario deflacionario. Por el contrario, al aumentar el ingreso disponible real de los españoles, los bajos niveles de inflación ayudan a estimular el consumo privado e impulsan una correspondiente mejora de los índices de confianza económica, incluida la confianza de los consumidores.

Pero a pesar de estas señales positivas, la recuperación económica de España no está garantizada en el largo plazo. La evolución futura de la economía dependerá de cómo se desarrolle la actividad inversora en los próximos trimestres. Si bien durante la segunda mitad de 2013 la inversión se estabilizó, todavía está muy por debajo de los niveles anteriores a la crisis.

Se trata no solamente de lograr un aumento de las inversiones, sino también de asegurar que sea sostenible, para que no ocurra lo mismo que antes de la crisis, cuando el exceso de asignación de capital al desarrollo inmobiliario provocó un sobrecalentamiento de la construcción y de los sectores relacionados. Esta vez, es necesario que la inversión se distribuya entre todos los sectores de la economía, para mejorar la productividad de todos y su contribución al crecimiento del PIB.

Felizmente, el futuro es promisorio: la confianza del sector privado aumentó, lo mismo que la utilización de la capacidad disponible, y las empresas tienen por delante perspectivas de venta alentadoras. Pero mientras tanto, la inversión pública seguirá constreñida por las medidas de consolidación fiscal, que ejercerán una fuerte presión sobre el presupuesto.

La amenaza más seria para la recuperación económica de España está en el mercado laboral, donde se ve una situación preocupante, con un índice de desempleo del 25.3%, que trepa al 53.9% entre los jóvenes. Para peor, a pesar de los considerables avances del último trimestre de 2013, las cifras de generación de empleo todavía son insuficientes para reducir significativamente el desempleo.

En 2012, el gobierno implementó amplias reformas del mercado laboral para aumentar la flexibilidad interna de las empresas, facilitando el despido de empleados permanentes y la moderación salarial; también introdujo un modelo para la reducción de la semana laboral. Pero el efecto de estos cambios no es inmediato, y a menudo no se ve hasta la fase de recuperación.

Por ello, el gobierno debe hacer más para impulsar la creación de empleo en el corto plazo, especialmente para los jóvenes, cuyos conocimientos, esfuerzos y espíritu emprendedor son cruciales para el éxito económico de España a largo plazo. Tal vez sería muy útil tomar medidas adicionales como mejorar los programas de educación vocacional o ampliar las posibilidades de trabajo a tiempo parcial.

Finalmente, España se enfrenta al desafío de la deuda pública, que en la actualidad equivale casi al 100% del PIB. Hasta ahora, los intentos por contenerla se centraron en la aplicación de dolorosas medidas de austeridad, por ejemplo recortes sustanciales en la provisión de bienes públicos (especialmente atención médica y educación). Entretanto, la reforma del sistema de pensiones (que incluye ajustes en el cálculo de la indexación por inflación) aliviará parte de la presión sobre el presupuesto público. Estas medidas, sumadas a una mayor liberalización de sectores protegidos de la economía, contribuirán a fortalecer considerablemente el modelo de crecimiento de España.

El riesgo ahora es una recaída en la fatiga de reforma. Reducir el ritmo de las reformas puede producir alivio temporal, pero es casi seguro que provocaría la pérdida de todo lo que a España le costó tanto conseguir. Ahora que lo peor ya pasó, el peor enemigo de la economía española es la autocomplacencia.

Fuente de información:

<http://www.project-syndicate.org/commentary/helga-jung-argues-that-spain-s-authorities-must-maintain-reform-momentum-to-ensure-lasting-recovery/spanish>

El BCE baja las tasas de interés y fija un tipo negativo para los depósitos (WSJ)

El 5 de junio de 2014, el periódico *The Wall Street Journal* (WSJ) publicó la nota “El BCE baja las tasas de interés y fija un tipo negativo para los depósitos” a continuación se presenta la información.

El Banco Central Europeo (BCE) rebajó las tasas de interés y fijó un tipo negativo para los depósitos por primera vez en su historia, en un intento por combatir la inflación ultra baja y evitar que descarrile la frágil recuperación de la zona euro.

El BCE rebajó su tasa de interés de referencia a 0.15%, un nuevo mínimo, frente al 0.25% que venía manteniendo desde noviembre, y redujo el interés para préstamos de emergencia a un día en 35 puntos básicos a 0.40 por ciento.

El BCE también redujo las tasas de interés de los depósitos a -0.1%, lo que implica que cobrará a los bancos comerciales que depositen sus fondos en el banco central, una decisión sin precedentes en un banco central de este tamaño. La tasa se había mantenido en 0% durante casi dos años.

Las rebajas en los tipos habían sido ampliamente anticipadas por los economistas.

Una tasa negativa de depósitos podría fomentar que los bancos presten el efectivo excedente a otros bancos y que, eventualmente, esos fondos lleguen a la economía real de la zona euro, que depende del crédito bancario para financiar inversiones y contratar trabajadores. Suecia, y más recientemente Dinamarca, han experimentado con tasas de depósito negativas en los últimos años, con resultados dispares.

La decisión del BCE también contribuye a debilitar al euro, lo que impulsaría las exportaciones, al abaratar el precio que se paga en el exterior por los bienes europeos, y elevaría la tasa de inflación, al encarecer el precio de los productos importados. Los responsables de política monetaria del BCE han defendido en múltiples ocasiones que el tipo de cambio no es una de las tareas de la entidad, aunque en las últimas semanas han advertido sobre su efecto depresor sobre la inflación.

La decisión llega dos días después de que se publicara el dato de inflación de la zona euro en mayo, que se desaceleró a 0.5%, su menor nivel en más de cuatro años, y muy por debajo del objetivo de poco menos de 2% a mediano plazo.

Fuente de información:

<http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702304849304579605930270515364?tesla=y&tesla=y&mg=reno64-wsj&url=http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304849304579605930270515364.html>

La Reserva Federal estadounidense reitera su promesa de tasas bajas por un período prolongado (WSJ)

El 18 de junio de 2014, el periódico *The Wall Street Journal* (WSJ) publicó que la Fed reitera su promesa de tasas bajas por un período prolongado. A continuación se presenta la información.

La Reserva Federal de Estados Unidos de Norteamérica reiteró su intención de mantener bajo el costo del dinero durante muchos meses, a pesar de que elevó sus previsiones para las tasas de interés de corto plazo en 2015 y 2016 y redujo ligeramente su perspectiva para las tasas de largo plazo.

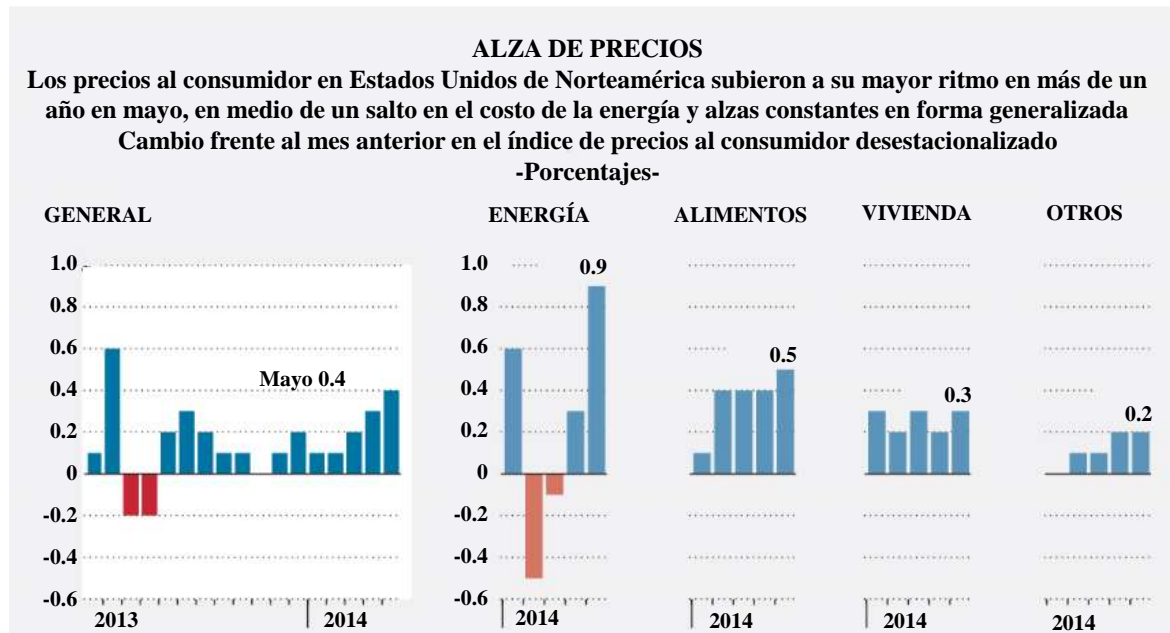
En un comunicado divulgado al concluir su reunión de dos días, la Fed aludió a una evolución más positiva de la economía en las últimas semanas e informó que disminuirá en 10 mil millones de dólares sus compras mensuales de bonos del Tesoro y bonos hipotecarios a partir de julio, dejando el programa en 35 mil millones de dólares al mes.

La actividad económica repuntó desde la reunión previa del banco central estadounidense realizada en abril, señaló la entidad en el comunicado. De todas maneras, las previsiones de un crecimiento económico moderado le permitirían a la Fed mantener las tasas de interés en un nivel cercano a cero “durante un período de tiempo considerable después del fin del programa de compra de activos”, aunque el desempleo siga cayendo y la inflación aumente.

“El potencial crecimiento de la economía podría ser más bajo durante algún tiempo”, reconoció la Presidenta de la Fed, durante una conferencia de prensa que siguió a la reunión.

La Presidenta de la Fed agregó, sin embargo, que hay buenas razones para prever un mayor dinamismo en 2015 y 2016, incluyendo una mejoría del mercado laboral, las

políticas de crédito fácil del banco central, la disminución de la deuda de las familias, un alza de los mercados bursátiles y los precios de las viviendas, así como una economía global más robusta. La funcionaria también espera una recuperación del gasto de los consumidores debido, al menos parcialmente, a un incremento de los salarios.



FUENTE: Departamento de Trabajo de Estados Unidos de Norteamérica.

Las acciones estadounidenses reaccionaron al alza y volvieron a batir récords, mientras el precio de los bonos del Tesoro estadounidense repuntó después de que la Fed comunicó su intención de mantener bajas las tasas de interés.

El índice S&P 500, que agrupa a grandes empresas estadounidenses, subió 0.8% a 1 mil 956.99 el miércoles, superando su máximo previo de 1 mil 951.27 unidades alcanzado el 9 de junio. En tanto, el Promedio Industrial Dow Jones avanzó 97.94 puntos para quedar en 16 mil 906.43. El rendimiento del bono del Tesoro estadounidense a 10 años cayó a 2.59 por ciento.

La Presidenta de la Fed advirtió a los inversionistas del riesgo de caer en un exceso de confianza y pensar que las políticas de estímulo del banco central durarán para siempre.

Es importante que “los participantes del mercado reconozcan que hay incertidumbre acerca de la trayectoria de las tasas de interés, las tasas de corto plazo, y tiene que ser así debido a la incertidumbre en torno a la dirección que seguirá la economía”, aseveró. “No hay una fórmula mecánica” para determinar cuándo la entidad empezará a aumentar las tasas de interés.

El banco central resaltó en su declaración que la reciente reanudación de la inversión de las empresas después del enfriamiento de comienzos de año es uno de los motivos que explica la mejoría del entorno económico.

La pizca de optimismo se produce después de un primer trimestre paupérrimo, en el que la economía estadounidense se contrajo, lo que obligó al banco central a reducir su proyección de crecimiento para este año.

La Fed ahora prevé una expansión de 2.2% en 2014, bastante por debajo de la estimación de 3% ofrecida en marzo.

A largo plazo, no obstante, el organismo indicó que, en promedio, la tasa de interés de referencia se ubicaría en torno a 3.75%, frente a proyecciones previas de 4%. En cuanto a la inflación, la Presidenta de la Fed dijo que las últimas cifras habían sido “un poco altas”, pero que en general proveen evidencia de que los niveles de precios se están acercando a la meta de la Fed de 2% en doce meses, después de una brusca caída.

El organismo estima que la tasa de desempleo caerá más de lo previsto anteriormente, desde el actual 6.3 a 6 o 6.1% a fin de año para luego descender a alrededor de 5.5% en 2015 y un poco menos de eso en 2016.

Se trata, en todos los casos, de revisiones a la baja respecto de marzo, lo que sugiere que la Fed observa menos capacidad ociosa en la economía, lo que también ayudaría a explicar la leve alza en las previsiones para las tasas de interés de corto plazo.

Sin embargo, el banco central se mostró un poco menos optimista sobre la perspectiva para el crecimiento económico y dijo que el potencial de expansión a largo plazo podría ser de apenas 2.1% anual, la última en una seguidilla de revisiones a la baja hechas en los últimos años.

Ese cuadro un poco más sombrío podría ser una de las razones por las que el banco central pronostica una tasa de interés de largo plazo de sólo 3.75 por ciento.

No se registraron opiniones de disenso por segunda reunión consecutiva presidida por la Presidenta de la Fed.

Fuente de información:

<http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702303580504579632941505166918?tesla=y&tesla=y&mg=reno64-wsj&url=http://online.wsj.com/article/SB10001424052702303580504579632941505166918.html>

Los estímulos económicos se asoman en Europa (WSJ)

El 4 de junio de 2014, el periódico *The Wall Street Journal* (WSJ) publicó el artículo “Los estímulos económicos se asoman en Europa”. A continuación se presenta el contenido.

El Banco Central Europeo (BCE) se dispone a combatir una inflación demasiado baja, en medio de una evidencia cada vez más clara de que la debilidad de los precios está socavando la recuperación de la zona euro tras la crisis de la deuda.

Un informe mostró que los precios al consumidor en los 18 países que conforman la zona euro apenas crecieron 0.5% en mayo pasado, su nivel más bajo en cuatro años, y dejó al descubierto la magnitud del desafío que tiene por delante el BCE mientras se prepara para su reunión del 6 de junio.

La inflación está muy por debajo de la meta del banco central, de poco menos de 2%, en un momento en que se empieza a normalizar en otras economías avanzadas, como Estados Unidos de Norteamérica.

Un anémico repunte de la economía europea ha contribuido a un malestar político generalizado en la región, que quedó en evidencia en los resultados de las recientes elecciones para el Parlamento Europeo.

En momentos en que el margen de maniobra de los gobiernos es limitado por los altos niveles de endeudamiento, el banco central es una de las pocas instituciones que puede tomar cartas en el asunto para reactivar la economía del bloque. El BCE, sin embargo, ha vacilado en su empeño por ofrecer la respuesta adecuada.

La inflación acumulada en la zona euro en doce meses descendió de 0.7% en abril a 0.5% en mayo. Los analistas del banco de inversión J.P. Morgan prevén que los precios suban apenas 0.4% anualizado en junio y se mantengan en ese nivel durante los próximos meses. Si las personas y las empresas anticipan una caída en los precios, podrían aplazar sus compras y, con ello, debilitar aún más la expansión europea.

“Es una campanada de alerta de que se necesitan medidas enérgicas” de parte del BCE, afirma un economista de RBC Capital Markets. Si se limitan a anunciar iniciativas moderadas, como recortes marginales en las tasas de interés, “entonces hay una buena probabilidad” de que los mercados se pregunten si esa es toda la artillería de la cual disponen, advirtió.

Un descenso en los precios de los alimentos y la energía, amplificado por la fortaleza del euro, ha contribuido a una moderación de la inflación en la zona euro. Pero incluso la llamada inflación subyacente, que no toma en cuenta las fluctuaciones de las materias primas, ha sido persistentemente débil.

Eso refleja, antes que nada, la alta tasa de desempleo y el endeudamiento de buena parte de la región, lo que está frenando un alza de los salarios, del gasto y de la demanda.

A su vez, la escasa inflación dificulta el esfuerzo de los países más afectados por la crisis por reducir la deuda pública y privada, además de disminuir los costos laborales para competir en mejores condiciones con países como Alemania, la economía más fuerte de la región.

“Mientras menor es la inflación, más difícil se vuelve para España o Italia controlar su deuda”, señala el Subdirector del Centro de Reforma Europea, un centro de estudios de Londres.

La reunión prevista para el jueves se está transformando en una de las más importantes de la gestión de dos años y medio de Mario Draghi al frente del BCE. El economista italiano ha anunciado pasos audaces antes, incluyendo recortes de tasas y el lanzamiento de programas de crédito para los bancos. La promesa que hizo en julio de 2012 de hacer “lo que sea” para salvar el euro fue fundamental para estabilizar los mercados de bonos.

No obstante, la entidad no ha abordado el tema de la inflación, pese a que su principal objetivo es la estabilidad de precios.

El Presidente del BCE atribuyó hace poco la inflación débil a problemas temporales o estadísticos, como una Semana Santa que este año fue un poco más tardía de lo habitual.

El Consejo de Gobierno del BCE, compuesto por 24 miembros, ha analizado diversas medidas en los últimos meses para inducir una mayor inflación, incluyendo compras de activos a gran escala, pero ha hecho poco aparte de dos leves reducciones el año pasado, que dejaron su tasa de referencia en 0.25%. “Han estado paralizados por discusiones internas”, indica un profesor de Economía de la escuela de negocios Insead.

La gran mayoría de los observadores prevé que el BCE recorte las tasas de interés. Puesto que la tasa de depósitos ya está casi en cero, la medida abarcaría el establecimiento de una tasa negativa en los depósitos interbancarios a un día. En la práctica, eso implica pagarle a los bancos por depositar sus fondos en el BCE.

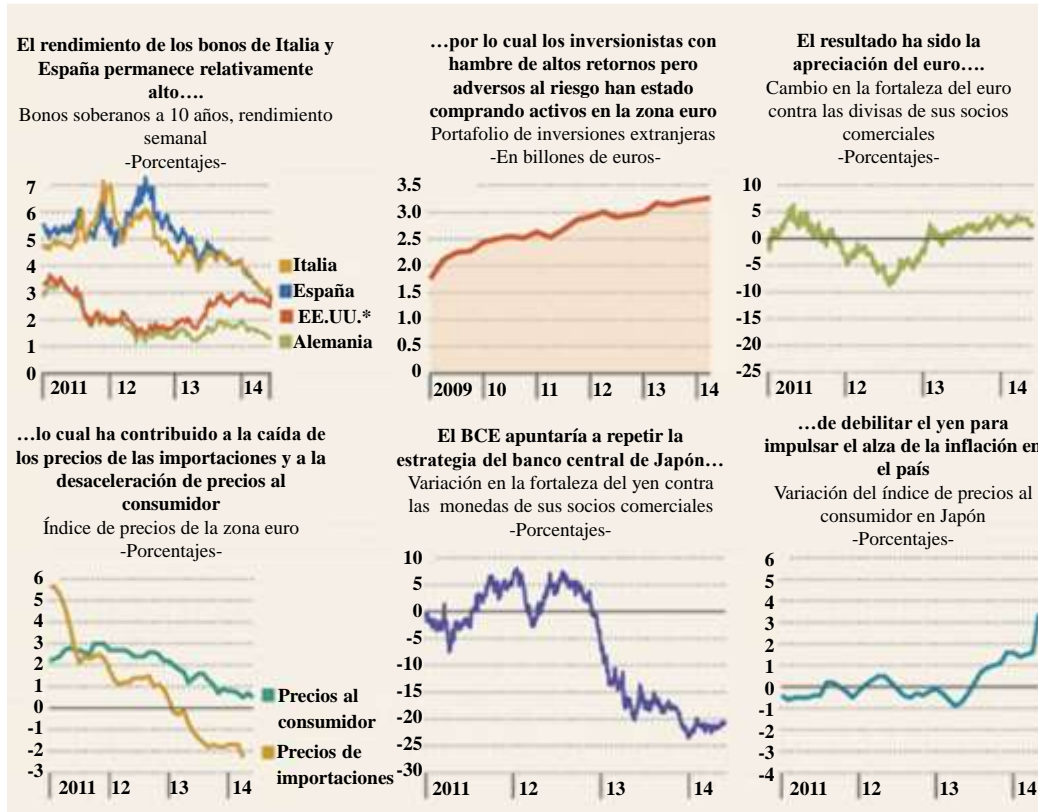
Los bancos centrales de Dinamarca y Suecia han experimentado con tasas negativas sobre los depósitos con resultados desiguales. La medida, sin embargo, nunca ha sido ensayada por una institución de la envergadura del BCE.

Una tasa negativa sobre los depósitos tiene el objetivo de estimular los préstamos entre los bancos y, a la larga, hacia el sector privado. También le restaría atractivo a los activos denominados en euros, lo que ayudaría a debilitar la cotización del euro y elevaría la inflación proveniente de las importaciones.

También se espera que el BCE se comprometa a proveer a los bancos crédito ilimitado hasta adentrado 2016, una señal de que sería el último de los bancos centrales de las economías avanzadas en empezar a subir las tasas de interés. Pero incluso medidas de esta índole podrían ser insuficientes puesto que tienen que pasar meses antes de que los cambios en las tasas de interés se reflejen en la economía real, dicen los economistas.

MENOS QUE CERO

Si el Banco Central Europeo convierte su tasa a un día en negativa, ayudaría a prevenir la deflación e impulsar la competitividad regional con un debilitamiento del euro, si puede disuadir a los inversionistas de traer más fondos



Nota: 1 billón de euros = 1 mil 360 billones de dólares.

*EE.UU.: Estados Unidos de Norteamérica

FUENTE: *Tradeweb* (rendimientos); Banco Central Europeo (portafolio de inversiones); Banco de Inglaterra (índice de divisas); *Eurostat* (índices de precios de la zona euro); *Statistics Japón* (índice de precios de Japón).

Fuente de información:

<http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702304519704579602813208363456?tesla=y&tesla=y&mg=reno64-wsj&url=http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304519704579602813208363456.html>

Editorial sobre la base de su Análisis Económico y Monetario (BCE)

El 12 de junio de 2014, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, el Boletín Mensual, del cual se presenta a continuación el “Editorial sobre la base de su Análisis Económico y Monetario”.

En su reunión celebrada el 5 de junio de 2014, el Consejo de Gobierno, en el cumplimiento de su mandato de mantener la estabilidad de precios, decidió adoptar una serie de medidas destinadas a incrementar el grado de acomodación de la política monetaria y a respaldar el crédito a la economía real. En este conjunto de medidas se incluyen nuevas reducciones de las tasas de interés oficiales del BCE, operaciones de financiamiento a plazo más largo con objetivo específico, trabajos preparatorios relacionados con las compras simples de bonos de titulización de activos y la continuación del procedimiento de subasta a tasa de interés fija con adjudicación plena. Asimismo, el Consejo de Gobierno decidió suspender las operaciones de ajuste semanales destinadas a esterilizar la liquidez proporcionada a través del Programa para los Mercados de Valores.

Las decisiones se basan en el análisis económico del Consejo de Gobierno, tomando en consideración las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema y las señales procedentes del análisis monetario. En conjunto, las medidas contribuirán a un retorno de las tasas de inflación a niveles más próximos al 2%. Las expectativas de inflación a mediano y a largo plazo para la zona del euro siguen firmemente ancladas en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2%. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno tiene la firme determinación de salvaguardar este anclaje. En lo que se refiere a sus indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (forward guidance), a la vista de las expectativas actuales para la inflación, las tasas de interés oficiales del BCE se mantendrán en los niveles actuales durante un período prolongado. Esta expectativa se ve reforzada por las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno el 5 de junio de 2014. Por otra parte, el Consejo de Gobierno actuará con rapidez, si fuera necesario, adoptando medidas adicionales de relajación de la política monetaria. El Consejo de Gobierno es unánime en su compromiso de utilizar también, si fuera necesario, instrumentos no convencionales acordes con su mandato, para

afrontar con nuevas medidas los riesgos de un período de baja inflación demasiado prolongado.

En relación con las medidas concretas anunciadas el 5 de junio de 2014, en primer lugar, el Consejo de Gobierno decidió reducir la tasa de interés de las operaciones principales de financiamiento del Eurosistema en 10 puntos básicos hasta el 0.15% y la tasa aplicable a la facilidad marginal de crédito en 35 puntos básicos, hasta el 0.40%. La tasa aplicable a la facilidad de depósito se redujo en 10 puntos básicos hasta -0.10%. Estas variaciones tendrán efecto a partir del 11 de junio de 2014. La tasa negativa se aplicará también a las reservas mantenidas que sobrepasen las reservas mínimas obligatorias y a determinados depósitos mantenidos en el Eurosistema.

En segundo lugar, a fin de respaldar el crédito bancario a hogares y sociedades no financieras, excluidos los préstamos concedidos a hogares para la adquisición de vivienda, el Consejo de Gobierno decidió que el Eurosistema llevará a cabo una serie de operaciones de financiamiento a plazo más largo con objetivo específico (*targeted longer-term refinancing operations, TLTRO*). Todas las operaciones de financiamiento a plazo más largo con objetivo específico vencerán en septiembre de 2018, es decir, aproximadamente dentro de cuatro años. Las entidades de contrapartida podrán obtener, inicialmente, un 7% del saldo vivo total de sus préstamos al sector privado no financiero de la zona del euro, excluidos los préstamos a hogares para la adquisición de vivienda, a 30 de abril de 2014. No se incluirán en estos cálculos los préstamos al sector público. El importe conjunto de la asignación inicial asciende a unos 400 mil millones de euros. A este fin, se llevarán a cabo dos TLTRO sucesivas en septiembre y diciembre de 2014. Además, desde marzo de 2015 hasta junio de 2016, todas las entidades de contrapartida podrán obtener financiamiento, con frecuencia trimestral, hasta un importe que triplique el valor de su financiamiento neto al sector no financiero de la zona del euro, excluidos los préstamos a hogares para la adquisición de vivienda, por encima de un importe de referencia, durante un período específico. El financiamiento neto se medirá en términos

de préstamos nuevos menos amortizaciones. Las ventas, titulizaciones y minusvalías de préstamos no afectarán a la medición del financiamiento neto. La tasa de interés aplicable a las TLTRO será fijada para todo el período de vigencia de cada operación e igual a la tasa aplicable a las operaciones principales de financiamiento (OPF) del Eurosistema vigente en el momento de su realización, más un diferencial de 10 puntos básicos. Transcurridos 24 meses desde cada TLTRO, las entidades de contrapartida tendrán la opción de hacer reembolsos. Existen diversas disposiciones orientadas a garantizar que los fondos se destinen a respaldar la economía real. Se requerirá a las entidades de contrapartida que no hayan cumplido determinadas condiciones referidas al volumen de financiamiento neto a la economía real que devuelvan en septiembre de 2016 los fondos obtenidos.

Además, el Consejo de Gobierno decidió prorrogar los criterios de admisibilidad de otros activos adicionales como activos de garantía, principalmente en el marco de préstamos adicionales aceptados, al menos hasta septiembre de 2018.

En tercer lugar, el Consejo de Gobierno decidió intensificar los trabajos preparatorios relacionados con las compras simples en el mercado de bonos de titulización de activos a fin de mejorar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. En el contexto de esta iniciativa, el Eurosistema considerará la adquisición de bonos de titulización de activos simples y transparentes cuyos activos subyacentes sean derechos frente al sector privado no financiero de la zona del euro, teniendo en cuenta las modificaciones deseables en el entorno regulatorio, y trabajará a este fin con otras instituciones concernidas.

En cuarto lugar, en consonancia con sus orientaciones prospectivas sobre la política monetaria (forward guidance) y su determinación de mantener una marcada orientación acomodaticia de la política monetaria, así como de contener la volatilidad en los mercados monetarios, el Consejo de Gobierno decidió seguir realizando sus operaciones

principales de financiamiento (OPF) mediante el procedimiento de subasta a tasa de interés fija con adjudicación plena, durante el tiempo que sea necesario, y al menos hasta el final del período de mantenimiento de reservas que termina en diciembre de 2016. Asimismo, el Consejo de Gobierno decidió que en las operaciones de financiamiento a plazo más largo (OFPML) a tres meses que se efectúen antes del final del período de mantenimiento de reservas que terminará en diciembre de 2016 se siga el procedimiento de subasta a tasa de interés fija con adjudicación plena. Las tasas de estas operaciones a tres meses se fijarán como la media de las tasas de las OPF que se realicen durante la vigencia de las respectivas OFPML. Por último, el Consejo de Gobierno decidió suspender las operaciones de ajuste semanales destinadas a esterilizar la liquidez proporcionada a través del Programa para los Mercados de Valores.

En lo que respecta al análisis económico, el PIB real de la zona del euro se incrementó 0.2%, en tasa trimestral, en el primer trimestre de este año. Este dato ha confirmado la recuperación gradual en curso, aunque el resultado fue ligeramente inferior al esperado. Los resultados de las últimas encuestas apuntan a un crecimiento moderado también en el segundo trimestre de 2014. De cara al futuro, diversos factores deberían seguir respaldando la demanda interna, entre ellos, la orientación acomodaticia de la política monetaria, los efectos sobre la economía real de la actual mejora de las condiciones de financiamiento, los avances realizados en el saneamiento presupuestario y en las reformas estructurales, y los aumentos en la renta real disponible resultantes del descenso de los precios de la energía. Al mismo tiempo, aunque los mercados de trabajo han mostrado señales adicionales de mejora, el desempleo continúa siendo elevado en la zona del euro y, en general, el nivel de utilización de la capacidad productiva sigue siendo considerablemente bajo. Asimismo, la tasa de variación anual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado siguió siendo negativa en abril y los ajustes necesarios en los balances de los sectores público y privado continuarán afectando al ritmo de la recuperación económica.

Esta valoración de recuperación moderada también se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2014, que prevén que el PIB real se incremente en 1% en 2014, un 1.7% en 2015 y un 1.8% en 2016. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2014, las proyecciones referidas al crecimiento del PIB real en 2014 se han revisado ligeramente a la baja, y la referida a 2015, al alza.

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

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación anual medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) de la zona del euro se situó en mayo de 2014 en 0.5%, frente al 0.7% registrado en abril. Este resultado fue más bajo de lo esperado. Sobre la base de la información disponible para el Consejo de Gobierno en su reunión del 5 de junio de 2014, se prevé que las tasas de inflación anual medida por el IAPC se mantengan en niveles reducidos durante los próximos meses, y que experimenten solo un incremento gradual durante 2015 y 2016, lo que refuerza los argumentos para las decisiones adoptadas. Mientras tanto, las expectativas de inflación a mediano y a largo plazo para la zona del euro siguen firmemente ancladas en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2%. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno tiene la firme determinación de salvaguardar este anclaje.

La valoración del Consejo de Gobierno se ha visto soportada por las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro de los expertos del Eurosistema de junio de

2014. De acuerdo con las proyecciones, la inflación anual medida por el IAPC se situará en 0.7% en 2014, el 1.1% en 2015 y el 1.4% en 2016. Se prevé que en el último trimestre de 2016 la inflación anual medida por el IAPC se sitúe en 1.5%. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, las proyecciones de la inflación correspondientes a 2014, 2015 y 2016 se han revisado a la baja. Conviene subrayar que las proyecciones se basan en una serie de supuestos técnicos, entre los que se incluyen los tipos de cambio y los precios del petróleo, y que la incertidumbre referida a las proyecciones se incrementa con la amplitud del horizonte temporal contemplado.

El Consejo de Gobierno considera que los riesgos tanto al alza como a la baja para las perspectivas sobre la evolución de los precios son limitados y, en general, están equilibrados a mediano plazo. En este contexto, realizará un atento seguimiento de las posibles repercusiones de los riesgos geopolíticos y de la evolución de los tipos de cambio.

En lo que respecta al análisis monetario, los datos de abril de 2014 siguen apuntando a un crecimiento subyacente débil del agregado monetario amplio (M3). El crecimiento anual de M3 siguió reduciéndose hasta situarse en el 0.8% en abril, frente al 1% registrado en marzo. El crecimiento del agregado monetario estrecho M1 disminuyó hasta el 5.2% en abril, tras el 5.6% de marzo. En el pasado reciente, el incremento de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, que refleja en parte el continuado interés de los inversores internacionales en los activos de la zona del euro, ha sido el principal factor de apoyo del crecimiento interanual de M3.

La tasa de variación anual de los préstamos a sociedades no financieras (ajustada de ventas y titulaciones) se situó en abril de 2014 en -2.7%, frente al -3.1% registrado en marzo. La débil evolución de los préstamos a las 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 anual de los préstamos a hogares (ajustados de ventas y titulaciones) se situó en 0.4% en abril de 2014, prácticamente sin variación desde principios de 2013.

En síntesis, el contraste de los resultados del análisis económico con las señales procedentes del análisis monetario motivó la decisión del Consejo de Gobierno de adoptar una serie de medidas orientadas a incrementar el grado de acomodación de la política monetaria y a respaldar el crédito a la economía real.

A fin de estimular la economía de la zona del euro, las entidades de crédito y los responsables de las políticas económicas han de intensificar sus esfuerzos. En el contexto de debilidad del crecimiento del crédito, la evaluación global de los balances de las entidades de crédito que se está llevando a cabo reviste una importancia primordial. Las entidades de crédito deberían aprovechar al máximo este ejercicio para mejorar su capital y su posición de solvencia, contribuyendo con ello a superar las restricciones a la oferta de crédito que pudieran obstaculizar la recuperación. Al mismo tiempo, los responsables de las políticas económicas de la zona del euro deberían estimular los avances en materia de política fiscal y reformas estructurales.

En lo que concierne a las políticas fiscales, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2014 indican que continúan los progresos en el restablecimiento de la solidez de las finanzas públicas de la zona del euro. Según las proyecciones, el déficit agregado de las Administraciones Públicas de la zona del euro registrará un descenso moderado desde el 3% del PIB en 2013 hasta el 2.5% del PIB en 2014. Asimismo, se prevé un descenso adicional para 2015 y 2016 hasta el 2.3 y 1.9%, respectivamente. La deuda de las Administraciones Públicas alcanzará este año un máximo del 93.4% del PIB. Posteriormente registrará un descenso hasta situarse en el 91% en 2016. En lo que se refiere a las reformas estructurales, si bien se han adoptado medidas importantes para aumentar la competitividad y la capacidad de ajuste de los

mercados de trabajo y de productos de los países, los progresos han sido desiguales y aún distan mucho de haberse completado. En este contexto, el Consejo de Gobierno toma nota de las recomendaciones de la Comisión Europea sobre políticas fiscales y estructurales, publicadas el 2 de junio de 2014, para continuar la senda de reducción de los desequilibrios presupuestarios y macroeconómicos. La recomendación dirigida al Consejo de la UE de derogar el procedimiento de déficit excesivo incoado a cuatro países de la zona del euro indica un progreso continuado hacia el restablecimiento de la solidez de las finanzas públicas. No obstante, los países de la zona del euro deberían mantener los progresos logrados en materia de saneamiento presupuestario. Una aplicación plena y consistente del marco de vigilancia macroeconómica de la zona del euro, junto con las medidas necesarias de política económica por parte de los países de la zona del euro, contribuirán a incrementar el potencial de crecimiento y la resistencia de la zona del euro ante las perturbaciones, al tiempo que facilitarán la creación de empleo.

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

Fuente de información:

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/14/Fich/bm1406-1.pdf>

Evolución Económica y Monetaria (BCE)

El 12 de junio de 2014, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Mensual sobre la Evolución Económica y Monetaria de la zona del euro. A continuación se presenta el artículo: “Entorno Exterior de la Zona del Euro”.

La actividad económica mundial se mantiene en una senda de recuperación gradual, aunque el ritmo de crecimiento se moderó ligeramente en el primer trimestre de 2014,

como resultado de factores transitorios que afectaron principalmente a Estados Unidos de Norteamérica y China. A medida que vayan desapareciendo los efectos desfavorables de dichos factores, la actividad económica debería, en los próximos meses, cobrar impulso, respaldada tanto por las economías avanzadas como por las economías emergentes. No obstante, las tendencias subyacentes continúan teniendo un cambio en la dinámica de crecimiento a favor de las economías avanzadas, mientras que la recuperación económica mundial sigue siendo débil en general. El comercio internacional ha perdido algo de impulso desde comienzos del año, en relación con la desaceleración de la actividad. La inflación a nivel mundial repuntó ligeramente en el primer trimestre, pero sigue siendo baja, como consecuencia de la evolución moderada de los precios de la energía y de la persistente debilidad económica.

Actividad económica y comercio mundial

La actividad económica mundial continúa recuperándose de forma gradual, pese a la ligera debilidad observada en el primer trimestre de 2014. Las estimaciones provisionales para el primer trimestre indican que el crecimiento del PIB en los países del G-20, excluida la zona del euro, se situó en 0.7%, en tasa trimestral, cifra ligeramente inferior a la del segundo semestre de 2013, aunque, se mantienen las divergencias entre países (véase cuadro siguiente). Algunos factores transitorios, especialmente las temperaturas inusualmente frías del pasado invierno en Estados Unidos de Norteamérica y el cierre de las instalaciones de industria pesada en China a fin de disminuir la contaminación del aire, afectaron negativamente al consumo y a la inversión en estos países, mientras que, en Japón, el aumento anticipado del impuesto sobre el consumo el 1° de abril de 2014 se tradujo en un adelanto del consumo y en un crecimiento más sólido del PIB en el primer trimestre del año. En Reino Unido, la actividad económica se ha sostenido, gracias a la sólida demanda interna. En lo que respecta a otros países, las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania han afectado a las perspectivas de crecimiento a corto plazo de la región, aumentando la inquietud respecto a posibles

consecuencias de mayor alcance para la economía mundial en el caso de que empeoren las tensiones. (Véase recuadro 3 del artículo que se publica en este número del Boletín Mensual).

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

País	Tasas de crecimiento anual					Tasas de crecimiento trimestral		
	2012	2013	2013		2014	2013		
			III	IV	I	III	IV	I
G-20 ^{1/}	2.9	2.8	3.1	3.3	3.4	1.0	0.8	0.6
G-20 excluida la zona del euro ^{1/}	3.6	3.4	3.8	3.9	3.9	1.2	0.9	0.7
Estados Unidos de Norteamérica	2.8	1.9	2.0	2.6	2.0	1.0	0.7	-0.2
Japón	1.4	1.6	2.5	2.5	2.7	0.3	0.1	1.5
Reino Unido	0.3	1.7	1.8	2.7	3.1	0.8	0.7	0.8
Dinamarca	-0.4	0.4	0.9	0.5	1.5	0.3	-0.5	0.9
Suecia	1.3	1.6	0.6	3.0	1.8	0.3	1.6	-0.1
Suiza	1.0	2.0	2.1	1.9	1.7	0.5	0.2	0.5
Brasil	1.0	2.5	2.4	2.2	1.9	-0.3	0.4	0.2
China	7.7	7.7	7.8	7.7	7.4	2.3	1.7	1.4
India	4.9	4.7	5.2	4.4	6.1	2.0	1.2	2.0
Rusia ^{2/}	3.4	1.3	1.3	2.0	0.9	0.6	0.9	--
Turquía	2.1	4.0	4.3	4.4	--	0.8	0.5	--
Polonia	2.1	1.6	2.0	2.5	3.5	0.8	0.7	1.1
República Checa	-0.9	-0.9	-1.0	1.1	2.5	0.4	1.5	0.4
Hungría	-1.7	1.2	1.8	2.9	3.2	1.1	0.7	1.1

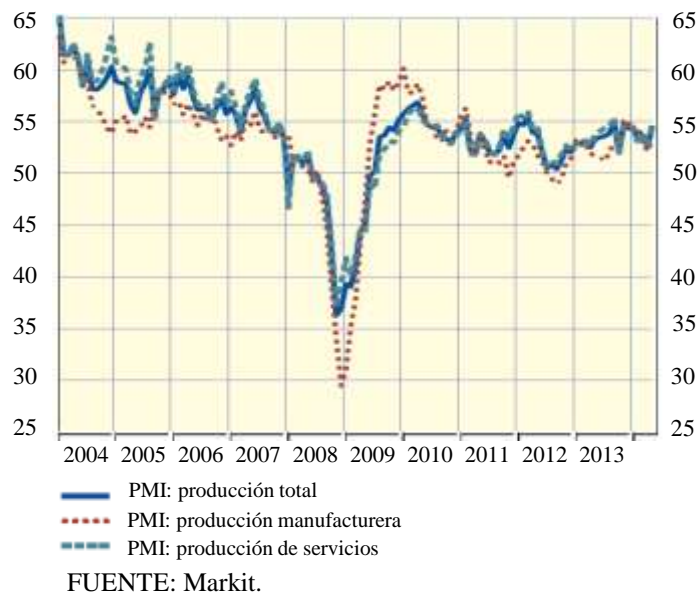
^{1/} La cifra del primer trimestre de 2014 es una estimación basada en los últimos datos disponibles.

^{2/} Para Rusia, no se dispone de la cifra desestacionalizada correspondiente al primer trimestre de 2014.

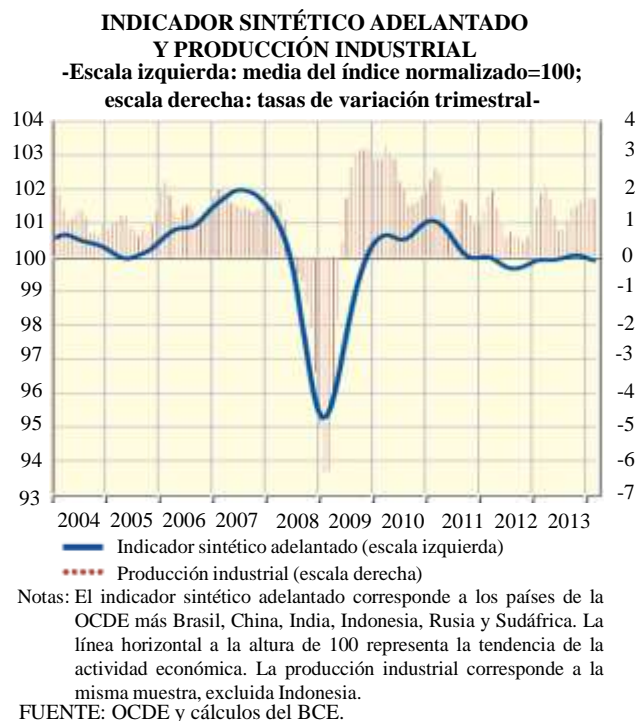
FUENTE: Datos nacionales, BPI, Eurostat, OCDE y cálculos del BCE.

Los indicadores de opinión recientes sugieren una mejora de las perspectivas de la economía mundial en lo que resta de año, en un contexto de continua rotación del crecimiento entre regiones. Si bien, el crecimiento se está recuperando en las economías avanzadas como consecuencia del aumento de la confianza, la mejora de los balances del sector privado y las políticas acomodaticias, las perspectivas en las economías emergentes siguen siendo moderadas, ya que el debilitamiento de la demanda interna, las condiciones de financiamiento más restrictivas y, en el caso de algunas economías, los flujos de inversión y la incertidumbre política que afectan a la actividad. Las condiciones de financiamiento a nivel mundial se han mantenido, en general, estables y deberían continuar respaldando la recuperación.

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



El índice PMI: producción mundial, excluida la zona del euro, aumentó ligeramente en mayo como resultado de la significativa mejora de los índices correspondientes a Estados Unidos de Norteamérica y Japón. Este aumento refleja, en parte, la progresiva desaparición del impacto que tuvieron los factores temporales antes mencionados en la actividad económica de Estados Unidos de Norteamérica, lo que sugiere un renovado impulso para la economía mundial en su conjunto en el segundo trimestre del año. Al mismo tiempo, el indicador sintético adelantado de la OCDE de marzo de 2014 y el indicador de clima económico mundial del Ifo, correspondiente al segundo trimestre de 2014 confirman que la recuperación mundial será gradual y desigual.



Tras repuntar en el segundo semestre de 2013, el comercio mundial perdió impulso en el primer trimestre de 2014 en un contexto de desaceleración de la actividad mundial. Según el *CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis*, el volumen de las importaciones mundiales de bienes disminuyó ligeramente (0.1% en tasa trimestral) en el primer trimestre de 2014, en comparación con el 1.3% alcanzado en el último trimestre de 2013, es decir una cifra muy inferior al promedio registrado a largo plazo. El descenso en el primer trimestre de 2014, en relación con la desaceleración del crecimiento del comercio mundial observado desde diciembre de 2013, se concentró en las economías emergentes y fue desencadenado por las significativas caídas registradas en Asia y en Europa Central y Oriental. En las economías avanzadas, la desaceleración económica observada en Estados Unidos de Norteamérica se compensó con un fuerte aumento de las importaciones de Japón, que posiblemente tuvo su origen con las compras anticipadas efectuadas por los consumidores antes del aumento de los impuestos al consumo el 1º de abril. No obstante, Índice PMI global de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero repuntó en mayo de 2014, mostrando ciertas señales de estabilización del comercio mundial en el segundo trimestre del año.

En el futuro, según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en junio de 2014 (véase el artículo publicado en este número del Boletín Mensual), se prevé que la actividad mundial se fortalezca gradualmente en el panorama de las proyecciones, pero la recuperación probablemente seguirá siendo débil. Las economías avanzadas deberían beneficiarse de la reducción de los obstáculos, es decir con la disminución del proceso de desendeudamiento del sector privado y la consolidación fiscal que estimulen la confianza y respalden la demanda interna, y los mercados de trabajo mejoren lentamente. El fortalecimiento de la demanda externa en las economías avanzadas debería favorecer las exportaciones en las economías emergentes, compensando, en parte, las restricciones impuestas al crecimiento por los impedimentos estructurales, reequilibrando posiblemente las necesidades y el ajuste a las perspectivas de una normalización de la política monetaria en Estados Unidos de Norteamérica. En general, el perfil de crecimiento mundial es ligeramente más débil a corto plazo, pero no varía a más largo plazo en comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE en marzo de 2014.

Las perspectivas mundiales siguen estando sujetas a riesgos a la baja. Los riesgos geopolíticos, así como la evolución de las economías emergentes y de los mercados financieros mundiales podrían afectar negativamente la situación económica.

Evolución mundial de los precios

La inflación a nivel mundial sigue siendo baja en comparación con los promedios históricos, como consecuencia de la moderada evolución de los precios de la energía y de la abundante capacidad productiva sin utilizar en el mundo. Después de descender en el último trimestre de 2013, la inflación general medida por los precios al consumidor repuntó ligeramente en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) en el primer trimestre de 2014. La tendencia al alza continuó a principios del segundo trimestre cuando la inflación anual medida por los precios al

consumidor se situó en 2% en abril, frente al 1.6% de marzo, como resultado de los aumentos registrados en todos los componentes. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de inflación anual de la OCDE también aumentó hasta el 2% en abril. El repunte de la inflación fue evidente en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes, salvo en China, probablemente la excepción más notable. En el futuro, se prevé que la inflación a nivel mundial siga estando contenida, especialmente en las economías avanzadas, en un contexto de moderación de los precios de las materias primas y persistencia de la capacidad productiva sin utilizar. Aunque la inflación general se sitúa ahora por debajo de los niveles fijados como objetivo por los bancos centrales en la mayoría de las economías avanzadas, a juzgar por los datos de las encuestas de opinión y los indicadores de los mercados financieros, las expectativas de inflación a mediano y largo plazo se han mantenido ancladas.

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

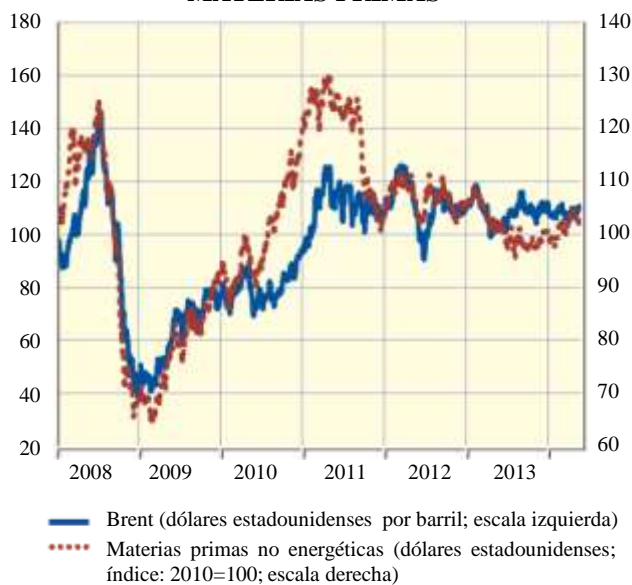
País	2012	2013	2013	2014				
			Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May
OCDE	2.3	1.6	1.6	1.7	1.4	1.6	2.0	--
Estados Unidos de Norteamérica	2.1	1.5	1.5	1.6	1.1	1.5	2.0	--
Japón	0.0	0.4	1.6	1.4	1.5	1.6	3.4	--
Reino Unido	2.8	2.6	2.0	1.9	1.7	1.6	1.8	--
Dinamarca	2.4	0.5	0.4	0.8	0.3	0.2	0.5	--
Suecia	0.9	0.4	0.4	0.2	0.1	-0.4	0.3	--
Suiza	-0.7	-0.2	0.1	0.1	-0.1	-0.1	0.2	--
Brasil	5.4	6.2	5.9	5.6	5.7	6.2	6.3	--
China	2.6	2.6	2.5	2.5	2.0	2.4	1.8	--
India	9.7	10.1	9.9	8.8	8.0	8.3	8.6	--
Rusia	5.1	6.8	6.5	6.0	6.2	6.9	7.3	7.6
Turquía	8.9	7.5	7.4	7.8	7.9	8.4	9.4	9.7
Polonia	3.7	0.8	0.6	0.6	0.7	0.6	0.3	--
República Checa	3.5	1.4	1.5	0.3	0.3	0.3	0.2	--
Hungría	5.7	1.7	0.6	0.8	0.3	0.2	-0.2	--
Pro memoria: OCDE, excluidos energía y alimentos	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7	2.0	--

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

En las expectativas 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 los 106-111 dólares estadounidenses el barril en los dos últimos meses. El 4 de junio, el precio del barril de Brent se situaba en 109 dólares estadounidenses, es decir, alrededor de un 7% por encima del nivel registrado hace un año. La estabilidad sostenida de los precios del Brent tiene su origen en la interacción de factores de demanda y de oferta. El aumento de la demanda de petróleo sigue siendo lento en relación con el moderado crecimiento mundial, según la Agencia Internacional de la Energía (AIE). Por otra parte, los conflictos políticos y los problemas técnicos continúan afectando a la producción de petróleo, tanto en los países de la OPEP como en otros países, aunque la oferta mundial se recuperó en abril con respecto a los bajos niveles observados en marzo. En el futuro, los participantes en los mercados de petróleo esperan precios ligeramente más bajos a mediano plazo, y los contratos de Brent con entrega en diciembre de 2015 se negocian a 101 dólares estadounidenses el barril.

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS



FUENTE: Bloomberg y HWWI.

En promedio, los precios de las materias primas no energéticas disminuyeron en mayo, debido principalmente a los bajos precios de los alimentos. Como resultado de las

condiciones meteorológicas más favorables, la disminución en los precios del trigo y el café compensaron en parte los aumentos de precios de los alimentos observados en abril. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se sitúa actualmente en aproximadamente un 1.3% por arriba del nivel registrado el año anterior.

Evolución en Algunas Economías

Estados Unidos de Norteamérica

En Estados Unidos de Norteamérica, el PIB real disminuyó en el primer trimestre de 2014, después de una recuperación de la actividad en el segundo semestre de 2013. Esta ha sido la primera tasa de crecimiento trimestral negativa registrada en tres años y refleja, en gran medida, las condiciones climatológicas inusualmente extremas que debilitaron la actividad económica (véase el cuadro: Crecimiento del PIB real en algunas economías). La segunda estimación de la Oficina de Análisis Económico (Bureau of Economic Analysis) indica que el PIB real disminuyó un 1% en tasa anual (-0.2% en tasa trimestral), después de un crecimiento del 2.6% (0.7% en tasa trimestral) para el cuarto trimestre de 2013. El PIB real se revisó a la baja, con respecto al incremento del 0.1% presentado en la primera estimación, debido a una mayor contribución negativa de las existencias y de la demanda exterior neta, que se compensó, en parte, por una menor reducción de la inversión privada en capital fijo. La contracción registrada en el primer trimestre de 2014, en comparación con el trimestre anterior refleja, principalmente, una contribución negativa al crecimiento de la acumulación de existencias y una disminución de las exportaciones, así como un retroceso de la inversión privada en capital fijo. El hecho de que el gasto en consumo personal haya mostrado una relativa capacidad de resistencia y que el gasto público se haya reducido a un ritmo más lento que en el trimestre anterior añade una nota positiva a la información.

Los indicadores disponibles para el segundo trimestre son coherentes con una aceleración del crecimiento. Se espera que el consumo privado siga siendo fuerte, como lo evidencian la solidez de las ventas del comercio al por menor y la mejora de la confianza de los consumidores. La recuperación sostenida del mercado de trabajo es otro factor importante que apoya el consumo privado a corto plazo. Por el lado de la oferta, los recientes aumentos de la producción industrial y de los pedidos manufactureros también muestran una recuperación de la actividad en el segundo trimestre, de acuerdo con los indicadores de opinión de las empresas correspondientes a mayo. Por otra parte, parecen haberse intensificado los riesgos a la baja para la inversión residencial, asociados a la persistente debilidad de algunos indicadores de la vivienda, a pesar de algunas señales recientes de que podría haberse alcanzado un punto de inflexión. Por ejemplo, los criterios de aprobación de préstamos hipotecarios siguen siendo restrictivos, a pesar de algunas señales de recuperación en abril, las viviendas iniciadas y las ventas de viviendas perdieron impulso en los últimos meses. Se espera que la recuperación se acelere en el segundo semestre del año, como consecuencia de una moderación de la presión fiscal, de la favorable situación financiera, del mantenimiento de la política monetaria acomodaticia y de una gradual recuperación de los mercados de trabajo y de la vivienda. Además, la desaparición de la presión a la baja del desendeudamiento de los hogares, y los incrementos de la riqueza de las familias deberían favorecer la recuperación del consumo privado.

La inflación anual medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) aumentó hasta el 2% en abril de 2014, desde el 1.5% registrado en marzo, principalmente como resultado de un aumento de los precios de la energía y de un incremento sostenido de los precios de los alimentos. La inflación anual, excluidos la energía y los alimentos, aumentó hasta el 1.8% en abril, desde el 1.7% de marzo. Aunque la inflación anual medida por el IPC se incrementó de forma acusada en abril, hay que tener presente que en esta cifra influyeron los fuertes efectos de base anuales del componente energético que se prevé que desaparezcan en los próximos meses. Para el futuro, se espera que la

abundante capacidad productiva sin utilizar mantenga las presiones inflacionarias subyacentes en niveles bajos.

En el contexto de una mejora general de las perspectivas económicas, en su reunión de 30 de abril de 2014, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal anunció que reduciría el ritmo de sus compras mensuales de activos en otros 10 mil millones, hasta 45 mil millones de dólares, a partir de mayo. La reducción afecta por igual a las compras de bonos de titulización hipotecaria (que pasarían de 25 a 20 mil millones de dólares) y a las compras de valores de Tesoro a más largo plazo (de 30 a 25 mil millones de dólares). El Comité reafirmó que, para determinar hasta cuándo mantendría la banda del 0 al 0.25% fijada como objetivo para la tasa de interés de los fondos federales, “tendría en cuenta una amplia gama de indicadores, incluidos los relativos a las condiciones del mercado de trabajo, las presiones inflacionarias y las expectativas de inflación, así como las cifras sobre evolución financiera”.

Japón

La desaceleración de la actividad económica en el segundo semestre de 2013 se revirtió en el primer trimestre de 2014, con un crecimiento del PIB del 1.5%, en tasa trimestral, según la primera estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno. Esta aceleración sobrepasó las expectativas de los mercados y estuvo determinada por el consumo privado, ya que se produjo un adelanto del gasto anticipándose al aumento del impuesto sobre el consumo previsto a partir del 1° de abril. Las importaciones y las exportaciones también registraron fuertes aumentos en tasa trimestral del 6.3 y del 6%, respectivamente, pero ello coincidió con una reclasificación de la forma en que se registran. No obstante, parte del aumento de las importaciones refleja también el adelanto del gasto privado en anticipación al aumento del impuesto sobre el consumo. Tras el incremento del PIB en el primer trimestre, se prevé una contracción del producto en el segundo trimestre, inducida por los niveles más reducidos de consumo privado al

reequilibrarse el gasto. Los datos más recientes, tanto cuantitativos como cualitativos, son coherentes con esta perspectiva. Las ventas del comercio al por menor disminuyeron en abril, un 4.4% en tasa anual. Aunque el índice PMI del sector manufacturero aumentó ligeramente en mayo, permanece muy por debajo de las cifras más sólidas registradas en los dos trimestres anteriores. Para el segundo semestre de 2014 se espera un retorno a niveles de crecimiento más moderados.

La inflación anual medida por el IPC registró un fuerte aumento, hasta el 3.4%, en abril, desde el 1.6% registrado en marzo, mientras que el IPC excluidos los alimentos, las bebidas y la energía se incrementó 1.6 puntos porcentuales hasta el 2.3% en abril. El repunte de la inflación en abril se debió al aumento del impuesto sobre el consumo, que pasó del 5 al 8% a partir del 1° de abril. El Banco de Japón estimó que, una vez tenidas en cuenta las medidas transitorias, la repercusión total de este aumento del impuesto sobre el consumo contribuyó con 1.9 puntos porcentuales al incremento de la inflación medida por el IPC en abril. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación a largo plazo, medidas por la encuesta QUICK, se mantuvieron estables en 1.5% en mayo.

En su reunión de 21 de mayo de 2014, el Banco de Japón mantuvo sin variación los objetivos establecidos para la base monetaria.

Reino Unido

En Reino Unido, el sólido crecimiento económico observado durante todo 2013 ha continuado en 2014. El PIB real creció a una tasa trimestral del 0.8% en el primer trimestre de 2014. El crecimiento se ha visto impulsado por la solidez de la demanda interna que, a su vez, refleja las mejoras en el empleo, las bajas tasas de inflación y el impulso sostenido de la inversión. Varios indicadores de actividad y confianza han seguido mejorando y muestran que el sólido ritmo de la expansión se mantuvo en el segundo trimestre del año. No obstante, a mediano plazo, la relativa debilidad de las ganancias de productividad, sumada a la necesidad de ajustar los balances del sector

público y del sector privado, podría limitar el crecimiento del producto durante algún tiempo. La solidez del crecimiento del producto se acompaña de mejoras en el mercado de trabajo, registrado un nuevo descenso del desempleo, alcanzando 6.8%, en los tres meses transcurridos hasta marzo de 2014.

Como consecuencia de efectos estacionales relacionados con las fechas de la Semana Santa, la inflación anual medida por el IPC se incrementó en 0.2 puntos porcentuales, hasta el 1.8% en abril de 2014, pero se mantuvo por debajo del objetivo del 2% establecido por el banco central. Para el futuro, es probable que las presiones inflacionarias permanezcan limitadas durante algún tiempo, en vista de la capacidad productiva no utilizada existente en la economía y de los efectos retardados de la reciente apreciación de la libra esterlina. En su reunión de 5 de junio de 2014, el Comité de Política Monetaria del Bank of England mantuvo 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.

Otras Economías Europeas

En Suecia, la actividad económica experimentó una moderada contracción a comienzos de 2014, a una tasa del 0.1%, tras el crecimiento sorprendentemente alto registrado en el cuarto trimestre del año pasado. En Dinamarca, la actividad económica fue robusta a comienzos de 2014, registrándose un crecimiento del 0.9%, en tasa trimestral, tras los débiles resultados obtenidos a finales del año pasado. Esta dinámica es atribuible, principalmente, a la demanda interna en ambos países. En 2014, probablemente el crecimiento del PIB real cobrará fuerza tanto en Suecia como en Dinamarca. Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación medida por el IAPC sigue siendo, en general, moderada en los últimos meses, situándose, en abril, en 0.5% en Dinamarca y en 0.3% en Suecia.

En los Estados miembros más grandes de Europa Central y Oriental (PECO), ha continuado la recuperación de la actividad económica. Según los datos preliminares, el PIB real registró un fuerte aumento en el primer trimestre de 2014 en Polonia y Hungría, creciendo a una tasa trimestral del 1.1%, mientras que en la República Checa y Rumania, se mantuvo prácticamente sin variación. En futuro, la recuperación económica en estos países probablemente continuará fortaleciéndose en 2014, respaldada cada vez más por la demanda interna. Pese a los riesgos asociados a las posibles tensiones geopolíticas en la región, es probable que las exportaciones registren buenos resultados, como consecuencia del impacto de varios proyectos de inversión extranjera directa que se espera alcance su plena capacidad en 2014. En los últimos meses, la inflación anual medida por el IAPC sigue reduciéndose en las economías más grandes de este grupo, registrando mínimos históricos en varios países. La inflación se moderó gracias a las reducidas tasas de variación de los precios de la energía y los alimentos, a la desaparición de los efectos de base de anteriores aumentos (o, más recientemente, a las reducciones de los impuestos indirectos y los precios administrados), y a la moderación de las presiones de costos internos. Para el futuro, es probable que la inflación registre una moderada aceleración en un contexto de reducción de las brechas de producción y de aumento de la inflación importada.

En Turquía, el crecimiento siguió desacelerándose en el cuarto trimestre de 2013, disminuyendo hasta el 0.5% en tasa trimestral, pero continuó siendo comparativamente fuerte, a pesar del entorno de financiamiento, tanto interno como externo, menos favorable. Los indicadores económicos disponibles para 2014, apuntan a un enfriamiento de la actividad, reflejo del endurecimiento de la política monetaria y de las condiciones de los créditos al por menor, así como de la intensificación de las tensiones políticas antes de las elecciones locales; al mismo tiempo, la demanda externa probablemente respaldó la producción en el primer trimestre de 2014. Pese a que el banco central elevó la tasa de interés oficial en enero, la inflación anual medida por el IPC registró un nuevo aumento y sigue situándose muy por encima del objetivo fijado por el

banco central debido a las repercusiones de la depreciación de la lira, las elevadas expectativas de inflación y la negativa evolución de los precios de los alimentos.

En Rusia, el crecimiento en el cuarto trimestre de 2013 fue relativamente sólido (0.9% en tasa trimestral), estimulado por una fuerte expansión de las exportaciones, mientras que las importaciones disminuyeron como resultado de la debilidad de la demanda interna. En el primer trimestre de 2014, las repercusiones de la crisis en Ucrania podrían haber afectado sustancialmente a la actividad, ya que el repetido endurecimiento de la política monetaria por parte del banco central y el repunte de las salidas de capital elevaron el costo de financiamiento para los hogares y las empresas. Al mismo tiempo, la intensificación de la incertidumbre y los riesgos políticos podría haber tenido un impacto negativo en las decisiones de inversión y consumo. En un contexto de significativa depreciación del rublo desde el segundo semestre de 2013, la inflación aumentó en el primer trimestre de 2014 por encima del objetivo establecido por el banco central.

Economías Emergentes de Asia

En China, el crecimiento continuó la tendencia descendente observada desde finales del año pasado. En el primer trimestre de 2014, el crecimiento del PIB real disminuyó hasta el 7.4%, en tasa anual, desde el 7.7% del trimestre anterior. En tasa trimestral, el crecimiento disminuyó hasta el 1.4%, desde el 1.7% del trimestre anterior, debido a factores transitorios y a la debilidad de la inversión, en particular, en el sector de la vivienda. En los meses siguientes, el ritmo de crecimiento debería afianzarse como consecuencia del fortalecimiento de la demanda externa de las economías avanzadas y de las discretas medidas de estímulo fiscal y monetario. Las autoridades continúan insistiendo en que China se encamina por una senda de crecimiento más lento pero más sostenible y que las expectativas de crecimiento por consiguiente deberán adaptarse.

Las presiones inflacionarias continúan siendo moderadas y la inflación anual, medida por el IPC, sigue fluctuando en torno al 2%, mientras que, medida por el IPRI, se mantiene en valores negativos.

El crecimiento del crédito continúa desacelerándose, en particular por los menores volúmenes de préstamos a corto plazo y de préstamos no bancarios, lo que indica que la calidad del crédito podría estar mejorando. El comercio exterior se está estabilizando en cifras anuales, tras la drástica caída registrada en meses anteriores del año en curso. Como resultado, el superávit comercial se recuperó ligeramente, pero sigue siendo reducido desde una perspectiva histórica.

Por lo que respecta a otras economías emergentes de Asia, tras un repunte en el segundo semestre del pasado año, el crecimiento en la región se moderó al inicio de 2014, ya que el menor crecimiento de la economía china tuvo efectos adversos, especialmente en otras economías asiáticas con las que China mantiene estrechos lazos económicos y financieros. No obstante, las perspectivas están mejorando en India y en otras economías emergentes de Asia que han emprendido reformas y han reducido los desequilibrios. Por consiguiente, la perspectiva de una recuperación económica sigue siendo firme, especialmente para las economías orientadas a la exportación, que se beneficiarán de la gradual aceleración de la demanda en las economías avanzadas.

Examinando con más detalle la evolución de algunas economías se observa que, en India, el crecimiento fue, en general, débil en 2013, pero se recuperó en el primer trimestre de 2014 hasta el 6.1%, impulsado por el gasto. Este incremento del PIB estuvo determinado por un repunte del consumo, aunque las exportaciones también siguen siendo fuertes, como consecuencia de las ganancias de competitividad y del aumento de la demanda de las economías avanzadas. Al mismo tiempo, las importaciones fueron débiles, debido a las restricciones impuestas a las importaciones de oro, lo que dio lugar a mejoras significativas de la balanza de cuenta corriente. Los precios disminuyeron

rápidamente y de forma generalizada en el primer trimestre de 2014, pero los precios más altos de los alimentos y un repunte de la actividad podrían dar lugar a presiones al alza. La economía de Indonesia creció 1% en el primer trimestre de 2014, cifra significativamente inferior al 1.5% registrado en el cuarto trimestre de 2013. Esta desaceleración se debió, principalmente, al debilitamiento de las exportaciones y de la demanda interna, ya que los aumentos de las tasas de interés, que ascendieron a 175 puntos básicos en el transcurso de 2013, comenzaron a afectar a la inversión. Los precios más bajos del petróleo y la debilidad de la demanda dieron lugar a una nueva caída de la inflación medida por el IPC, que disminuyó hasta el 7.3% en abril, pero sigue situándose notablemente por encima de la banda establecida como objetivo (3.5 al 5.5%). En Corea del Sur, la solidez de la inversión y las exportaciones continuó respaldando el crecimiento del PIB, que se situó en 0.9% en el primer trimestre de 2014. La aceleración del crecimiento se traduce en una mayor inflación, que aumentó hasta el 1.5% en abril de 2014, pero sigue situándose por debajo de la banda del 2 al 4% fijada como objetivo por el Banco de Corea.

Oriente Medio y África

El crecimiento en los países de Oriente Medio continuó siendo dispar hacia finales de 2013 y a principios de 2014. Las economías exportadoras de petróleo siguieron registrando una sólida expansión de la actividad, mientras que, en algunos lugares de la región afectados por la primavera árabe, la producción se vio frenada por la persistencia de las tensiones políticas y la agitación social, que retrasaron la implementación de políticas económicas que propician un mayor crecimiento, así como una mayor recuperación del gasto del sector privado. En el África Subsahariana el crecimiento siguió siendo sólido, respaldado por una moderada recuperación de la actividad en Nigeria y Sudáfrica y por la inversión en infraestructura y en industrias extractivas.

América Latina

En América Latina, la actividad económica cobró cierto impulso hacia finales de 2013, pero siguió siendo débil en los primeros meses de 2014, observándose grandes diferencias entre las principales economías de la región. Las restricciones por el lado de la oferta y el limitado margen de maniobra para aplicar medidas de política anticíclicas en un entorno de elevada inflación están frenando el crecimiento del producto en Brasil, mientras que el aumento de los desequilibrios internos y las presiones del tipo de cambio están afectando a la confianza y al desempeño económico en Argentina. Por el contrario, en México la actividad económica se está beneficiando de un repunte de la demanda externa, en particular de Estados Unidos de Norteamérica, y de la normalización del gasto público, en la medida en que van desapareciendo los factores transitorios que disminuyeron la demanda el pasado año. Por consiguiente, se prevé una gradual recuperación del crecimiento en 2014, respaldada por la mejora de la demanda global, aunque se mantendrá por debajo de la tendencia histórica.

En Brasil, el crecimiento del PIB real experimentó una desaceleración en el primer trimestre de 2014, pasando del 0.4%, en tasa trimestral, de los tres meses anteriores, al 0.2%. La desaceleración reflejó el descenso de la demanda interna y la contribución negativa de la demanda exterior neta, que se compensaron, en parte, con una elevada acumulación de existencias. Pese a las moderadas tasas de crecimiento, las presiones inflacionarias volvieron a intensificarse en los últimos meses, como consecuencia, de una perturbación de oferta de los alimentos motivada por una grave sequía en el sur del país, que afectó a las cosechas y provocó un aumento de los precios de los alimentos. Este factor, sumado a las elevadas expectativas de inflación hizo que el banco central incrementara de nuevo la tasa de interés oficial, en 25 puntos básicos hasta el 11%, en abril. No obstante, la institución decidió en mayo poner fin al ciclo de endurecimiento manteniendo sin variación la tasa de interés oficial tras un aumento acumulado de 375 puntos básicos desde abril de 2013. En México, el crecimiento del PIB real registró una

aceleración en el primer trimestre de 2014, hasta el 0.3% en tasa trimestral, frente al 0.1% del trimestre anterior. Por el lado de la oferta, el repunte del crecimiento reflejó algunas mejoras en las actividades de la industria y los servicios, mientras que en el sector agrícola se produjo un estancamiento. En Argentina, el crecimiento continuó su marcado descenso en el primer trimestre de 2014, como lo sugiere el indicador de actividad económica, que se contrajo un 0.7% en tasa trimestral. La elevada inflación está afectando el poder adquisitivo de los consumidores, mientras que las medidas de ajuste adoptadas para restablecer la estabilidad macroeconómica en el país, sumada a niveles de confianza históricamente bajos, están frenando el crecimiento.

Tipo de cambio

Desde comienzos de marzo hasta el 4 de junio de 2014, el euro se depreció ligeramente frente a las monedas de la mayoría de los principales socios comerciales de la zona del euro. En un entorno de volatilidad reducida en general, los movimientos de los tipos de cambio guardaron relación, en gran medida, con la evolución de las expectativas respecto a la 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 4 de junio de 2014, el tipo de cambio efectivo del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro se situaba un 0.6% por debajo del nivel registrado a comienzos de marzo, aunque un 2.3% por encima del observado un año antes.

Los movimientos contenidos del tipo de cambio efectivo reflejan la volatilidad relativamente baja de los tipos de cambio bilaterales del euro durante ese período. En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se ha debilitado frente al dólar estadounidense (1%) y la libra esterlina (1.2%) y se ha apreciado ligeramente frente al yen japonés (0.2%). Durante el período considerado, el euro se depreció también frente a las monedas de los países exportadores de materias primas, así como frente a las de las

economías emergentes de Asia, con la excepción del renminbi chino, frente al que se apreció 0.7 por ciento.

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.

Por lo que se refiere a las monedas de los restantes Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el tipo de cambio del euro se depreció en la mayoría de los casos: frente al leu rumano (2.5%), el forinto húngaro (2.3%), el esloti polaco (1.1%) y la kuna croata (1.1%). Al mismo tiempo, se apreció frente a la corona sueca (2.4%) y, en menor medida, frente a la corona checa (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.

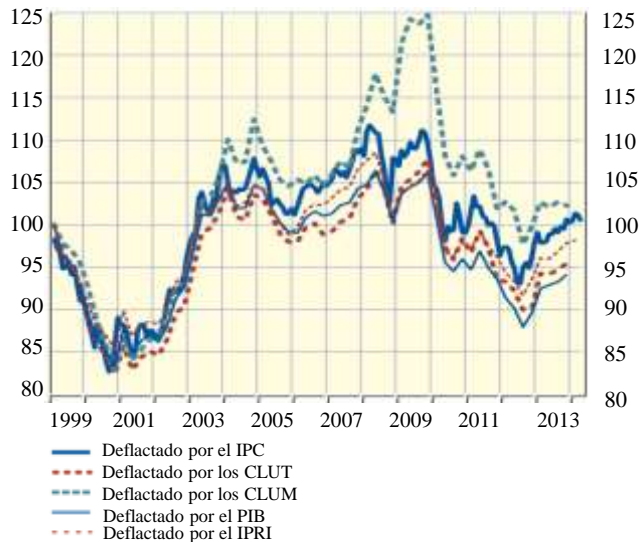
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO DEL EURO
-Datos diarios; unidades de moneda por euro; tasas de variación-

	Ponderación en el tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20)	Variación del tipo de cambio efectivo del euro a 4 de junio de 2014 con respecto al	
		3 de marzo de 2014	4 de junio de 2013
TCE-20		-0.6	2.3
Renminbi chino	18.7	0.7	6.2
Dólar estadounidense	16.8	-1.0	4.1
Libra esterlina	14.8	-1.2	-5.0
Yen japonés	7.2	0.2	6.5
Franco suizo	6.4	0.6	-1.6
Zloty polaco	6.2	-1.1	-2.2
Corona checa	5.0	0.4	6.5
Corona sueca	4.7	2.4	5.9
Won coreano	3.9	-5.1	-4.8
Forinto húngaro	3.2	-2.3	4.8
Corona danesa	2.6	0.0	0.1
Leu rumano	2.0	-2.5	0.2
Kuna Croata	0.6	-1.1	0.4

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.

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.

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costos de la zona del euro, en mayo de 2014, el tipo de cambio efectivo real

del euro basado en los precios de consumo se situaba un 2.4% por encima del nivel registrado un año antes. Este aumento refleja la apreciación nominal del euro durante el mismo período, 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.

Fuente de información:

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/14/Fich/bm1406-2.pdf>

Desarrollo Mundial en Crisis (CEPAL)

El 13 de junio de 2014, la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) publicó el documento “Desarrollo Mundial en Crisis” del que a continuación se presenta la Introducción y el Capítulo II. Panorama general y Conclusiones.

Resumen

Con algunas diferencias menores, en el mundo prevalecen dos estrategias paradigmáticas compatibles con el empuje de la globalización. Una está basada en la expansión del crédito como sustituto de la inversión y del empleo en la tarea de armonizar oferta y demanda agregadas en cada país. La brecha resultante entre ambas variables se cubre con importaciones, creando desequilibrios en el comercio internacional y en su financiamiento. La segunda opción está diseñada para cubrir las deficiencias en la demanda interna, exportando, esto es, usando el poder de compra de otros países. Dichas estrategias tienen la evidente ventaja política de eludir por un tiempo difíciles cuestiones distributivas. En la actualidad, sin embargo, ambas se tornan obsoletas ante los cambios de circunstancias y ante los desajustes mundiales atribuibles a su aplicación. Hay enormes desigualdades en la distribución de los beneficios del intercambio y también entre los recibidos por el capital y el trabajo. Esos desajustes se traducen en disímbrlos problemas políticos y económicos entre países y regiones que

hacen difícil encontrar respuestas comunes, prontas, a la crisis económica global y a la reconstrucción obligada del orden económico internacional.

Introducción

Ya han transcurrido cinco o seis años (2008) desde que Europa y los Estados Unidos de Norteamérica están inmersos en una crisis que algunos piensan es el preludio de un prolongado período de cuasi-estancamiento o de una lentísima recuperación global, singularmente en ofrecer equidad social y empleo a las poblaciones. Al propio tiempo, ya ha ocupado más de cuatro décadas el asentamiento de la libertad de mercados y el encogimiento de los estados con reducción manifiesta del progreso universal y de los regímenes de protección social.

Debido a diversas circunstancias, los focos de irradiación del crecimiento mundial están semiapagados, no sólo en satisfacer su función principal, sino en terminar prontamente una recesión que casi alcanza en profundidad a la Gran Depresión de los Años Treinta. A partir de la séptima década del siglo pasado, los ritmos del desarrollo mundial menguan y la ocurrencia de caídas cíclicas se multiplica, mientras las sucesivas recuperaciones no alcanzan a corregir el desempleo y mucho menos la sesgada distribución del ingreso en buena parte de los países. Más aún, cuando se recobra impulso económico, éste no es parejo ni suele repercutir favorablemente en el bienestar general de las poblaciones.

En los países industrializados hay salarios estancados, desempleo y reparto crecientemente desigual del ingreso con retroceso de los estados benefactores. En muchas naciones en desarrollo, junto al congelamiento o lento avance de las remuneraciones salariales reales, se da una enorme desocupación estructural manifiesta en el trabajo informal, que absorbe entre 30 y 60% de la mano de obra y que, por supuesto, acentúa las desigualdades distributivas. En las economías emergentes de nuevo cuño (China y la India) y en algunas industrializadas (Alemania), las estrategias

exportadoras contienen el consumo interno, aunque sean eficaces en sacar de la pobreza a segmentos importantes de los ciudadanos.²

Sumadas todas esas circunstancias, no es de extrañar la presencia de desequilibrios globales, siendo la principal la demanda insuficiente y, con ello, el persistente olvido de la pobreza y el desempleo que dejaron de ser los objetivos centrales de las políticas públicas. Se trata de fallas medulares en los paradigmas o modelos vigentes de crecimiento que conviene estudiar para encontrar respuestas a la prolongada crisis económica y al estrechamiento consiguiente de los sistemas democráticos. Veamos esta cuestión un poco más de cerca.

II. Panorama general y conclusiones

Lo mencionado hasta aquí se refleja nítidamente en las cifras del cuadro siguiente. El período 1950-1973 es una época de auge económico donde confluyen aspiraciones democráticas, ideales igualitarios y paradigmas económicos que preconizan empleo pleno y desarrollo, como prelación fundamentales. Entonces, el mundo creció a una tasa cercana al 5% anual, con Europa a poca distancia, el Japón al ritmo inusitado del 9%, los Estados Unidos de Norteamérica casi al 4% y México sobre el 6%. Después, el desarrollo y el empleo decaen y la distribución del ingreso, en vez de igualarse, se concentra. Entre 1973 y 2012, las tasas de crecimiento del mundo se comprimen 35% con respecto a 1950-1973, las de Estados Unidos de Norteamérica 33%, las de Europa

² Salvo contadas excepciones, desde los años setenta del siglo pasado se deterioró la distribución primaria del ingreso entre los ricos y pobres de las poblaciones. Movimientos por igual significativos se registran en los distintos estratos sociales. La participación en el producto de los gobiernos se estanca o descende, mientras ocurre —excepto en años críticos— lo contrario con la actividad privada; avanzan los sectores financieros con respecto a los propiamente productivos; ganan los trabajadores —sobre todo los mejor calificados— del sector moderno de las economías en relación con los desempleados, informales o marginados; pierden las pequeñas y medianas industrias frente a las mayores corporaciones; el ascenso de los ingresos de las clases medias pierde peso, al tiempo que suben las ganancias de los grupos de mayor riqueza; entre estos últimos, ganan terreno los extremadamente ricos frente a los que son menos. Stiglitz (2012); Piketty y Sáez (2003); Noah (2012); Atkinson y Piketty (comp.) (2010); Piketty (2014); Zalewski y Whalen (2010), y Wray (2012). Los problemas de la desigualdad y con impacto en el crecimiento ya reciben atención en el Fondo Monetario Internacional. Véase Ostry y otros (2014).

o Japón más del 70% y las de México 44%. El persistente ascenso, principalmente de China, no alcanza a compensar la pérdida del impulso económico del mundo.

TASAS REALES DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO

Período	Mundo	Estados Unidos de Norteamérica	Europa	Japón	Alemania	China	México
1950-1973 ^{a/}	4.91	3.91	4.81	9.29	5.68	4.92	6.37
1973-2003 ^{a/}	3.17	2.94	2.19	2.62	1.72	7.34	4.32
2004-2012 ^{b/}	3.90	1.71	0.51	0.81	1.52	10.55	2.72
1973-2012 ^{c/}	3.20	2.61	1.78	2.18	1.64	7.81	3.58

^{a/} Las cifras de base son de A. Maddison, *The World Economy*, OECD, París.

^{b/} Las cifras de base son del FMI.

^{c/} Los resultados derivados de la combinación de las dos fuentes de datos que pueden responder a metodologías algo distintas.

FUENTE: CEPAL.

Esas cifras captan tendencias poco favorables de la economía universal, marcadas por el agotamiento del creditismo y de las exportaciones como paradigmas del crecimiento. Hoy es notoria la repetida aparición de inestabilidades,³ la proliferación de intereses encontrados, así como la distribución sesgada de los beneficios del comercio. La inferencia parece inescapable, la libertad de mercados, como se le ha concebido hasta ahora, no hace desaparecer las crisis periódicas y produce resultados inferiores en términos de bienestar a los del paradigma internacional anterior, si se exceptúa otra vez el caso de China y de pocos países más. A pesar de ello, sin nostalgia, cabría admitir que la historia no es reversible. De aquí en adelante convendría concebir y emprender transformaciones paradigmáticas que recuperen las viejas prelación del empleo y la democracia, pero ahora, a escala necesariamente universal.⁴ De lo contrario, habría que

³ A título ilustrativo, a diferencia del período de tranquilidad entre 1940-1960, la Reserva Federal de los Estados Unidos de Norteamérica en prevención o en corrección de inestabilidades financieras, serias o graves, ha debido intervenir repetidamente en los Estados Unidos de Norteamérica: en 1966, 1970, 1974-1975, 1979-1980, 1982-1992, 2000-2001 y 2008-2009.

⁴ Según Hyman Minsky, "There is a need for rethinking the system of intervention into capitalist economies that has evolved out of the New Deal Structure ... In particular, there is a need to make full employment the main goal of economic policy, mainly because a full employment economy is supportive of democracy...". Véase Minsky (1996).

reconstruir anacrónicamente las fronteras nacionales, esto es, emprender un regreso imposible en la historia.

En síntesis, el creditismo y las exportaciones son los dos principales mecanismos económicos ideados con el propósito de cuidar el crecimiento dentro de la globalización y eludir los espinosos temas de la distribución del ingreso y de su acompañante obligado, el empleo de la fuerza de trabajo. Por un tiempo, ambos paradigmas mejoraron el bienestar de algunos países o la sensación de bienestar al menos de las clases medias de otros, mientras las prelaiones reales iban a favorecer a los núcleos empresariales líderes, singularmente del sector financiero. Pero a la larga, el primero hizo caer a las economías industrializadas en la trampa de la liquidez y el segundo a minar el ascenso de la globalización.

El primer esquema consistió en sustituir los efectos multiplicadores de la inversión y del empleo por la simple expansión del crédito —sobre todo del consumista, aunque también del público—, como sostén de la demanda, de las utilidades empresariales y a usar a las importaciones como medio de llenar la brecha resultante de la insuficiencia de la inversión-producción (Estados Unidos de Norteamérica, España, México, Grecia), así como medio de quebrar la inflación y las demandas salariales. El segundo echa mano de las exportaciones globalizadas para cubrir la cortedad de la demanda interna, de los salarios y del empleo, con ventas al exterior, captadoras del poder adquisitivo del resto del mundo (Alemania, China, Corea).

La obsesión por imprimir continuidad a ambas estrategias obstruye soluciones prontas a las recesiones universal o nacionales. Además, su paulatino agotamiento invita a caer en un prolongado período de prosperidad semiestancada. Ambas estrategias están afectadas por falacias de composición que, en el mejor de los casos, podrían ayudar a ciertos países afortunados, pero agravarían los desequilibrios de otros y los del conjunto de naciones. Asimismo, ambas estrategias se apoyan y arrancan de la alianza de los gobiernos con las

cúpulas empresariales del mundo, comprometiendo la representatividad política de los sistemas democráticos nacionales.

Quiérase o no, la probabilidad de afianzar la recuperación pronta del mundo está sujeta a múltiples factores de incertidumbre. La economía norteamericana, siendo la más adelantada en salir del receso cíclico, todavía enfrenta recaídas en su crecimiento — como la de los últimos meses— y serias trabas políticas para combinar armoniosamente acciones —ideológicas, monetarias, regulatorias, fiscales— propulsoras del empleo y de la justicia distributiva. Asimismo, a escala global, los Estados Unidos de Norteamérica quizás hayan perdido peso para arrastrar la prosperidad del mundo y dictar o influir en los términos de un mejor paradigma económico universal. Europa insiste en su terca adhesión —ahora generalizada— a las estrategias exportadoras; apenas inicia una recuperación frágil y desigual y está lejos de haber amalgamado en un todo coherente las políticas aplicables a las economías empobrecidas del Sur con las más sólidas del Norte; asimismo, sigue arriesgando caer en procesos deflacionarios y de no afianzar reformas estructurales complejas, como la de la unión bancaria y la de la armonización de las políticas fiscales. En suma, la recuperación europea depende de la voluntad alemana por alentar el consumo interno, el financiamiento de los países atrasados de la Comunidad y la recomposición de los deteriorados estados benefactores. Por igual, en Japón subsisten factores de incertidumbre, principalmente relacionados con los resultados del experimento de combinar el gasto fiscal con el impulso monetario para combatir la deflación y recuperar, incluso devaluando, el vigor de las exportaciones. China enfrenta dilemas en extremo complejos, parece obligada a pivotear su crecimiento —como ya lo hace— menos en las exportaciones y más en la demanda interna —aunque recientemente se haya visto obligada a invertir el ciclo revaloratorio del renminbi—, a resguardar difíciles equilibrios sociales altamente dependientes del ritmo de desarrollo y a consolidar su posición en los sectores manufacturero, exportador y financiero mundiales. Por lo pronto, ya experimenta ritmos descendentes de crecimiento

económico, aun cuando continuará manteniendo un considerable liderazgo económico global (Navarrete, 2014).

El grueso de los países emergentes (India, Brasil, Sudáfrica, Argentina, Turquía, México) tendrá que acomodarse a condiciones externas más duras en el intercambio comercial y el financiamiento internacionales derivados del reordenamiento de las políticas de los gobiernos primermundistas y de sus bancos centrales. En particular, enfrentarán desplazamiento de los flujos de capital y el alza de las tasas internacionales de interés, así como el debilitamiento de la demanda mundial de materias primas. Esos fenómenos ya deprimen su desarrollo, los orillan a devaluar, a elevar las tasas de interés, admitir mayor inflación e, indirectamente, a comprimir su aporte a las transacciones internacionales.

En ese complicado contexto, los países se esfuerzan por cuidar de lo propio y transferir a otros el costo del ajuste económico global (Rickards, 2011). La senda de los acomodos fiscales y de la balanza de pagos emprendida por el Primer Mundo seguramente enturbiarán las perspectivas de las economías emergentes y acrecentarán los sacrificios a pagar dentro de los acomodos globales. Por su parte, países del tamaño de China o la India, con alta probabilidad, adoptarán medidas defensivas con potencial de crear trastornos, costos, a terceras naciones.

En síntesis, el mundo se encuentra en un parteaguas. Hay fuerzas que intentan el regreso con pocos retoques al sistema económico del pasado, frente a aspiraciones —aun desprovistas de fuerza política— para alcanzar algo sustancialmente mejor, con seguridad y progreso para todos. Sería ingenuo esperar una rápida y, sobre todo, homogénea recuperación económica y social del mundo. Son tantos los frentes abiertos, tan poderosos los intereses afectados, que su asimilación enfrentará dilaciones, avances y retrocesos inevitables. Las trabas y enfrentamientos políticos tardarán en disolverse; estarán enraizados en problemas y aspiraciones disímbolas de los distintos países y

regiones que dificultan amalgamarlos en estrategias cooperativas. Habrá que aguardar la aparición de condiciones propicias entre las potencias líderes que lleven a estructurar nuevos paradigmas universales y luego a que se trasminen a otras latitudes. Entre tanto, hay probabilidad alta de que el mundo vaya subdividiéndose en bloques con visiones discordantes y que los costos del ajuste de la crisis global y de su corrección recaigan desproporcionadamente sobre los países económicamente más débiles. Un tercer escenario, no del todo imposible, consistiría en la recaída en otra crisis global que fuerce al mundo a salir del letargo decisorio prevaleciente, aunque multiplique los costos sociales a pagar.

Fuente de información:

<http://www.eclac.org/publicaciones/xml/6/53106/DesarrolloMundialenCrisis.pdf>

**El crecimiento de China se modera
Mientras avanza el proceso de
transformación económica (BM)**

El 6 de junio de 2014, el Banco Mundial (BM) dio a conocer el informe “China Economic Update⁵” (Actualización económica de China), el cual señala el crecimiento de China se moderará a mediano plazo, mientras su economía sigue reequilibrándose gradualmente. Se espera que el crecimiento se reduzca a 7.6% en 2014 y a 7.5% en 2015, lo que representa una disminución respecto del 7.7% registrado en 2013.

“El reequilibrio será disparate, debido a las tensiones entre las tendencias estructurales y las medidas orientadas a la gestión de la demanda a corto plazo”, comentó Chorching Goh, economista principal para China por parte de Banco Mundial.

La desaceleración del primer trimestre responde a una combinación de factores: la disipación de los efectos de medidas que se habían adoptado previamente para respaldar

⁵http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/EAP/China/China_Economic_Update_June2014.pdf

el crecimiento, el deterioro del contexto externo y el endurecimiento del crédito, en especial para bienes inmuebles. Sin embargo, la actividad económica, incluida la producción industrial, mostró signos de repunte en las últimas semanas. La reciente aceleración, que probablemente se sostendrá en los próximos dos trimestres, refleja la solidez del consumo, la recuperación de la demanda externa y la adopción de nuevas medidas de respaldo al crecimiento, como inversiones en infraestructura e incentivos tributarios para pequeñas y medianas empresas.

En el informe sobre China se identifican varios riesgos asociados a este ajuste gradual. En primer lugar, el desapalancamiento (desendeudamiento) desorganizado de los Gobiernos locales podría generar una fuerte desaceleración de la inversión. En segundo lugar, un cambio abrupto en el costo de capital o el acceso a capital para sectores como el de bienes inmuebles podría reducir significativamente la actividad económica. Por último, es posible que la recuperación de las exportaciones no se materialice si disminuye el crecimiento en las economías avanzadas.

PRINCIPALES INDICADORES DE CHINA

	2013	2014 ^{a/}	2015 ^{a/}	2016 ^{a/}
Producción, empleo y precios				
PIB real (variación porcentual anual)	7.7	7.6	7.5	7.4
Demanda interna (variación porcentual anual)	8.3	7.8	7.5	7.5
Índice de producción industrial ^{b/} (variación porcentual anual)	9.7	9.0	9.0	9.0
Desempleo (en porcentaje) ^{c/}	4.1	4.1	4.1	4.1
Salarios reales (variación porcentual anual)	9.0	9.0	9.0	9.0
Índice de precios al consumidor (variación porcentual anual)	2.6	3.0	3.0	3.0
Sector público				
Ingresos gubernamentales (como porcentaje del PIB)	22.7	21.8	21.5	20.9
Gastos gubernamentales (como porcentaje del PIB)	24.6	23.9	23.5	22.9
Saldo gubernamental (como porcentaje del PIB)	-2.1	-2.1	-2.0	-2.0
Deuda gubernamental interna (como porcentaje del PIB) ^{d/}	15.3	15.9	16.4	16.8
Comercio exterior, balanza de pagos y deuda externa				
Balanza comercial (miles de millones de dólares ^{e/})	259.2	375.7	418.2	440.0
Exportación de bienes (miles de millones de dólares)	2 219.0	2 392.0	2 587.2	2 768.7
Importación de bienes (miles de millones de dólares)	1 859.0	2 016.3	2 169.0	2 328.7
Saldo de la cuenta corriente (miles de millones de dólares)	188.6	238.9	304.5	346.0
Saldo de la cuenta corriente (como porcentaje del PIB)	2.1	2.3	2.6	2.7
Reservas internacionales, brutas (miles de millones de dólares)	3 866.3	4 122.3	4 407.9	4 705.0
Mercados financieros				
Tipo de cambio (Renminbi/dólar, fin del período)	6.1	6.0	6.0	5.9
Información adicional				
PIB nominal (en miles de millones de dólares)	9 185.0	10 492.6	11 707.4	13 056.7

^{a/} Proyecciones a partir de 2014.

^{b/} Los datos anuales no son comparables con los datos trimestrales y mensuales. Los datos anuales cubren a todas las empresas industriales, mientras que los datos trimestrales y mensuales se refieren sólo a las empresas con ventas superiores a los 5 millones de Renminbis.

^{c/} Únicamente desempleo oficial urbano, se excluye a los trabajadores despedidos.

^{d/} Incluye bonos del tesoro, bonos financieros de política, y otras obligaciones financieras.

^{e/} En dólares estadounidenses.

FUENTE: Estimaciones y proyecciones de Banco Mundial.

En el informe se señala que las respuestas de políticas a estos riesgos de mediano plazo deberían concentrarse en reformas del sector tributario y financiero, que integraban el programa de reforma del Gobierno presentado en noviembre de 2013. Las reformas incluyen la gestión y supervisión eficaces del rápido crecimiento del crédito, sobre todo en el sistema bancario informal, y la reducción gradual de la deuda de los gobiernos locales, que se ha acumulado como consecuencia de actividades extrapresupuestarias y cuasifiscales.

“Las medidas de reforma propuestas tienen un carácter estructural”, asevera Karlis Smits, economista superior y autor principal del informe. “En el mediano plazo, estas medidas de políticas mejorarán la calidad del crecimiento de China, contribuyendo a que sea más equilibrado, inclusivo y sostenible, y sentarán las bases de un desarrollo económico sólido”.

Si bien es posible que estas reformas reduzcan el crecimiento a corto plazo, la adopción de políticas que promuevan la competencia, reduzcan las barreras de entrada a sectores protegidos y aligeren la carga administrativa que enfrentan las empresas ayudará a mitigar el impacto y crear una economía más orientada al mercado.

Fuente de información:

<http://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2014/06/06/china-growth-moderates-with-continued-economic-transformation>

Fuente del cuadro:

http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/EAP/China/China_Economic_Update_June2014.pdf

Latinoamérica y la sombra de China (BBVA Research)

El 8 de junio de 2014, la sección de Análisis Económico de BBVA Research dio a conocer el artículo “Latinoamérica y la sombra de China” que se presenta a continuación.

Es bien conocido el movimiento pendular que suelen tener los mercados cuando cambian algunos de los factores clave en la historia del dinamismo de una región. Ahora mismo en América Latina vivimos un aumento del pesimismo sobre el efecto de una desaceleración en China, especialmente sobre América del Sur, más integrada comercialmente con ella y más expuesta a las variaciones de los precios de las materias primas que, por ejemplo, México.

Primero, el contexto. Es cierto que asistimos a una desaceleración de la economía china y que dejamos atrás los años de crecimiento a tasas superiores al 8%. Y por una buena razón. China necesita un cambio estructural para reducir el excesivo peso de la inversión y tener un crecimiento más equilibrado, al tiempo que reduce los riesgos en su sector financiero, especialmente el no bancario. Pero lo que prevemos es una desaceleración que aún debería mantener tasas de crecimiento por encima del 7% en los próximos años, convergiendo al 6% en 2020. Esto es aún un crecimiento robusto cuando lo comparamos con el resto del mundo, y que seguirá contribuyendo a la demanda externa de América Latina y al sostenimiento —que no aumento— de precios altos de las principales materias primas. Una hipotética mayor desaceleración en China es un escenario en este momento muy poco probable, por las palancas que tienen las autoridades económicas para evitarlo.

¿Significa eso que no hay que preocuparse por China? En absoluto. Qué duda cabe que una desaceleración adicional en ese país tendría efectos negativos significativos sobre la región. Pero es importante tener en cuenta que hay varias Latinoamérica. No sólo es que México se ve menos afectado por el gigante asiático. También es verdad que, frente a una improbable mayor desaceleración en China, los amortiguadores disponibles en América del Sur son muy heterogéneos. Aquí destacan, sin lugar a dudas, los países andinos (Colombia, Perú y Chile), que son los que están mejor posicionados para volver a utilizar políticas económicas contracíclicas ante un *shock* transitorio, como ya lo hicieron con éxito durante la crisis global de 2008-2009. De este modo, probablemente Perú y Chile —más expuestos a la demanda proveniente de China y a la caída del precio de los metales que se generaría en ese escenario— sufrirían una reducción del crecimiento menor que, por ejemplo, Brasil, que ya no cuenta con margen de maniobra monetario o fiscal, por una inflación alta y un déficit fiscal en aumento.

Esto, sin duda, resalta la importancia de recomponer los espacios para las políticas económicas que se usaron en la crisis global hace cinco años. Algunos países en América

Latina lo han hecho mucho más que otros, lo que los deja menos expuestos frente a lo que pueda venir.

Fuente de información:

<https://www.bbvaresearch.com/publicaciones/latinoamerica-y-la-sombra-de-china/>

El trilema de China (Project Syndicate)

El 13 de junio de 2014, la organización Project Syndicate (*PS*) publicó los comentarios de Yu Yongding⁶ en torno al trilema que está experimentando China. A continuación se presenta la información.

Un economista y premio Nobel mostró que una economía puede mantener dos —pero sólo dos— de tres características fundamentales: independencia de la política monetaria, un tipo de cambio fijo y libertad de corrientes de capitales transfronterizas, pero actualmente China está haciendo malabarismos con las tres, cosa que está resultando cada vez más difícil de mantener

A primera vista, puede parecer que no estamos ante ese caso. En vista de que el Banco Popular de China (BPCH) ha mantenido en gran medida la independencia de su política monetaria a lo largo de los tres últimos decenios y gestiona activamente el tipo de cambio del renminbi, es natural concluir que China impone controles estrictos de las corrientes de capitales. En realidad, China liberalizó la entrada de la inversión extranjera directa hace más de veinte años y en adelante relajó los controles de gran parte de la cuenta de capital.

⁶ Yu Yongding fue Presidente de la Sociedad China de Economía Mundial y Director del Instituto de Economía y Política Mundial de la Academia China de Ciencias Sociales, colaboró en el Comité de Política Monetaria del Banco Popular de China de 2004 a 2006. También se desempeñó como miembro del Comité Asesor de Planificación Nacional de la Comisión de Desarrollo Nacional y Reforma de la República Popular China.

Las medidas adoptadas por China para regular las corrientes de capitales transfronterizas nunca han sido demasiado eficaces. Durante la crisis financiera asiática del decenio de 1990, China tuvo que aplicar medidas draconianas para impedir la fuga de capitales. A comienzos del decenio de 2000, empezó a afluir a China capital a corto plazo, porque los inversionistas apostaban por la apreciación del renminbi y, a partir del período 2004-2006, por el aumento de los precios de los activos. Desde que en 2009 se lanzó la internacionalización del renminbi, se produjo un marcado aumento del arbitraje del tipo de cambio y de las operaciones de acarreo.

Desde luego, los controles de capitales de China, aunque porosos, aumentan los costos de las transacciones al trasladar capital a corto plazo a China y sacarlo de ella, lo que reduce la presión para la apreciación del tipo de cambio del renminbi; en circunstancias extremas, ese fenómeno podría desempeñar un papel decisivo en la seguridad financiera de China, pero las corrientes de capitales siguen cruzando —aunque no con libertad total— las fronteras de China.

Eso plantea una pregunta evidente: ¿cómo puede China desafiar el trilema de Mundell al mantener los tres objetivos normativos simultáneamente? La respuesta estriba en la política de esterilización de China.

China ha acumulado un superávit en la cuenta de capital durante la mayor parte de los treinta últimos años y un superávit comercial todos los años desde 1993. El BPCH mantiene estable el tipo de cambio interviniendo intensamente en el mercado de divisas y creando tanta liquidez, que las autoridades deben hacer una esterilización en gran escala para no excederse en el aumento específico de la base monetaria.

En China, a diferencia de lo que ocurre en los países avanzados, la política de esterilización y la monetaria son con frecuencia una y la misma. El grado de expansionismo de la política monetaria depende del grado de esterilización a que se ha sometido la liquidez creada por la intervención en el mercado de divisas.

El instrumento monetario usado con más frecuencia en la esterilización son las operaciones de mercado abierto. En vista de los dos superávits de China, el BPCH vendió todos los bonos estatales que había acumulado en 2003, por lo que desde entonces ha estado vendiendo letras del Banco Central y actualmente los bancos cuentan con cinco billones de yuanes (812 mil millones de dólares) en esa clase de letras.

Otro instrumento importante para la esterilización es la relación entre reservas y necesidades, que, cuando aumenta, inmoviliza una gran cantidad de liquidez en el sistema bancario. Esa relación, que el BPCH ha cambiado 42 veces desde 1998, asciende actualmente al 20%, el doble de la de los grandes bancos de los Estados Unidos de Norteamérica.

Sea cual fuere el mecanismo, los costos de la esterilización son muy elevados. Para empezar, al mantener un tipo de cambio real infravalorado, China ha caído en la llamada “trampa del dólar”, con lo que ha contribuido a aumentar la importancia internacional del dólar a expensas de la propia China. Con el paso del tiempo, el absurdo de esa política resultará cada vez más patente.

Además, la esterilización provoca una asignación de recursos gravemente errónea, cuyo ejemplo más evidente es el de que funciona como una subvención para el sector exportador, a expensas del resto de la economía. Una forma menos advertida de asignación de recursos errónea se debe a que sólo los vendedores de divisas ganan liquidez, pero los efectos afectan a toda la economía. A consecuencia de ello, las empresas medianas y pequeñas que producen bienes no comercializables se ven privadas de fondos muy necesarios y padecen las externalidades negativas de la esterilización.

Además, el elevado coeficiente de reservas y la compra forzosa de letras del Banco Central reduce en gran medida los beneficios de los bancos comerciales, fenómeno que se intensificará con la liberalización de los tipos de interés. La búsqueda de réditos con los fondos disponibles incitará a los bancos a hacer inversiones más arriesgadas.

Además, hay que tener en cuenta los costos cuasifiscales. Por fortuna, pese a los bajos rendimientos de los activos extranjeros, aún no son un gran problema para China, en vista de los bajos costos de las obligaciones correspondientes del BPCH.

Aun así, aunque las predicciones de que China abandonaría sus controles del tipo de cambio para cumplir con la autonomía monetaria han resultado erróneas a lo largo del último decenio, esta vez puede ser diferente. Como la liberalización de los tipos de interés y de las corrientes de capitales a corto plazo dificultan cada vez más la posibilidad de hacer malabarismos con la “trinidad irreconciliable” de Mundell, es de esperar que los dirigentes chinos permitan por fin la flotación del renminbi sin por ello dejar de mantener los controles de capitales vigentes.

Fuente de información:

<http://www.project-syndicate.org/commentary/yu-yongding-predicts-that-china-may-soon-have-little-choice-but-to-float-the-renminbi/spanish>

Guía de un economista para la guerra y la paz (Project Syndicate)

El 4 de junio de 2014, la organización Project Syndicate (PS) publicó el artículo “Guía de un economista para la guerra y la paz”, elaborado por de Steve Killelea⁷. A continuación se presenta el contenido.

Las noticias sobre conflictos acaparan los titulares actuales: ya sea sobre la guerra civil Siria, las batallas callejeras en Ucrania, el terrorismo en Nigeria o la represión policiaca en Brasil, la inmediatez espantosa de la violencia es demasiado evidente. Sin embargo, mientras los comentaristas debaten sobre las cuestiones geoestratégicas, la disuasión, la lucha étnica y el drama de las personas comunes en medio de todo, rara vez se aborda

⁷ Steve Killelea es el presidente ejecutivo del Instituto de Economía y Paz.

de forma objetiva el tema de otro elemento vital de los conflictos —su costo económico—.

La violencia conlleva un alto precio. El costo global de contener la violencia o tratar sus consecuencias alcanzó la increíble suma de 9.5 billones de dólares (11% del Producto Interno Bruto (PIB) mundial) en 2012. Esto es más del doble del tamaño del sector agrícola mundial y supera el gasto total en ayuda exterior.

Ante estas sumas colosales, es crucial que los responsables del diseño de políticas analicen adecuadamente dónde y cuándo se gasta el dinero, y pensar formas de reducir dicho gasto. Por desgracia, es raro que se reflexione seriamente sobre estos asuntos. En gran medida se debe a que las campañas militares están motivadas muchas veces por cuestiones geoestratégicas, no por lógica financiera. Aunque los oponentes a la guerra de Irak podrían haber acusado a los Estados Unidos de Norteamérica de codiciar los campos petroleros del país, la campaña no estaba diseñada en términos económicos, sin entrar en detalles. La guerra en Vietnam y otros conflictos también fueron catástrofes financieras.

Hay cuestionamientos similares en cuanto al gasto en armas durante tiempos de paz. Por ejemplo, uno puede contestar la lógica financiera de la decisión reciente de gastar 24 mil millones de dólares en la adquisición de los problemáticos aviones de caza de ataque conjunto (Joint Strike Fighters), y al mismo tiempo preparar al país para los recortes de presupuesto más severos que haya habido durante décadas.

El gasto despilfarrador relacionado con la violencia no solo es cuestión de guerra o disuasión. Por ejemplo, campañas caras y duras de orden público, si bien son atractivas para los votantes, en general tienen poco efecto en los niveles subyacentes de delincuencia. Ya sea una guerra mundial o patrullaje local, los conflictos siempre conllevan fuertes aumentos del gasto público, el punto clave es si éstos valen la pena.

Por supuesto, gastar dinero para contener la violencia no siempre es malo. Siempre es bienvenida y necesaria la presencia de la policía, las fuerzas militares o seguridad personal, y si se despliega adecuadamente propiciará menos gasto del dinero de los contribuyentes a largo plazo. El asunto pertinente es si las sumas gastadas en cada caso son apropiadas.

Ciertamente, pocos países han logrado un buen equilibrio al abordar la violencia y lo han hecho mediante un gasto relativamente pequeño. Así pues, hay maneras de reducir el gasto innecesario. El gasto efectivo debido a conflictos corrientes o potenciales se puede lograr mediante un trabajo minucioso sobre la prevención. Sabemos cómo se sustentan las sociedades pacíficas: una distribución equitativa del ingreso, el respeto a los derechos de las minorías, estándares educativos altos, bajos niveles de corrupción y un ambiente empresarial atractivo.

Además, cuando los gobiernos gastan de más para contener la violencia, despilfarran dinero que podría invertirse en otras áreas más productivas, como infraestructura, desarrollo empresarial o educación. La mayor productividad que resultará en consecuencia, por ejemplo, por la creación de escuelas en lugar de cárceles, mejorará el bienestar de los ciudadanos, disminuyendo así la necesidad de invertir para prevenir la violencia. Yo lo llamo “el círculo virtuoso de la paz.”

Comparemos, por ejemplo, los cerca de 10 billones de dólares gastados en 2012 en el mundo para contener la violencia con los costos globales que ocasionó la reciente crisis financiera mundial. El ex director de crédito de Standard & Poor’s estima que las pérdidas globales debido a la crisis ascendieron a 15 billones de dólares entre 2007 y 2011, que es la mitad del costo derivado por la violencia durante el mismo período. Si los responsables del diseño de políticas dedican el mismo dinero y tiempo a prevenir y contener los conflictos, el beneficio, en términos de menos violencia y un crecimiento económico más rápido, podría ser enorme.

Los gobiernos pueden empezar a reevaluar su gasto en ayuda. Globalmente, ya gastan 75 veces más en contener la violencia que en la ayuda total combinada exterior para el desarrollo. Asimismo, no es una coincidencia que los países con el mayor gasto relacionado con la violencia como proporción del PIB figuran entre los más pobres del mundo —Corea del Norte, Siria, Liberia, Afganistán y Libia, por nombrar algunos—. ¿Podría este dinero destinarse a inversiones con miras a reducir o prevenir el conflicto?

Además de las razones humanitarias obvias que hay para invertir en la paz, en especial cuando se lleva a cabo en el marco de estructuras internacionales de desarrollo, dichas inversiones también es una de las maneras más efectivas en términos económicos de desarrollar una economía y equilibrar un presupuesto. Vale la pena debatir este tema.

Fuente de información:

<http://www.project-syndicate.org/commentary/steve-killelea-makes-the-case-for-more-investment-in-the-prevention-and-reduction-of-violent-conflict/spanish>