
V. POSTCRISIS FINANCIERA MUNDIAL

La brecha del crecimiento entre ambos lados del Atlántico (Project Syndicate)

El 22 de julio de 2014, la organización Project Syndicate publicó el artículo “La brecha del crecimiento entre ambos lados del Atlántico”, elaborado por Daniel Gros¹. A continuación se incluye el contenido.

La crisis financiera mundial que estalló con toda su fuerza en el año 2008 afectó a Europa y Estados Unidos de Norteamérica de una manera muy similar —al menos al principio—. A ambos lados del Atlántico, el desempeño económico se estancó en el año 2009 y comenzó a recuperarse el 2010.

Pero, a medida que la crisis financiera mutó convirtiéndose en la crisis del euro, se abrió un abismo económico entre Estados Unidos de Norteamérica y la eurozona. Durante los últimos tres años (2011-2013), la economía de Estados Unidos de Norteamérica creció en aproximadamente seis puntos porcentuales más. Incluso teniendo en cuenta el diferencial demográfico que es cada vez mayor, mismo que en la actualidad asciende a alrededor de la mitad de un punto porcentual por año, la economía de Estados Unidos de Norteamérica ha crecido en cerca de 4.5 puntos porcentuales más en estos tres años sobre una base per cápita.

La razón principal de la brecha es la diferencia en el consumo privado, que creció en Estados Unidos de Norteamérica, pero cayó en la eurozona, especialmente en su periferia. Un atrincheramiento del consumo público en realidad resta más demanda en

¹ Daniel Gros es director del Centro con sede en Bruselas de Estudios Políticos Europeos. Ha trabajado para el Fondo Monetario Internacional (FMI), y se desempeñó como asesor económico de la Comisión Europea, el Parlamento Europeo, y el primer ministro francés y el ministro de Finanzas. Es el editor de *Economie Internationale* y *International Finance*.

Estados Unidos de Norteamérica (0.8 puntos porcentuales) que en la Unión Europea (0.1 puntos). Esto podría parecer un tanto sorprendente a la luz de todo lo que se habla sobre la austeridad impuesta por Bruselas.

De hecho, el consumo público en la eurozona se mantuvo de facto bastante constante durante los últimos tres años, mientras que ha disminuido sustancialmente en Estados Unidos de Norteamérica. (Lo mismo es cierto de la inversión pública, aunque esta constituye una proporción tan pequeña del Producto Interno Bruto (PIB) que las diferencias transatlánticas no podrían haber tenido un gran impacto en el crecimiento durante un horizonte de tres años).

La contracción de la inversión privada en Europa da cuenta de sólo una pequeña parte (un tercio) de la brecha de crecimiento. Si bien las tensiones en los mercados financieros que acompañaron a la crisis del euro tuvieron un fuerte impacto negativo en la inversión en la periferia de la eurozona, la demanda de inversión también se mantuvo débil en Estados Unidos de Norteamérica, lo que minimiza la diferencia general.

La clave de la brecha de crecimiento es la capacidad de resiliencia del consumo privado en Estados Unidos de Norteamérica, esto no es sorprendente, debido a que los hogares estadounidenses han reducido su carga de endeudamiento de manera considerable desde un pico de más del 90% del PIB, mismo que se alcanzó justo antes de la crisis. La carga de endeudamiento más baja también es una razón clave para entender por qué se prevé que este año y el próximo el consumo siga creciendo mucho más rápido en Estados Unidos de Norteamérica en comparación con la eurozona.

Pero la pregunta crucial —y que es una pregunta que rara vez se formula— es cómo los hogares estadounidenses pudieron reducir la carga de su deuda durante un período de alto desempleo y de casi ningún aumento salarial, mientras que al mismo tiempo pudieron mantener el crecimiento del consumo. La respuesta se encuentra en las hipotecas “sin recurso” y los rápidos procedimientos de bancarrota.

Millones de viviendas estadounidenses que fueron compradas con hipotecas de alto riesgo fueron embargadas y ejecutadas en los últimos años, lo que obligó a que sus dueños, al no poder realizar los pagos de sus deudas, salgan de dichas viviendas. Pero, como resultado de las hipotecas sin recurso en muchos estados de Estados Unidos de Norteamérica, después de dicho proceso de embargo y ejecución, la totalidad de deuda hipotecaria se extingue, incluso si el valor de la casa es demasiado bajo como para cubrir el saldo que aún se adeuda.

Además, incluso en aquellos estados donde hay pleno recurso, por lo que el propietario sigue siendo responsable por el importe total del préstamo hipotecario (es decir, la diferencia entre el saldo a pagar y el valor recuperado por la venta de la casa), los procedimientos estadounidenses para la bancarrota personal ofrecen una solución relativamente rápida. Millones de estadounidenses se han declarado en bancarrota personal desde del año 2008, por lo que extinguieron en dicha forma su deuda personal. Lo mismo aplica a cientos de miles de empresas pequeñas.

Por supuesto, también ha habido una oleada de bancarrotas en la periferia de la eurozona. Sin embargo, en países como Italia, España y Grecia, la duración de un procedimiento de bancarrota se mide en años, no en meses o semanas, como en Estados Unidos de Norteamérica. Además, en la mayor parte de la Europa continental una persona puede ser dada de alta de su deuda sólo después de un largo período, a menudo de entre 5 a 7 años, durante el cual casi todos sus ingresos se deben dedicar al pago de la deuda.

En Estados Unidos de Norteamérica, por el contrario, el período correspondiente dura menos de un año en la mayoría de los casos. Por otra parte, las condiciones para ser liberado de la deuda tienden a ser más estrictas en Europa. Un caso extremo es España, donde la deuda hipotecaria nunca se extingue, ni siquiera después de una bancarrota personal.

Esta diferencia clave entre Estados Unidos de Norteamérica y Europa (continental) explica la resiliencia de la economía de Estados Unidos de Norteamérica frente al colapso de su auge crediticio. La deuda excesiva acumulada por los hogares ha sido saldada mucho más rápido; y, una vez que se han reconocido las pérdidas, las personas pueden empezar de nuevo.

La causa de la brecha de crecimiento entre ambos lados del Atlántico, por lo tanto, no debe ser buscada en la excesiva austeridad aplicada a la eurozona o en la excesiva prudencia del Banco Central Europeo (BCE). Existen razones estructurales que explican el porqué de la recuperación lenta de la economía de la eurozona después de la crisis financiera que ocurrió en su periferia. Lo más importante, en comparación con Estados Unidos de Norteamérica, es que el exceso de deuda creado durante los años de bonanza ha sido mucho más difícil de saldar.

Los personeros europeos están en lo correcto cuando promueven las reformas estructurales de los mercados laborales y de productos de los países de la Unión Europea. Sin embargo, dichos personeros también deberían centrarse en reformar y agilizar los procedimientos de bancarrota, de manera que se puedan reconocer las pérdidas con mayor rapidez y los hogares sobre-endeudados puedan empezar de nuevo, en lugar de verse encadenados durante años.

Fuente de información:

<http://www.project-syndicate.org/commentary/daniel-gros-attributes-america-s-edge-over-europe-to-its-faster-bankruptcy-procedures/spanish>

La moratoria a la Griesa de la Argentina (Project Syndicate)

El 7 de agosto de 2014, la organización Project Syndicate publicó el artículo “La moratoria a la Griesa de la Argentina”, elaborado por Joseph E. Stiglitz y Martín Guzmán². A continuación se incluye el contenido.

El 30 de julio pasado los acreedores de la Argentina no recibieron su pago semestral sobre los bonos que fueron reestructurados después de la última moratoria de este país en el año 2001. Argentina había depositado 539 millones de dólares en el Bank of New York Mellon unos días antes para dicho efecto. No obstante, este banco no pudo transferir los fondos a los acreedores: el juez federal de Estados Unidos de Norteamérica de había ordenado que la Argentina no podía pagar a los acreedores que aceptaron su reestructuración hasta que primero pague completamente—incluyendo el pago de intereses vencidos—a aquellos acreedores que se negaron a participar en dicha reestructuración.

Por primera vez en la historia ocurrió que a un país que está dispuesto y tiene la capacidad para pagar a sus acreedores, un juez le impide hacerlo. Los medios de comunicación denominan a la situación como una moratoria por parte de la Argentina, pero el hashtag #Griesafault en Twitter describió dicha situación de manera mucho más precisa. Argentina ha cumplido con las obligaciones que tiene con sus ciudadanos, y también con las que tiene con sus acreedores quienes aceptaron la reestructuración que este país realizó. El fallo de Griesa, sin embargo, alienta al comportamiento usurero, se torna en una amenaza para el funcionamiento de los mercados financieros

² Joseph E. Stiglitz es premio Nobel de Economía y profesor universitario en la Universidad de Columbia, fue presidente del Consejo de Asesores Económicos del presidente Bill Clinton y se desempeñó como Vicepresidente Senior y Economista Jefe del Banco Mundial. Su libro más reciente, en coautoría con Bruce Greenwald, es “La creación de una sociedad del conocimiento: un nuevo enfoque para el Crecimiento, Desarrollo, y el Progreso Social”.

Martín Guzmán es investigador postdoctoral en el Departamento de Economía y Finanzas en la Universidad de Columbia Business School.

internacionales y desafía un principio básico del capitalismo moderno: los deudores insolventes necesitan un nuevo comienzo.

Las moratorias soberanas son eventos comunes que tienen muchas causas. Para Argentina, la ruta a su moratoria del año 2001 comenzó cuando su deuda soberana se incrementó rápidamente, cuál si fuese un globo que se infla, en la década de los años 1990; dicho aumento se produjo de manera concurrente a las reformas económicas neoliberales del “Consenso de Washington”, mismas que según las creencias de los acreedores iban a enriquecer al país. El experimento falló, y el país sufrió una profunda crisis económica y social, con una recesión que duró desde el año 1998 hasta el 2002. Al final de dicho período, se alcanzó un porcentaje récord: el 57.5% de los argentinos se encontraban viviendo en niveles de pobreza, y la tasa de desempleo se disparó hasta alcanzar un 20.8 por ciento.

Argentina reestructuró su deuda en dos rondas de negociaciones, en el año 2005 y el 2010. Más del 92% de los acreedores aceptaron el nuevo acuerdo, y recibieron bonos intercambiados y bonos indexados al Producto Interno Bruto (PIB). Todo funcionó bien, tanto para la Argentina como para los que aceptaron la reestructuración. La economía creció vertiginosamente, por lo que la rentabilidad de los bonos indexados al PIB fue muy generosa.

Pero los llamados inversionistas buitres vieron la oportunidad de obtener beneficios aún mayores. Los buitres no eran ni inversionistas a largo plazo en Argentina, ni optimistas que creían que las políticas del Consenso de Washington irían a funcionar. Simplemente ellos fueron especuladores que se abalanzaron tras la moratoria del año 2001 y compraron bonos, que fueron vendidos por inversores que habían entrado en pánico, a un precio que representaba una fracción de su valor nominal. Posteriormente, demandaron a la Argentina para obtener el 100% de dicho valor. NML Capital, una filial del fondo de cobertura Elliot Management cuyo ejecutivo principal es Paul Singer,

invirtió 48 millones de dólares en bonos en el año 2008; gracias al fallo de Griesa, NML Capital ahora debería recibir 832 millones de dólares —una ganancia de más del 1 mil 600 por ciento—.

Las cifras son tan altas, en parte, debido a que los buitres buscan cobrar intereses vencidos, mismos que, para el caso de algunos valores, incluyen una prima de riesgo país —la tasa de interés más alta que se ofreció cuando se emitieron los bonos para compensar la percepción de que existía sobre una mayor probabilidad de que ocurra una moratoria—. Griesa consideró que esa tasa era una tasa razonable. Económicamente, sin embargo, no tiene ningún sentido. Cuando un país paga una prima de riesgo sobre su deuda, significa que la moratoria es una posibilidad. Pero si un tribunal dictamina que un país siempre debe reembolsar su deuda, no existe un riesgo de moratoria que deba ser compensado.

El reembolso en los términos estipulados por Griesa devastaría a la economía de la Argentina. NML Capital y los otros buitres, que a pesar de que en su conjunto solamente representan al 1% de los acreedores, recibirían un total de 1.5 mil millones de dólares. Otros acreedores que se negaron a participar en el proceso de reestructuración (6.6% del total) recibirían 15 mil millones de dólares. Y, debido a que en la reestructuración de la deuda se estipula que todos los acreedores que aceptaron dicha reestructuración podrían demandar que sus acreencias sean tratadas de acuerdo con los mismos términos que se otorgan a los acreedores que se negaron a participar en dicho proceso de reestructuración, Argentina podría entrar en apuros ya que tendría que pagar 140 mil millones de dólares adicionales.

Por lo tanto, cada ciudadano argentino podría adeudar más de 3 mil 500 dólares —es decir más de un tercio del ingreso promedio anual per cápita—. Si se aplicará la proporción equivalente en Estados Unidos de Norteamérica, ello significaría que todos los ciudadanos estadounidenses estarían obligados a pagar alrededor de 20 mil dólares

—dinero que iría a llenar los bolsillos de algunos multimillonarios que están decididos a exprimir y sacarle el jugo a la Argentina y dejarla sin un centavo—.

Pero además, la existencia de las permutas de incumplimiento crediticio, o CDS por su denominación en inglés, crea la posibilidad de mayores ganancias para los buitres. Una permuta de incumplimiento crediticio otorga un seguro frente a un incumplimiento, ya que paga en caso de que los bonos no paguen. Los CDS pueden producir ganancias sustanciales, independientemente de si los bonos son o no son reembolsados —reduciendo de esta manera el incentivo que tuviesen los titulares de los bonos para llegar a un acuerdo—.

En el período previo al 30 de julio, los buitres llevaron a cabo una campaña para promover el miedo. Ellos aseveraban que una segunda moratoria en 13 años sería un gran revés para la Argentina, ya que amenazaría a la frágil economía del país. Sin embargo, todo ello se basaba en la conjetura de que los mercados financieros no irían a distinguir entre una moratoria y una moratoria a la Griesa, o como se la denomina en inglés una “Griesafault”. Afortunadamente, los mercados sí hicieron la distinción: las tasas de interés para las diferentes categorías de préstamos a empresas argentinas no reaccionaron ante el suceso. De hecho, los costos de endeudamiento al 30 de julio fueron más bajos que el promedio para todo el año.

En última instancia, sin embargo, se pagará un precio alto por la moratoria a la Griesa —el precio será menor para Argentina que el que tendrá que pagar la economía mundial y los países que necesiten acceso al financiamiento externo—. Estados Unidos de Norteamérica sufrirá también. Sus tribunales han sido una farsa: como un observador señaló, quedó bien claro que Griesa nunca llegó a desentrañar la complejidad del tema. El sistema financiero de Estados Unidos de Norteamérica, que ya ha ganado práctica en la explotación de los estadounidenses que viven en niveles de pobreza, ha ampliado sus esfuerzos, expandiéndolos a nivel mundial. Los prestatarios soberanos no van a

confiar —y no deberían confiar— en la imparcialidad y competencia del poder judicial de Estados Unidos de Norteamérica. El mercado para la emisión de dichos bonos se trasladará a otro lugar.

Fuente de información:

<http://www.project-syndicate.org/commentary/joseph-e--stiglitz-and-martin-guzman-argue-that-the-country-s-default-will-ultimately-harm-america/spanish>

Se intensifica el drama con la deuda de Argentina (WSJ)

El 14 de agosto de 2014, el periódico *The Wall Street Journal* (WSJ) publicó el artículo “Se intensifica el drama con la deuda de Argentina”, el cual se presenta a continuación.

La turbulencia financiera de Argentina se intensificó el 13 de agosto, cuando uno de los fondos de cobertura que busca el pago de sus tenencias de bonos en cesación de pagos expresó pocas esperanzas de una solución y el peso cayó a un nivel récord luego un recorte de tasas sorpresivo.

Aurelius Capital Management LP dijo el mismo día que no hay “posibilidades realistas” de que el enfrentamiento con el gobierno argentino se resuelva mediante un acuerdo liderado por representantes de la banca privada.

Bancos en Argentina y Estados Unidos de Norteamérica han tratado de llegar a un acuerdo para ayudar al país sudamericano a pagar la deuda que le debe a un grupo de fondos de cobertura y reanude el pago de intereses a otros bonistas.

Muchos inversionistas y analistas ven un pacto de ese tipo como la mejor esperanza para sacar a Argentina de la cesación de pagos en la que cayó el 31 de julio, con un efecto potencial sobre 29 mil millones de dólares en deuda en circulación.

Los bonos denominados en dólares del país que se vencen en 2033, que estuvieron entre los que entraron *en default*, se negociaban a alrededor de 84 centavos sobre el dólar el 13 de agosto, frente a 86.8 centavos del 12 de agosto, de acuerdo con operadores y Markit. Los agentes dijeron que esta semana el volumen ha sido ligero, lo que dificulta tener un precio correcto.

El peso argentino fue golpeado fuertemente ayer luego de que el banco central sorprendió a los inversionistas con una reducción de las tasas de interés en alrededor de un punto porcentual en las letras de tres y cuatro meses en su subasta semanal.

La decisión del martes de recortar las tasas probablemente se verá como una señal de que los planes del ministro de Economía argentino de estimular la economía están prevaleciendo sobre los esfuerzos del Presidente del Banco Central de frenar la inflación, dijeron analistas.

“El mismo gobierno continua enterrándose”, dijo el Director Gerente de la corredora CRT Capital Group LLC.

El peso argentino llegó a 13.15 frente al dólar en el mercado negro, rompiendo el récord previo de 13.10 en enero, cuando el gobierno devaluó la moneda 20%, de acuerdo con el diario El Cronista, que hace seguimiento a las tasas de cambio en el mercado paralelo. El peso se mantenía estable en el mercado oficial a 8.2730.

Para añadir a la tensión, una decisión esta semana de un tribunal de Estados Unidos de Norteamérica podría facilitar que, NML Capital Ltd., un fondo de cobertura que es parte de los acreedores que no aceptaron un canje de deuda (conocidos como *holdouts*), embargue activos de un socio de la Presidenta de Argentina y su difunto esposo. La decisión del juez federal del distrito de Nevada, facilitaría a NML a descubrir información sobre una red de 123 compañías basadas en ese estado y que presuntamente están vinculadas con un empresario de la construcción.

La segunda cesación de pagos de Argentina en casi 13 años no ha causado que la economía o el peso se derrumben como sucedió en el *default* de 2001, cuando el país dejó de pagar unos 100 mil millones de dólares en deuda. Pero la debilidad del peso en el mercado negro y el alza en las compras de dólares legales este mes por argentinos sugiere que las personas están cada vez más nerviosas por el futuro de la economía. Se espera que la economía se contraiga casi 0.9% este año, según sondeos de analistas realizados por *FocusEconomics*.

El dólar ha sido un objeto de codicia en los últimos tres años, dado el enorme gasto del gobierno que ha dado lugar a unas de las tasas de inflación más altas del mundo. Los controles cambiarios fueron impuestos hace casi tres años para evitar que los extranjeros y los residentes locales agotaran las reservas internacionales del banco central al cambiar sus pesos por dólares.

La batalla judicial con un grupo de bonistas en Estados Unidos de Norteamérica, que llevó a Argentina a una cesación de pagos de su deuda el 30 de julio, ha aumentado la demanda de dólares ante los temores de una inminente devaluación y un alza inflacionaria.

El *default* se produjo después de que los fondos NML, de Elliott Management Corp., y Aurelius, ganaron una demanda judicial en Estados Unidos de Norteamérica por el pago total de los bonos que Argentina incumplió en 2001 y después de que una Corte de Distrito de Estados Unidos de Norteamérica determinó que Argentina no podía pagarles a los tenedores de bonos reestructurados si al mismo tiempo no atendía su deuda con los *holdouts*.

Aurelius indicó en un comunicado que ha “negociado con muchos actores privados” para resolver el nuevo *default* de Argentina tras el fallido intento de realizar un pago de intereses de 539 millones de dólares. Las conversaciones sobre un posible acuerdo mediado por actores externos continuaban esta semana, dijo una persona al

tanto. “La interacción nos ha convencido de que no hay una perspectiva realista de una solución privada”, dijo Aurelius.

Los bancos involucrados en las conversaciones incluyen a J.P. Morgan Chase & Co., Citigroup Inc., Credit Suisse y HSBC Holdings PLC, según personas al tanto.

Numerosas empresas argentinas, entre ellas Corporación América, también han indicado su disposición a aportar dinero para que se llegue a un acuerdo.

Las negociaciones se cayeron porque los bancos querían garantías de los *holdouts* de que cobrarían toda la deuda en el caso de que Argentina se rehúse a cumplir con los compromisos después de que fondos de cobertura como Elliott se retiraran, dijo una persona al tanto.

Otros familiarizados con las conversaciones dicen que un acuerdo inmediato es prácticamente imposible debido a la complejidad de la situación y advierten que el *impasse* podría prolongarse hasta el año que viene.

En una audiencia, un juez de distrito estadounidense amenazó con declarar a Argentina en desacato si el gobierno continuaba haciendo declaraciones “falsas y engañosas” sobre su situación de deuda, incluyendo el argumento de Buenos Aires de que no está en falta porque realizó el depósito a sus bonistas que aceptaron sus reestructuraciones.

Argentina trató de demandar a Washington en la Corte Internacional de Justicia de La Haya, alegando que las cortes estadounidenses habían infringido su soberanía. La demanda, sin embargo, no puede proceder sin el consentimiento de Estados Unidos de Norteamérica y el gobierno del Presidente estadounidense dijo que no considera la corte internacional “como un canal apropiado para atender los temas de deuda de Argentina”.

Fuente de información:

<http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702304099004580090222092112414?tesla=y&tesla=y&mg=reno64-wsj&url=http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304099004580090222092112414.html>

Qué podemos aprender de Japón (Economy Weblog)

El 16 de agosto de 2014, el sitio electrónico Economy Weblog (*EW*) publicó que tras un 2013 con un robusto crecimiento del consumo (1.6%) y un incremento de las exportaciones que condujo al Producto Interno Bruto (PIB) al 1.5%; el Primer Ministro japonés se marcó como objetivo combatir la deflación y la apreciación del yen.

Tras siete Primeros Ministros en siete años, el actual Primer Ministro japonés llegó al cargo por segunda vez a finales del 2012. Su política económica ha dado incluso lugar al acrónimo, Abeconomics.

¿Cuál es el resultado? Si bien los dos puntos señalados, lograr inflación y depreciar la moneda local, se han logrado, el país tiene ahora mismo la mayor deuda pública del mundo (a finales del 2014 se espera una cifra en torno al 245.3% del PIB). La única razón por la que esta situación se mantiene es porque el 90% de esta enorme deuda se mantiene en manos de inversionistas nacionales. Las Abeconomics se sustentaban en una política monetaria y de gasto expansiva y la ejecución de reformas estructurales. Este último objetivo, igual que en otras economías europeas, sigue pendiente de ponerse en marcha.

Para los que abogan por la devaluación de la moneda local para incrementar las exportaciones, hay que señalar que la inflación lograda por Japón (primera alza en tres lustros) no se basa en un crecimiento sólido sino en un encarecimiento de las importaciones. Los datos del segundo trimestre del 2014 muestran la mayor caída de la economía desde el seísmo del 2011. Y la principal razón ha sido la caída en el consumo tras el aumento del Impuesto al Valor Agregado (IVA) del 5 al 8% el pasado mes de abril.

En definitiva, cuando una economía trata de salir de una crisis con aumento del gasto público y endeudamiento, subiendo impuestos y no atajando los problemas estructurales, el resultado es poco sorprendente: tras un período breve de crecimiento motivado por el incremento de obras y gasto público vuelve el estancamiento. Si Japón no tuviese una base tan amplia de inversionistas nacionales y un concepto tan sólido de país, hace tiempo que tendría serios problemas con su deuda.

Fuente de información:

<http://economy.blogs.ie.edu/archives/2014/08/que-podemos-aprender-de-japon.php>

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

El 14 de agosto de 2014, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Mensual. A continuación se presenta el “Editorial sobre la base de su análisis económico y monetario”.

En su reunión celebrada el 7 de agosto de 2014, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación las tasas de interés oficiales del BCE. La información disponible sigue siendo compatible con la valoración del Consejo de Gobierno de que continúa la recuperación moderada y desigual de la economía de la zona del euro, con tasas de inflación bajas y una débil evolución monetaria y crediticia. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación para

la zona del euro a mediano y largo plazo continúan firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2%. Las medidas de política monetaria adoptadas a principios de junio se han traducido en una relajación monetaria, que está en consonancia con las indicaciones del Consejo de Gobierno sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), y que refleja adecuadamente las perspectivas para la economía de la zona del euro, así como las diferencias en el ciclo de política monetaria entre las principales economías avanzadas. Las operaciones de financiamiento a plazo más largo con objetivo específico (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO) que se realizarán en los próximos meses acentuarán el carácter acomodaticio de la política monetaria. Mediante estas operaciones se proporcionará financiamiento a largo plazo en condiciones atractivas durante un período de hasta cuatro años a todas las entidades de crédito que alcancen determinados valores de referencia en relación con sus préstamos a la economía real. Esto debería contribuir a suavizar aún más las condiciones de financiamiento y estimular el crédito a la economía real. Conforme estas medidas se transmitan a la economía, contribuirán al retorno de la inflación a tasas más próximas al 2 por ciento.

Como ya se señaló anteriormente, y como continuación de la decisión de principios de junio, el Consejo de Gobierno ha intensificado los trabajos preparatorios relacionados con las compras simples en el mercado de bonos de titulización de activos destinadas a mejorar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno mantendrá un alto grado de acomodación monetaria. En lo que se refiere a las 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. Asimismo, el Consejo de Gobierno es unánime en su compromiso de utilizar también, si fuera necesario, instrumentos no convencionales

acordes con su mandato, para seguir contrarrestando los riesgos de un período de baja inflación demasiado prolongado. El Consejo de Gobierno tiene la clara determinación de asegurar el firme anclaje de las expectativas de inflación a mediano y largo plazo.

En lo que respecta al análisis económico, el Producto Interno Bruto (PIB) real de la zona del euro aumentó un 0.2%, en tasa trimestral, en el primer trimestre de este año. En relación con el segundo trimestre, los indicadores mensuales han mostrado cierta volatilidad, debido en parte a factores técnicos.

En general, la información reciente, incluidos los datos de las encuestas disponibles para julio, sigue siendo compatible con la expectativa del Consejo de Gobierno de que continúa la recuperación moderada y desigual de la economía de la zona del euro. En el futuro, diversos factores deberían respaldar la demanda interna, entre ellos, la orientación acomodaticia de la política monetaria y la actual mejora de las condiciones de financiamiento. Asimismo, los avances realizados en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales, así como el aumento de la renta real disponible, deberían contribuir positivamente al crecimiento económico. La demanda de exportaciones también debería beneficiarse de la actual recuperación mundial. Sin embargo, aunque los mercados de trabajo han mostrado señales de mejora adicionales, el desempleo sigue siendo elevado en la zona del euro y, en general, el nivel de utilización de la capacidad productiva continúa siendo considerablemente bajo. Por otra parte, la tasa de variación anual de los préstamos concedidos por las Instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado siguió siendo negativa en junio y los ajustes necesarios en los balances de los sectores público y privado probablemente continuarán frenando el ritmo de la recuperación económica.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja. En particular, la intensificación de los riesgos geopolíticos y la evolución de las economías emergentes y los mercados financieros mundiales podrían afectar

negativamente a las condiciones económicas, debido entre otras cosas a sus efectos sobre los precios de la energía y la demanda mundial de productos de la zona del euro. Otro riesgo a la baja está relacionado con la aplicación insuficiente de reformas estructurales en los países de la zona del euro, así como con un debilitamiento de la demanda interna mayor de lo esperado.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación anual medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) en la zona del euro fue del 0.4% en julio de 2014, frente al 0.5% registrado en junio. Esto se debe fundamentalmente a una menor inflación de los precios de la energía, mientras que el resto de componentes principales del IAPC se mantuvo prácticamente sin variación. Sobre la base de la información disponible, se prevé que la inflación anual medida por el IAPC se mantenga en niveles bajos durante los próximos meses y que aumente gradualmente durante 2015 y 2016. Mientras tanto, las expectativas de inflación a mediano y 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 por ciento.

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, las posibles repercusiones de la intensificación de los riesgos geopolíticos y la evolución del tipo de cambio serán objeto de un atento seguimiento.

En lo concerniente al análisis monetario, los datos de junio de 2014 siguen apuntando a un débil crecimiento subyacente del agregado monetario amplio (M3), con una tasa de crecimiento interanual del 1.5% en junio, frente al 1% registrado en mayo. El crecimiento del agregado monetario estrecho (M1) se situó en 5.3% en junio, frente al 5% de mayo. 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, continuó siendo un importante factor del crecimiento anual de M3.

La tasa de variación anual de los préstamos a sociedades no financieras (ajustada de ventas y titulaciones) siguió siendo negativa en el -2.3% en junio, frente al -2.5% de mayo y el -3.2% de febrero. La concesión de préstamos a las sociedades no financieras continúa siendo débil, como reflejo de su retraso con respecto al ciclo económico, el riesgo crediticio, los factores de oferta de crédito y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero. Al mismo tiempo, en lo que respecta a los flujos mensuales, los préstamos concedidos a sociedades no financieras han mostrado algunos signos de estabilización en los últimos meses, tras registrar considerables flujos mensuales negativos a principios de año. Esta evolución es acorde con los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del segundo trimestre de 2014, en la que las entidades de crédito indicaron que los criterios de concesión de préstamos a empresas se habían suavizado en términos netos. No obstante, dichos criterios siguen siendo bastante restrictivos en general, si se observan con perspectiva histórica. Asimismo, las entidades señalaron que las sociedades no financieras y los hogares han aumentado su demanda de préstamos neta. El crecimiento anual de los préstamos a hogares (ajustados de ventas y titulaciones) se situó en 0.5% en junio, prácticamente sin variación desde comienzos de 2013.

En el contexto de debilidad del crecimiento crediticio, la evaluación global de los balances de las entidades de crédito que el BCE está llevando a cabo reviste una importancia primordial. Las entidades de crédito deberían aprovechar al máximo este ejercicio para mejorar su nivel de capital, contribuyendo con ello a aumentar las posibilidades de expansión crediticia durante las próximas etapas de la recuperación.

En síntesis, el análisis económico indica que el actual nivel de baja inflación debería ir seguido de una evolución gradual ascendente de la inflación medida por el IAPC hacia

niveles más próximos al 2%. El contraste con las señales procedentes del análisis monetario confirma esta perspectiva.

En cuanto a las políticas fiscales, el saneamiento integral de las finanzas públicas en los últimos años ha contribuido a reducir los desequilibrios presupuestarios. Importantes reformas estructurales han mejorado la competitividad y la capacidad de ajuste de los mercados de trabajo y de productos de los países. Es preciso que estos esfuerzos cobren impulso ahora para aumentar el potencial de crecimiento de la zona del euro. Las reformas estructurales deberían centrarse en fomentar la inversión privada y la creación de empleo. Para restablecer la solidez de las finanzas públicas, los países de la zona del euro deberían actuar conforme al Pacto de Estabilidad y Crecimiento y mantener los progresos logrados en materia de consolidación fiscal. Dicha consolidación debería diseñarse de forma que favorezca el crecimiento. Una aplicación plena y consistente del marco de vigilancia presupuestaria y macroeconómica de la zona del euro es clave para reducir las elevadas tasas de endeudamiento público, incrementar el potencial de crecimiento y aumentar la capacidad de resistencia de la zona del euro frente a las perturbaciones.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primero se analiza la experiencia adquirida con las líneas de *swap* bilaterales entre bancos centrales para proporcionar liquidez en moneda extranjera. En el segundo se explican los motivos de la revisión de las normas estadísticas internacionales y las ventajas de las nuevas normas.

Fuente de información:

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/14/Fich/bm1408-1.pdf>

Evolución Económica y Monetaria (BCE)

El 14 de agosto de 2014, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Mensual en el que incluye el artículo “Entorno Exterior de la Zona del Euro”. A continuación se presenta el contenido.

La economía mundial se mantiene en una senda de recuperación gradual aunque desigual. Tras la débil actividad económica mundial observada en el primer trimestre, el ritmo de crecimiento se está reforzando poco a poco en las economías avanzadas. La dinámica del crecimiento también se recuperó en las economías emergentes, impulsada por la aceleración de crecimiento registrada en China. Sin embargo, el crecimiento global en general sigue siendo relativamente débil, debido a la existencia de restricciones por el lado de la oferta y en algunos casos, a las condiciones financieras más restrictivas y a los riesgos geopolíticos. A nivel mundial la inflación se estabilizó recientemente, mientras que la capacidad productiva sin utilizar sigue siendo abundante, lo que sugiere que no se prevén presiones inflacionistas significativas a corto plazo.

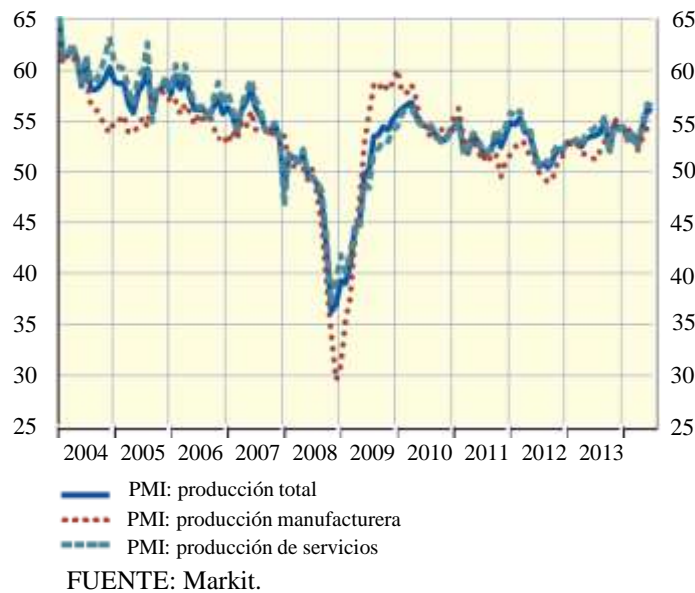
Actividad económica y comercio mundial

La actividad económica mundial continúa recuperándose de forma gradual aunque desigual. Después de la ligera debilidad temporal en el primer trimestre de 2014, la actividad mundial recuperó algo de fortaleza en el segundo trimestre, impulsada por una fuerte recuperación en Estados Unidos de Norteamérica, los factores temporales que afectaron negativamente a la economía al principio del año se han atenuado. Al mismo tiempo, en Reino Unido, la actividad económica mantuvo su dinamismo en el segundo trimestre, impulsada por la mejora de la confianza de los hogares y por un mercado inmobiliario muy activo. Por otra parte, China también recobró su crecimiento como consecuencia de la política de recuperación fiscal y de un nuevo aumento en el crédito. En cambio, la actividad económica de Japón se desaceleró en abril, después

aumentar el impuesto al valor agregado (IVA), sin embargo, la política monetaria fuertemente expansionista continuo apoyando la recuperación. En lo que respecta a Rusia, la actividad económica se desaceleró bruscamente debido a las presiones geopolíticas que también repercutieron negativamente en las regiones de Europa Central y Oriental.

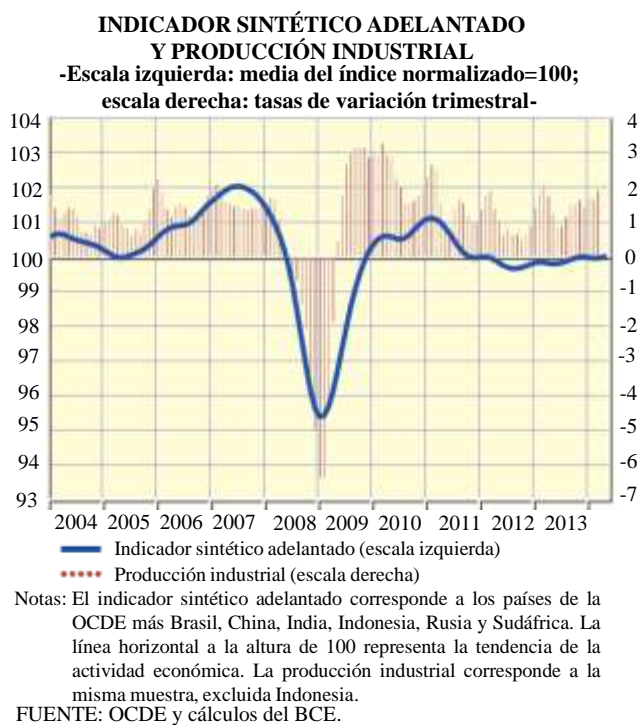
Los indicadores de opinión más recientes confirman que esta dinámica positiva sigue siendo dominante en el tercer trimestre, en un contexto donde el crecimiento continuo pasando de una región a otra. El Índice PMI (Purchasing Managers Index), de producción mundial, excluida la zona del euro se mantuvo prácticamente estable en julio respecto a junio en 56 puntos, la actividad fue impulsada principalmente por las economías avanzadas.

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



En consecuencia, el componente relativo del Índice PMI de nuevos pedidos de compras del sector manufacturero se situó en un nivel ligeramente superior al de julio. Por otro lado, en mayo el indicador sintético adelantado de la OCDE, diseñado para anticipar

los puntos de inflexión en la actividad económica en relación con la tendencia, continuó mostrando una dinámica positiva en las economías avanzadas, pero un crecimiento moderado en las principales economías emergentes. Un conjunto de factores económicos y políticos, principalmente los cuellos de botella estructurales y las tensiones geopolíticas han impedido una recuperación más fuerte en todas las economías de mercado emergentes.



El crecimiento del comercio mundial mantuvo una trayectoria negativa y se desaceleró aún más en mayo de 2014. De acuerdo con los últimos datos de la Bureau néerlandais d'analyse de politique économique (CPB), las importaciones mundiales reales de bienes disminuyeron trimestralmente 0.6% en mayo, siendo la tasa de crecimiento más débil observada desde hace dos años. El descenso se concentró en las economías emergentes y fue desencadenado por una nueva desaceleración comercial registrada en Asia y Europa Central y Oriental, mientras que las economías avanzadas sostuvieron un crecimiento positivo de sus intercambios comerciales, a pesar de sus bajos niveles. No obstante, en el sector manufacturero, el índice PMI global de nuevos pedidos

exteriores del sector manufacturero que desde principio de año permaneció estable por debajo del punto de equilibrio de 50 puntos, se prevé que la dinámica de intercambios comerciales se torne positiva a corto plazo.

El balance de riesgos para las perspectivas mundiales sigue orientado a la baja. En particular, los riesgos geopolíticos y la evolución de las economías de mercado emergentes y financieros internacionales podrían influir negativamente en la situación económica, principalmente a través de su impacto en los precios de la energía.

Evolución mundial de los precios

A pesar del aumento observado en los últimos meses, la inflación mundial se estabilizó en junio. El aumento general de los precios al consumidor en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), permaneció sin cambios en junio registrando 2.1%. Excluidos los alimentos y la energía, el aumento anual de los precios al consumidor en los países de la OCDE, también se mantuvo prácticamente sin cambios en junio situándose en 1.9%. En lo que respecta a la evolución por país, la inflación anual en junio, aumentó o se mantuvo estable en la mayoría de las economías avanzadas, a excepción de Japón. En cuanto a las economías emergentes, la inflación disminuyó en China, pero aumentó en Brasil y Rusia, permaneciendo muy por encima de las metas de inflación de los bancos centrales.

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

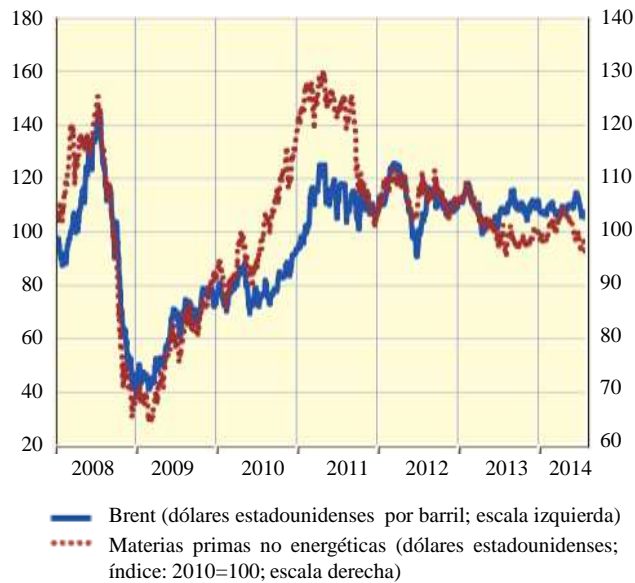
País	2012	2013	2014					
			Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun
OCDE	2.3	1.6	1.7	1.4	1.6	2.0	2.1	2.1
Estados Unidos de Norteamérica	2.1	1.5	1.6	1.1	1.5	2.0	2.1	2.1
Japón	0.0	0.4	1.4	1.5	1.6	3.4	3.7	3.6
Reino Unido	2.8	2.6	1.9	1.7	1.6	1.8	1.5	1.9
China	2.6	2.6	2.5	2.0	2.4	1.8	2.5	2.3
Inflación subyacente OCDE	1.8	1.6	1.6	1.6	1.7	2.0	1.9	1.9

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

Tomando en cuenta la existencia de abundante capacidad productiva sin utilizar a nivel mundial, la relativa estabilidad de los precios de la energía en los últimos meses y las expectativas de inflación bien ancladas (principalmente en las economías avanzadas), las presiones inflacionarias deberían permanecer limitadas en los próximos meses.

Las perspectivas de la inflación mundial están fuertemente afectadas por los cambios en los precios de las materias primas y sobre todo, por el precio de la energía. Después de un aumento moderado en junio, los precios del petróleo disminuyeron casi 6% en julio. El precio del crudo Brent se situó en 105 dólares estadounidenses por barril el 6 de agosto de 2014, siendo inferior en un 4% al nivel registrado un año antes. La reciente reducción de los precios del petróleo refleja la menor preocupación por las posibles pérdidas de las fuentes de suministro de petróleo relacionadas con los conflictos geopolíticos en Irak y Ucrania.

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS



Al mismo tiempo, la inestabilidad política y los problemas técnicos siguen pesando sobre la producción de petróleo tanto en los países de la Organización de Países

Exportadores de Petróleo (OPEP) como en los no pertenecientes, incluso si la oferta mundial se haya mantenido sin cambios en junio con respecto a mayo.

Por el lado de la demanda, según la Agencia Internacional de la Energía (AIE), el crecimiento de la demanda mundial de petróleo se mantiene inmóvil, de acuerdo con el moderado crecimiento del PIB mundial. Por consiguiente, los participantes del mercado esperan una ligera disminución en los precios del petróleo a mediano plazo, los contratos de futuros del Brent con vencimiento en diciembre de 2015 se negocian a 104 dólares estadounidenses por barril.

En términos agregados, los precios de las materias primas no energéticas descendieron aproximadamente 2% en julio con respecto a junio, lo que refleja una disminución significativa de los precios de los alimentos (de aproximadamente 18% desde principios de mayo). Esta evolución se explica por una reducción de los precios de los cereales dado que la cosecha debería ser abundante debido a las condiciones meteorológicas particularmente favorables. El índice de precios de las materias primas no energéticas (en dólares estadounidenses) actualmente se sitúa en un nivel comparable al del año anterior.

Evolución en algunas economías

Estados Unidos de Norteamérica

En Estados Unidos de Norteamérica, el PIB real experimentó una fuerte recuperación de la actividad en el segundo trimestre 2014, después de la desaceleración observada en el primer trimestre provocada por las condiciones climáticas. De acuerdo con la estimación preliminar de la Oficina de Análisis Económico (Bureau of Economic Analysis), el Producto Interno Bruto (PIB) real creció 4% en tasa anual (1% trimestral), frente a un descenso del 2.1% (-0.5% trimestral) en el primer trimestre de 2014, la recuperación del segundo trimestre refleja principalmente, la inversión de los factores

temporales que habían afectado el crecimiento en el trimestre anterior, como la contribución de existencias y las exportaciones. Además, los gastos de consumo privado y la formación bruta de capital fijo también contribuyeron positivamente al crecimiento, lo que indica que la demanda interna cobró impulso. Por otra parte, la demanda externa neta participó de forma negativa al crecimiento del PIB, pero en menor medida que en el primer trimestre debido a un incremento de las exportaciones.

Los indicadores disponibles de las encuestas de opinión registrados hasta julio indican que la economía de Estados Unidos de Norteamérica mantendrá su ritmo de crecimiento de la actividad económica en el tercer trimestre del 2014. La recuperación será respaldada por la reducción de la presión fiscal y el fortalecimiento de la demanda interna privada basada en las condiciones financieras acomodaticias, en la mejora de la confianza de los consumidores y empresarios. En particular, el consumo privado deberá ser apoyado por la atenuación del proceso de desendeudamiento de los hogares y la continua mejora en el mercado de trabajo, así como por los efectos riqueza positivos ligados a las inversiones financieras y a las inmobiliarias. El aumento de la demanda y las condiciones de financiamiento también favorecerán la inversión, como indican los últimos indicadores de confianza de los empresarios. Por otra parte, los resultados recientes de los indicadores relacionados con la actividad inmobiliaria fueron desiguales, la recuperación de la inversión residencial debería reforzarse al mismo tiempo con el aumento de la confianza de las constructoras observada en de julio.

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

País	Tasas de crecimiento anual					Tasas de crecimiento trimestral		
	2012	2013	2013	2014		2013	2014	
			IV	I	II		IV	I
Estados Unidos de N.	2.3	2.2	3.1	1.9	2.4	0.9	-0.5	1.0
Japón	1.4	1.5	2.4	2.8	--	0.1	1.6	--
Reino Unido	0.3	1.7	2.7	3.0	3.1	0.7	0.8	0.8
China	7.7	7.7	7.7	7.4	7.5	1.7	1.5	2.0

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

La inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) se estabilizó en junio, después de haber aumentado en los tres meses anteriores, reflejando principalmente los factores temporales, es decir, un repunte del aumento de los precios de los alimentos y la energía. El aumento anual del IPC se estabilizó en el 2.1% en junio, mientras que el incremento de los precios de la energía permanecieron elevados por tercer mes consecutivo. En cambio, la inflación anual, excluidos los alimentos y la energía disminuyó 1.9% después de registrar 2% en mayo, lo que refleja una reducción del aumento de precios de vivienda y servicios médicos. Por lo tanto, la inflación únicamente deberá crecer gradualmente, teniendo en cuenta la ausencia de factores temporales que provocaron el reciente aumento de los precios. Además, los recursos de la economía sin utilizar en el mercado de trabajo y el moderado incremento de los salarios deberían reducir las presiones de los precios.

En un contexto de mejora de las perspectivas económicas, el Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) anunció en su reunión del 30 de julio de 2014, una reducción del ritmo de compras mensuales de activos por otros 10 mil millones, hasta 25 mil millones de dólares estadounidenses a partir de agosto. Esta reducción se distribuye por igual entre las compras de valores respaldados por préstamos hipotecarios (de 15 mil millones a 10 mil millones de dólares estadounidenses) y a los bonos del tesoro a largo plazo (de 20 mil millones a 15 mil millones de dólares estadounidenses). El Comité reafirmó que para determinar el período de duración durante el cual la banda fijada como objetivo de los fondos federales se mantendrá entre un rango de 0 a 0.25% se “deberá tomar en cuenta una amplia gama de información, incluyendo las medidas de la situación el mercado de trabajo, los indicadores de las presiones inflacionarias y las expectativas de inflación, además de los datos relativos a la evolución financiera.”

Japón

En Japón, después de los resultados relativamente sólidos de principio de 2014, los últimos indicadores económicos confirman que la actividad probablemente se contrajo en el segundo trimestre del año, bajo el efecto del reequilibrio de la demanda privada luego del aumento en el IVA que se dio en abril y los gastos realizados de manera anticipada en el primer trimestre. Después de una fuerte caída en abril, el consumo privado real se recuperó moderadamente en los meses siguientes, mientras que en junio la producción industrial registró una nueva contracción. Al mismo tiempo, los pedidos privados de maquinaria disminuyeron significativamente en mayo y las exportaciones reales de bienes se redujeron fuertemente en mayo y junio, lo que indica una cierta debilidad en la inversión privada no residencial y de las exportaciones en el segundo trimestre. Sin embargo, más recientemente, los indicadores del clima de negocios de las encuestas de opinión fueron ligeramente desiguales. Por ejemplo, en julio, el índice del sector manufacturero mantuvo su punto de equilibrio de expansión.

La inflación disminuyó ligeramente en junio, después de haber aumentado durante los seis meses anteriores, debido al aumento del IVA en abril. El incremento anual de la inflación medida por el IPC disminuyó ligeramente en junio, situándose en 3.6% (frente al 3.7% del mes anterior), mientras que el IPC, excluidos los alimentos, bebidas y energía aumentó ligeramente situándose en el 2.3% (2.2% en el mes anterior). Haciendo abstracción de los efectos en junio, el aumento del IVA aplicado en abril (y tomando en cuenta las estimaciones su impacto por el Banco de Japón), la inflación general anual disminuyó ligeramente ubicándose en 1.5% (desde el 1.6% el mes anterior) y la inflación anual excluyendo alimentos, bebidas y energía, se incrementó moderadamente, pasando de 0.5 al 0.6%, después de disminuir significativamente el mes anterior.

En su reunión de política monetaria del 15 de julio 2014 el Banco de Japón decidió mantener sin cambios los objetivos para la base monetaria.

Reino Unido

La fuerte dinámica de la actividad económica continuó en Reino Unido en el segundo trimestre 2014. Según estimaciones preliminares, el crecimiento real del PIB se mantuvo en el 0.8% en tasa trimestral. La actividad fue impulsada principalmente por el crecimiento en los servicios, pero el sector de la producción también contribuyó positivamente. Aunque el desglose de los componentes de la demanda aún no esté disponible, los datos de alta frecuencia muestran que la actividad económica se sostuvo por la dinámica del mercado inmobiliario residencial y por un fortalecimiento del consumo privado. Esta evolución reflejó el seguimiento de la continua mejora en el mercado de trabajo, el desempleo disminuyó nuevamente por tercer mes consecutivo registrando en mayo una tasa promedio de 6.5%, siendo la más baja desde hace cinco años, además reflejo la dinámica sostenida de la formación bruta de capital fijo que se recuperó a partir de niveles muy bajos. Sin embargo, a mediano plazo, la necesidad de un ajuste de los balances en los sectores público y privado podría afectar la actividad económica.

El aumento anual de la inflación medida por el IPC alcanzó 1.9% en junio, después de registrar 1.5% el mes anterior, al mismo tiempo que permaneció por sexto mes consecutivo por debajo del objetivo del Banco de Inglaterra. Los precios de la ropa y calzado, que no disminuyeron como ocurre comúnmente en junio, aportaron la contribución más importante a esta evolución. Sin embargo, las presiones inflacionarias deberían mantenerse moderadas en los próximos meses, en relación con un período prolongado de crecimiento moderado en los salarios y la incidencia inesperada de la apreciación de la libra esterlina.

En su reunión de 10 de julio de 2014, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió mantener su tasa de interés oficial en 0.5% y el importe de su programa de compra de activos en 375 mil millones libras esterlinas.

China

En China, el crecimiento repuntó en el segundo trimestre, dado que los medios de recuperación fiscal, una fuerte aceleración del crédito y un reforzamiento de la demanda externa contribuyeron a un cambio rápido de la actividad económica. El crecimiento anual del PIB real fue de 7.5% en el segundo trimestre de 2014, después de registrar 7.4% en el trimestre anterior. En tasa trimestral, el crecimiento paso de 1.5% hasta alcanzar 2%. La aceleración de la actividad en el segundo trimestre fue respaldada por un fuerte aumento en el financiamiento del sector privado, aumentando así, el ya elevado incentivo financiero de China. La fuerte expansión del crédito impulso la inversión, la cual aportó la principal contribución al crecimiento, mientras que la participación de las exportaciones netas fue positiva por primera vez desde principios de 2013. Sin embargo, la expansión del comercio exterior, en general permaneció muy débil en una perspectiva histórica a pesar de recuperarse después de un principio de año muy difícil. Al mismo tiempo, los riesgos relacionados con el mercado inmobiliario residencial parecen disminuir, después de tener una rápida caída en el año, el descenso de las ventas de vivienda alcanzó recientemente el punto más bajo, los compradores aprovecharon la disminución de los precios otorgada por los promotores.

A largo plazo, la dinámica actual de crecimiento sugiere que el objetivo de crecer 7.5%, fijado por las autoridades chinas para este año probablemente se alcance. Sin embargo, el crecimiento del PIB sigue estando sujeto a la rápida expansión del crédito, a pesar de los esfuerzos de las autoridades por hacer frente a la fragilidad financiera y a los desequilibrios macroeconómicos. A medida que la economía encuentre una trayectoria

de crecimiento más moderado y sostenible, la actividad deberá disminuir progresivamente.

A pesar de un rápido crecimiento del crédito, las presiones inflacionarias siguen siendo débiles, las sobrecapacidad de algunas industrias pesadas continúan influyendo en los precios. Desde mediados de 2012, el aumento anual del IPC fue de aproximadamente 2.5%, mientras que la inflación, excluidos alimentos y energía, permaneció cercana al 1.7%. El índice de precios al productor permanece negativo desde marzo de 2012, al mismo tiempo que se apunta hacia una tendencia ascendente.

Tipo de Cambio

En el último mes, el euro se depreció frente a las monedas de la mayoría de los principales socios comerciales de la zona del euro. El 6 de agosto de 2014, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de los 20 socios comerciales más importantes de la zona del euro se situaba en 1% por debajo de su nivel observado a principios de julio y casi al mismo nivel (-0.1%) del registrado un año antes. Durante este período, los movimientos de los tipos de cambio estuvieron ampliamente ligados a la evolución de las expectativas sobre el futuro de la política monetaria, así como a los ajustes de las expectativas de mercado para las perspectivas económicas de la zona del euro, en comparación con otras grandes economías.

En términos bilaterales, desde principios de julio, el euro se depreció frente al dólar estadounidense (2.5%), al yen japonés (1.7%) y a la libra esterlina (0.7%). En el período de análisis igualmente el euro se depreció frente a las monedas de algunas economías emergentes de Asia, principalmente el renminbi chino (3.1%) y en algunos países exportadores de materias primas. En cambio el euro se apreció frente a las monedas de los estados miembros de la Unión Europea (UE) no pertenecientes a la zona del euro. Esta apreciación fue de 0.9% con relación a la corona sueca y a la kuna croata de 1.8% frente al forint húngaro.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL DEL EURO
-Datos diarios; índice: Primer trimestre 1999=100-



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

FUENTE: BCE.

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 6 de agosto de 2014 con respecto al	
		1 ^{er} de julio de 2014	6 de agosto de 2013
TCE-20		-1.0	-0.1
Renminbi chino	18.7	-3.1	1.2
Dólar estadounidense	16.8	-2.5	0.5
Libra esterlina	14.8	-0.7	-8.4
Yen japonés	7.2	-1.7	4.8
Franco suizo	6.4	0.1	-1.3
Zloty polaco	6.2	1.1	-0.2
Corona checa	5.0	1.5	7.4
Corona sueca	4.7	0.9	6.1
Won coreano	3.9	-0.2	-6.6
Forint húngaro	3.2	1.8	5.5
Corona danesa	2.6	0.0	0.0
Leu rumano	2.0	1.2	0.8
Kuna Croata	0.6	0.9	1.8

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

FUENTE: BCE.

Las litas lituanas y la corona danesa que participan en el Mecanismo de tipo de cambio II (MTCII), han permanecido prácticamente estables frente al euro cotizando a sus respectivos tipos de cambio o niveles cercanos. El 23 de julio de 2014, el Consejo de la UE aprobó la decisión de autorizar a Lituania adoptar el euro como moneda oficial a partir del primero de enero de 2015.

Introducción del euro en Lituania a partir de enero de 2015

El 23 de julio 2014, el Consejo de la Unión Europea aprobó la decisión de autorizar a Lituania adoptar el euro como moneda oficial a partir del 1° de enero 2015. Lituania será el decimonoveno estado miembro de la UE que se une a la zona del euro. Los países de la zona del euro participan automáticamente en el Mecanismo de Vigilancia Única (MSU) y por lo tanto, Lituania también se adherirá a MSU, el mismo día que adopte el euro. Será así, el primer país que se una al mismo tiempo a la zona del euro y al MSU.

El 4 de junio de 2014, el BCE y la Comisión Europea publicaron sus respectivos *Informes de convergencia* conforme a la obligación impuesta por el artículo 140 del tratado sobre el Funcionamiento de la Unión Europea de informar al Consejo de la UE al menos una vez cada dos años, o a petición de un Estado miembro de la UE que se beneficia de una derogación en los “avances realizados por los Estados miembros beneficiados de una derogación en el cumplimiento de sus obligaciones para la realización de la Unión económica y monetaria”. Con base en los resultados de estos informes, la Comisión concluyó que Lituania había cumplido todas las condiciones necesarias para la adoptar del euro.

Al mismo tiempo, el Consejo de la UE adoptó también un reglamento relativo al tipo de cambio de conversión del euro para Lituania. El tipo de cambio de conversión definitiva se fijó en 3.45280 litas por euro, nivel correspondiente a su respectivo tipo de cambio actual de las litas en el Mecanismo de Tipo de Cambio II (MTC II). Este tipo

de cambio permanece sin cambios con relación al que se había fijado cuando las litas se incorporaron al MTC II en el 2004. El BCE y el Banco de Lituania siguieron la evolución en el mercado del tipo de cambio de la litas frente al euro en el marco del acuerdo del MTC II hasta finales de 2014. Es conveniente recordar que Lituania se unió al MTC II el 28 de junio 2004, conservando su dispositivo existente en un fondo de emisión bajo la forma de un contrato unilateral, sin imponer ninguna obligación adicional al BCE. Durante el período de referencia, la litas permaneció estable, sin mostrar ninguna desviación con relación a su respectivo tipo de cambio dentro del MTC II.

La entrada de Lituania en la zona del euro representa un logro importante para la política económica del país, reforzando significativamente la confianza. La participación en la zona del euro puede facilitar nuevos los avances hacia la integración económica, la mejora del entorno para la inversión y la búsqueda de la convergencia económica sostenible. La economía lituana ya está profundamente integrada al mercado único y si los beneficios asociados con la participación en la unión monetaria son evidentes, eso implica, también un compromiso de las autoridades nacionales para garantizar que el proceso de recuperación se registre en el período acordado, evitando acompañarse de nuevos eventos alternados de expansión y recesión.

Los cambios observados durante el período de expansión que comprende de 2005-2007, destacaron particularmente las dificultades para controlar las presiones de origen interno en los precios y evitar un nuevo recalentamiento de la economía. Partiendo de esta experiencia, el BCE expresó su preocupación en su “Informe sobre la convergencia” en cuanto a su carácter viable de la convergencia en materia de inflación en Lituania. Sin embargo, el BCE también señaló que la economía lituana había demostrado una gran capacidad de ajuste en el mercado de trabajo y de bienes y servicios después de iniciar de la crisis. La disciplina fiscal y las reformas en el sector público facilitan también el proceso de ajuste. Los desequilibrios macroeconómicos del

país fueron corregidos durante los años siguientes, sin la ayuda de un programa del FMI, la Comisión Europea no seleccionó a Lituania para ser el objeto de un balance profundo en su informe de 2014, sobre el mecanismo de alerta.

Con el fin de consolidar las ventajas de la competitividad alcanzadas en estos últimos años y de garantizar la estabilidad, las autoridades lituanas deben solucionar los problemas estructurales que la economía sigue enfrentando, principalmente la persistencia estructural de un elevado desempleo, la escasez de mano de obra, una fuerte dependencia frente a la energía y la poca eficiencia energética, además de la fuerte carga que representa una economía informal. Las autoridades lituanas publicaron una carta de compromiso para cumplir con sus prioridades de política económica, algunas deben realizarse antes de ser adoptado el euro el primero de enero de 2015, por ejemplo, el proyecto de ley constitucional sobre la puesta en marcha del pacto fiscal que deberá adoptarse. Del mismo modo, bajo la orden del Banco de Lituania el proceso ampliación de la política macro prudencial debería terminar pronto, de manera que todos los instrumentos que permiten conducir una política macro prudencial contra cíclica están disponibles en el tiempo requerido. Además, un límite en las transacciones en efectivo debería ser implementado rápidamente, pues esta medida favorecería una reducción del peso de la economía informal.

Como para los demás países que se incorporaron a la zona del euro después de 2004, incluida Letonia, que es el más reciente, el Banco Lituaniano y el BCE contribuyeron ampliamente en la preparación de la integración de Lituania a la zona del euro y la transición al euro fiduciario así, como a la elaboración de estadísticas y análisis económicos requeridos.

Es importante que cada nuevo estado miembro de la zona del euro siga manifestando su apropiación del proyecto del euro luego de adherirse. La experiencia de los últimos años confirmó que la participación en la Unión monetaria no se integra solamente a los

derechos, sino que también incluye obligaciones. En efecto, el éxito del euro depende del compromiso acordado por todos los países de la zona del euro de asumir las responsabilidades que van junto con los beneficios que pueden obtener de su participación en esta zona. El BCE celebra el compromiso demostrado por las autoridades lituanas de resolver los problemas estructurales de esta economía y de garantizar la exitosa participación de Lituania en la moneda única.

Fuente de información:

https://www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/bulletin-mensuel-bce-aout-2014_01.pdf

La economía de la eurozona se estanca en el segundo trimestre (BBVA Research)

El 14 de agosto de 2014, la sección de Análisis Económico de BBVA Research publicó el artículo “La economía de la eurozona se estanca en el segundo trimestre”. A continuación se presenta el contenido.

Eurozona: El Producto Interno Bruto (PIB) se estanca, frente a unas expectativas de ligero crecimiento (BBVA Research: 0.2% trimestral; Consenso: 0.1% trimestral).

La estimación preliminar del PIB muestra que el crecimiento trimestral del PIB del conjunto de la zona euro se estancó en el segundo trimestre de 2014, pese a los datos positivos registrados en España, Portugal y Holanda (0.6 trimestral, 0.6 y 0.5 trimestral, respectivamente). Este estancamiento se explica por un desempeño peor de lo esperado de las economías centrales (Alemania, Francia e Italia). Por componentes, las exportaciones netas y la inversión parecen haber drenado crecimiento, mientras que el consumo interno debería haber repuntado ligeramente.

Aunque los datos disponibles para el tercer trimestre se limiten a los de confianza de julio, éstos apuntan a que la recuperación ganaría algo de tracción en el segundo semestre, pero la sorpresa negativa del PIB en el segundo trimestre de 2014 podría

poner sesgos a la baja, en una o dos décimas, a nuestra previsión de crecimiento para el año en su conjunto (1.1%).

Alemania: La actividad se contrae más de lo esperado (BBVA Research: 0.2% trimestral; Consenso: -0.1% trimestral). El PIB se contrae un -0.2% trimestral, debido fundamentalmente al comportamiento del sector exterior y de la inversión. Las exportaciones netas tendrían un efecto negativo sobre el crecimiento, puesto que, según explica la nota de prensa, las exportaciones crecieron menos que las importaciones a lo largo del trimestre. La inversión, especialmente en construcción, se contrajo tras experimentar un fuerte crecimiento en el primer trimestre de 2014 por un invierno excepcionalmente templado. Tanto el consumo privado como el público aumentaron ligeramente.

Francia: Se estanca la economía en el segundo trimestre de 2014 (BBVA Research: 0.2% trimestral; Consenso: 0.1% trimestral).

El PIB se mantiene estable (0.0% trimestral) por segundo trimestre consecutivo. La demanda doméstica contribuye positivamente, con el consumo privado y público compensando la caída de la inversión. Los cambios en inventarios drenaron algo de crecimiento. Por último, el estancamiento de las exportaciones y una pequeña moderación en el crecimiento de las importaciones explican una ligera contribución negativa de la demanda externa neta.

Portugal: El PIB crece un 0.6% trimestral, por encima de lo esperado (BBVA Research: 0.4% trimestral; Consenso 0.5% trimestral).

Tras la contracción del primer trimestre del año, la economía portuguesa se recupera en el segundo trimestre de 2014, ligeramente por encima de las expectativas. Detrás de esta expansión está fundamentalmente el crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios. La demanda interna podría haber contribuido positivamente al crecimiento,

especialmente en el componente de la inversión, al desvanecerse los factores temporales que lastraron la actividad durante el primer trimestre del año.

**PIB DE LA EUROZONA
-Porcentaje-**

	2013	Trimestres			BBVA
		IV 2013	I 2014	II 2014	
Eurozona	-0.4	-0.2	0.3	0.0	0.2
Alemania	0.4	0.4	0.7	-0.2	0.2
Francia	0.2	0.2	0.0	0.0	0.2
Italia	-1.8	0.1	-0.1	-0.2	0.2
España	-1.2	0.3	0.4	0.6	0.5
Portugal	-1.4	0.5	-0.6	0.6	0.4
Austria	0.3	0.4	0.1	0.2	
Bélgica	0.2	0.3	0.4	0.1	
Holanda	-0.8	0.6	-0.4	0.5	
Finlandia	-1.4	-0.3	-0.3	0.1	

FUENTE: Eurostat y BBVA Research.

Fuente de información:

https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/pdf/1477_40250.pdf