
IV. POSTCRISIS FINANCIERA MUNDIAL

Aprueba ampliar un año los préstamos contratados en 2012 (FMI)

El 10 de septiembre de 2014, el Consejo Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó ampliar por un año más los préstamos contratados en 2012. A continuación se presenta la información.

El 8 de septiembre de 2014, el Consejo Ejecutivo del FMI aprobó una prórroga de un año de los contratos de préstamo pactados en 2012. Estos acuerdos han desempeñado una función importante en asegurar que el FMI cuente con recursos suficientes para satisfacer las necesidades potenciales de los miembros bajo la eventualidad de que los riesgos de un coletazo lleguen a materializarse.

En 2012, un grupo de países miembros se comprometieron a aumentar los recursos del FMI a través de acuerdos de préstamo bilaterales. A raíz de la aprobación del Consejo Ejecutivo de las modalidades para los acuerdos de préstamo 2012, 35 acuerdos por un total de aproximadamente de 441 mil millones dólares estadounidenses (equivalente a 288 mil millones de derechos especiales de giro, o DEGs) fueron aprobados por el Consejo Ejecutivo, de los cuales 32 acuerdos ya se hicieron efectivos por un total de 425 mil millones de dólares (equivalentes a 277 mil millones de DEGs). Los acuerdos de préstamo para 2012 están diseñados como una segunda línea de defensa después de las cuotas y los “Nuevos acuerdos para la obtención de préstamos de recursos” y hasta ahora no han sido activados para su uso en operaciones de financiamiento. Cada contrato tiene un plazo inicial de dos años y un plazo máximo de cuatro años.

Después de esta decisión, la cual es posterior a las consultas con los prestamistas, el plazo inicial de dos años de los acuerdos se prorrogará un año.

Fuente de información:

<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2014/pr14417.htm>

Para obtener información general visite:

<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2012/pr12231.htm>

<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2012/pr12388.htm>

<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2012/pr12229.htm>

Paralelismos con 1937 (Project Syndicate)

El 11 de septiembre de 2014, la organización Project Syndicate publicó el artículo “Paralelismos con 1937”, elaborado por Robert J. Shiller¹. A continuación se presenta el contenido.

La depresión que siguió al desplome del mercado de valores en 1929 cobró un cariz peor ocho años después y la recuperación llegó sólo con el enorme estímulo económico proporcionado por la segunda guerra mundial, conflicto que costó más de sesenta millones de vidas. Cuando por fin llegó la recuperación, gran parte de Europa y Asia estaba en ruinas.

La actual situación mundial no es ni mucho menos tan espantosa, pero hay paralelismos, en particular con 1937. Ahora, como entonces, la decepción de la población se ha prolongado durante mucho tiempo y muchos están desesperados. Están empezando a temer más por su futuro económico a largo plazo y semejantes temores pueden tener consecuencias graves.

¹ Robert J. Shiller, premio Nobel 2013 de Economía, es profesor de Economía en la Universidad de Yale y el co-creador del índice Case-Shiller de precios de la vivienda en Estados Unidos. El es el autor de “Exuberancia Irracional”, la segunda edición de la que predijo la venida colapso de la burbuja inmobiliaria, y, más recientemente, de “Finanzas y de la buena sociedad”.

Por ejemplo, las repercusiones de la crisis financiera de 2008 en las economías ucraniana y rusa podrían ser la causa última de la reciente guerra en esa zona. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), tanto Ucrania como Rusia experimentaron un crecimiento espectacular de 2002 a 2007; en esos cinco años, el Producto Interno Bruto (PIB) real por habitante aumentó un 52% en Ucrania y un 46% en Rusia. Eso ya es historia: el año pasado, el aumento del PIB real por habitante ascendió sólo al 0.2% en Ucrania y a sólo el 1.3% en Rusia. El descontento provocado por semejante decepción puede ayudar a explicar la irritación de los separatistas ucranianos, el descontento de los rusos y la decisión por parte del Presidente de Rusia, de anexionarse a Crimea y apoyar a los separatistas.

Hay un nombre para la desesperación que ha estado impulsando el descontento —y no sólo en Rusia y en Ucrania— desde la crisis financiera. Es el de “nueva normalidad,” que se refiere a las reducidas perspectivas de crecimiento económico a largo plazo, término popularizado por el fundador de la gigantesca gestora de bonos PIMCO.

También entonces, la desesperación sentida después de 1937 propició la aparición de términos nuevos similares. “Estancamiento perdurable”, referido a un malestar económico a largo plazo, es un ejemplo. La palabra “secular” procede del latín *saeculum*, que significa una generación o un siglo. La palabra “estancamiento” sugiere un pantano, que entraña un caldo de cultivo de peligros virulentos. A finales del decenio de 1930, había también preocupación por el descontento en Europa, que ya había impulsado el ascenso de Adolf Hitler y Benito Mussolini.

El otro término que de repente adquirió prominencia hacia 1937 fue “infraconsumismo”: la teoría de que las personas temerosas pueden querer ahorrar demasiado para futuros tiempos difíciles. Además, la cantidad de ahorro que las personas desean excede las oportunidades de inversión disponibles. A consecuencia de ello, el deseo de ahorrar no aumentará el ahorro agregado para la creación de nuevas

empresas, construir y vender nuevos edificios y demás. Aunque los inversionistas pueden hacer que suban los precios de los activos de capital existentes, sus intentos de ahorrar no hacen sino desacelerar la economía.

Los de “estancamiento perdurable” e “infraconsumismo” son términos que revelan un pesimismo subyacente, que, al disuadir del ahorro, no sólo intensifica la debilidad de una economía, sino que, además, engendra ira, intolerancia y posible violencia.

En su *magnum opus* las “Consecuencias morales del crecimiento económico”, Benjamin M. Friedman mostró muchos ejemplos de que el declinar del crecimiento económico ha originado —con lapsos variables y a veces largos— intolerancia, nacionalismo agresivo y guerra. Concluyó que “el valor de un aumento del nivel de vida estriba no sólo en las mejoras concretas que aporta a la vida de las personas, sino también en cómo moldea el carácter social, político y en última instancia moral de un pueblo”.

Habrán quienes duden de la importancia del crecimiento económico. Tal vez —dicen muchos— seamos demasiado ambiciosos y deberíamos disfrutar de una mayor calidad de vida con mayor ocio. Puede que tengan razón.

Pero la verdadera cuestión es el amor propio y los procesos de comparación social que el psicólogo Leon Festinger observó como rasgo humano universal. Aunque muchos lo negarán, siempre estamos comparándonos con otros y abrigando la esperanza de subir por la escala social. Las personas nunca estarán contentas con nuevas oportunidades de ocio, si parecen indicar su fracaso respecto de otros.

La esperanza de que el crecimiento económico fomente la paz y la tolerancia se basa en la tendencia de las personas a compararse no sólo con otras en el presente, sino también con lo que recuerdan de personas —incluidas ellas mismas— en el pasado. Según Friedmann, “evidentemente, nada puede permitir a la mayoría de la población

tener una situación económico mejor que la de todos los demás, pero sí que es posible que la mayoría de las personas tengan una situación económica mejor que la que tenían y eso es lo que significa el crecimiento económico”.

El aspecto negativo de las sanciones impuestas a Rusia por su comportamiento en la Ucrania oriental es el de que pueden producir una recesión en toda Europa y fuera de ella. Así, habrá en el mundo rusos, ucranianos y europeos descontentos, cuya sensación de confianza y su apoyo a las instituciones democráticas pacíficas se debilitarán.

Si bien algunos tipos de sanciones contra la agresión internacional parecen necesarias, no debemos olvidar los riesgos relacionados con medidas extremas o penalizadoras. Sería muy deseable llegar a un acuerdo para poner fin a las sanciones, integrar a Rusia (y a Ucrania) más plenamente en la economía mundial y acompañar esas medidas con políticas económicas expansionistas. Para resolver el conflicto actual, es necesario al menos eso.

Fuente de información:

<http://www.project-syndicate.org/commentary/robert-j--shiller-worries-that-too-many-people-are-losing-confidence-in-the-future---and-in-democratic-institutions/spanish>

El BCE da señales de una política más activa (WSJ)

El 26 de agosto de 2014, el periódico *The Wall Street Journal* (WSJ) publicó el artículo “El BCE da señales de una política más activa”, el cual se presenta a continuación.

El euro se hundió el 25 de agosto a su nivel más bajo en 11 meses en medio de apuestas de los inversionistas de que el Banco Central Europeo (BCE) mantendrá la debilidad de la moneda para estimular la anémica economía del continente.

Los pesimistas acerca del euro fueron alentados por el llamado del Presidente del BCE a impulsar el crecimiento durante el simposio de bancos centrales realizado en Jackson

Hole, estado de Wyoming, el 15 de agosto. El euro perdió 0.4% el lunes para quedar en 1.3192 dólares estadounidenses, su nivel más bajo desde septiembre de 2013. La moneda ha retrocedido 5.8% desde su máximo de este año registrado en mayo.

Los comentarios del Presidente del BCE también dispararon las acciones y los bonos a medida que los inversionistas apuestan a que un BCE más activo hará que fluya más dinero en ambos mercados.

Muchos inversionistas han realizado grandes apuestas a que el euro seguirá cayendo, aunque esa posición no ha sido muy acertada en los dos últimos años. Algunos incluso predicen que el BCE lanzará en su reunión de diciembre un plan para comprar bonos, tal como lo hizo en su momento la Reserva Federal de Estados Unidos de Norteamérica. Las compras de bonos debilitarían el euro al elevar el flujo de dinero y reducir los retornos en deuda denominada en la moneda común.

Las declaraciones del directivo son percibidas como un punto de quiebre ya que instó a los gobiernos de la zona euro a asumir una postura más activa para alentar el crecimiento económico, y dio indicios de que el BCE estaba listo para hacer lo mismo.

El BCE ha sido por mucho tiempo el más cauteloso entre los principales bancos centrales del mundo, absteniéndose de comprar bonos y tomándose más tiempo que sus pares para reducir las tasas de interés de referencia.

El discurso del 15 de agosto marcó un giro de esa postura y un reconocimiento de que la frágil recuperación de Europa está en peligro, dijeron analistas.

Algunos inversionistas comparan el discurso del directivo con otro que dio en julio de 2012, cuando prometió que haría “lo que fuera necesario” para salvar el euro. Su promesa ayudó a aliviar una crisis de deuda soberana y disparó dos años de racha alcista de la moneda.

Los inversionistas también están acumulando acciones europeas y bonos. Muchas compañías se beneficiarían de los esfuerzos del BCE de reducir los costos de endeudamiento y una moneda más débil abarataría los productos manufacturados en la zona euro para compradores extranjeros.

En el mercado de deuda, el rendimiento del bono alemán a 10 años estaba muy por debajo del 1% y los retornos de deuda de otros países cayeron a medida que el mercado sospesó las probabilidades de un relajamiento. Los rendimientos caen cuando los precios suben.

La Fed está abandonando sus compras de bonos y se espera que suba su tasa de interés de referencia el próximo año, lo que haría al dólar más atractivo. Mientras tanto, la economía europea muestra señales de retroceso. Italia cayó en una recesión en el segundo trimestre y la inflación anual bajó a 0.4% en julio, muy por debajo de la meta del BCE de alrededor de 2 por ciento.

Los inversionistas que observan el empeoramiento del panorama económico han estado apostando en contra del euro desde mayo, con la idea de que el BCE se verá forzado a actuar. En su reunión de junio, el banco central introdujo tasas negativas sobre algunos depósitos. El discurso del Presidente del BCE en Jackson Hole sugirió que se vienen más medidas radicales.

Obviamente, el funcionario “intenta preparar a los mercados para una mayor flexibilidad por parte del BCE en momentos en que tanto la inflación como la perspectiva de crecimiento se han deteriorado”, dijo el Codirector del equipo de renta global de Eaton Vance Management, que supervisa 12 mil 800 millones de dólares en activos. “Está totalmente tratando de debilitar el euro”.

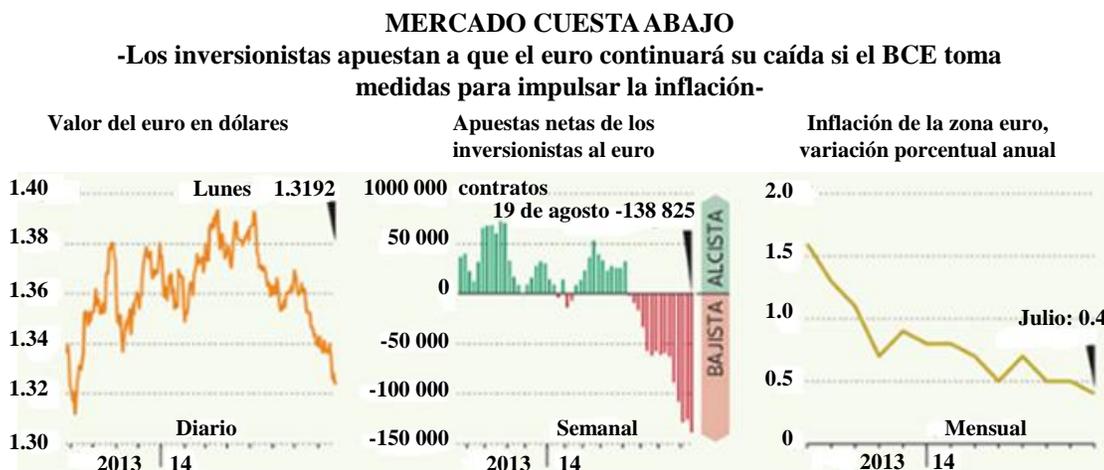
El BCE tiene un largo historial de decepcionar a los inversionistas con su postura conservadora. Será muy difícil vender a la clase política las compras de bonos e

implementarlas tomará tiempo. Entretanto, el efecto de las palabras de directivo podría disiparse a medida que el debate dentro del banco central se prolongue, dijo el Director de Inversiones de Merk Investments.

“El euro volverá a subir a medida que las personas se den cuenta de que lo que el Presidente del BCE puede hacer para debilitarlo es limitado”, dijo.

Otros señalan que el funcionario ha definido claramente un cambio de curso, que pondrá una creciente presión sobre el euro. Muchos bancos, incluyendo BNP Paribas y Scotiabank, predicen que la moneda se cotizará en 1.30 dólares a fines de año.

“El funcionario se desvió del libreto (del BCE)... y con su discurso consiguió bajar el euro”, dijo el jefe de analistas de Nordea.



FUENTE: WSJ Market Data Group (tasa de cambio); Comisión de Comercio de Futuros de Materias Primas (apuestas netas); Eurostat (inflación).

Fuente de información:

<http://lat.wsj.com/news/articles/SB10001424052970203977504580114591497420522?tesla=y&mg=reno64-wsj&url=http://online.wsj.com/article/SB10001424052970203977504580114591497420522.html>

La errática integración financiera de Europa (Project Syndicate)

El 25 de agosto de 2014, la organización Project Syndicate (*PS*) publicó los comentarios de Howard Davies ² sobre “La errática integración financiera de Europa”. A continuación se presenta la información.

Este verano, las dificultades ampliamente publicitadas por los que atraviesa el Banco Espírito Santo de Portugal nos recuerdan que los problemas financieros de la eurozona no se encuentran resueltos en lo absoluto. Sin duda, existen factores idiosincráticos detrás de los problemas de este banco, mismos que se derivan de su exposición a otras partes que conforman el imperio de la familia Espírito Santo. Sin embargo, cuando el banco anunció una pérdida de 3.6 mil millones de euros (4.7 mil millones de dólares) en el primer semestre, el colapso repentino de la confianza fue alarmante, y los inversionistas nerviosos empezaron a averiguar si existían bombas de tiempo similares haciendo tictac en otros lugares.

En la actualidad, todos los ojos se dirigen hacia los resultados de la revisión de la calidad de los activos (RCA) que realiza el Banco Central Europeo (BCE), revisión que se prevé concluya en un par de meses. La RCA es el elemento clave en la “evaluación exhaustiva” de los bancos de Europa que lleva a cabo el BCE antes de que en el mes de noviembre tome formalmente la responsabilidad de supervisar a más del 80% del sistema bancario de la eurozona.

El BCE, actuando con bastante sensatez, quiere que todos los horrores potenciales se visibilicen antes de tomar dicha supervisión bajo su cargo —de esta forma esta institución no podrá ser culpabilizada—. Debido a que los supervisores nacionales, quienes a menudo se inclinaban por presentar fotografías color rosa de las instituciones

² Howard Davies, es profesor de Ciencias Políticas en París, fue el primer presidente de la Autoridad de Servicios Financieros del Reino Unido (1997-2003). Fue Director de la Escuela de Economía de Londres (2003-11) y se desempeñó como vicegobernador del Banco de Inglaterra y como Director General de la Confederación de la Industria Británica.

de sus países, ya no son quienes evalúan, podemos tener la esperanza de que las evaluaciones vayan a ser más robustas que las pruebas de resistencia bancaria realizadas anteriormente bajo los auspicios de la Autoridad Bancaria Europea (ABE). Dichas pruebas, a diferencia de sus equivalentes en Estados Unidos de Norteamérica, no lograron una recuperación de la confianza. Varios bancos que superaron con creces dichas pruebas, pronto se vieron obligados a obtener capital nuevo.

No obstante, la creación de la unión bancaria europea no ha sido el único cambio importante en la regulación financiera de Europa desde el advenimiento de la crisis. Los acontecimientos ocurridos durante el período 2007-2009 dejaron en claro que existían graves brechas e inconsistencias que debían abordarse. Por lo tanto, siguiendo las recomendaciones de un informe preparado en el año 2009 por el ex Director Gerente del Fondo Monetario Internacional (FMI), la Comisión Europea creó tres nuevas autoridades paneuropeas encomendándoles la responsabilidad de garantizar “la aplicación consistente” de las directivas europeas.

Se llegó a un acuerdo para la creación de dichas autoridades recurriéndose a una gran ración de caramelo político: las tres economías más grandes de la Unión Europea —el Reino Unido, Francia y Alemania— fueron persuadidas para ceder algo de control al centro, a cambio de que cada una fuese la anfitriona de una de las autoridades. Consiguientemente, la ABE se estableció en Londres, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) fijó su sede en París, y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ) encontró su hogar en Frankfurt. En conjunto, se las conoce como las AES (Autoridades Europeas de Supervisión).

El camino hacia la regulación paneuropea durante las últimas dos décadas ha sido sinuoso y rocoso. En las primeras etapas, se suponía que el mercado financiero único podría funcionar sobre la base del reconocimiento mutuo: cada país iba a aceptar la regulación de los otros países cual si fuese ampliamente equivalente con la propia e iba

a permitir que los negocios transfronterizos se lleven a cabo sobre dicha base. Esto resultó ser inadecuado, ya que las normas y reglas se mantuvieron muy distintas entre un país y los otros; por lo tanto, esto dio lugar a un abordaje basado en una armonización mínima, por medio de la cual las reglas medulares llegarían a ser las mismas a lo largo y ancho de toda Europa, pero iban a permanecer admisibles las variaciones y adiciones locales.

Cuando esto también resultó ser ineficaz para promover la competencia, debido a que los países utilizaron sus normas nacionales para bloquear el ingreso de nuevas empresas a sus mercados, el énfasis cambió y se dirigió hacia una armonización máxima, consiguientemente, las directivas son las que explican exactamente cómo las reglas locales se deben aplicar en toda la Unión Europea (UE). Esto causó gran preocupación en la Ciudad de Londres, pero fue aceptado a regañadientes. Desde la crisis financiera mundial, disminuyó la capacidad de Londres para argumentar que es un lugar especial que no debe ser perturbado.

En la actualidad, con el establecimiento de las autoridades reguladoras centrales, la UE se ha desplazado a la siguiente etapa de integración financiera. No obstante, hasta el momento, las responsabilidades de estas agencias son muy limitadas. La AEVM supervisa directamente a las agencias de calificación; pero, fuera del sector bancario, las autoridades nacionales conservan sus responsabilidades de vigilancia en el día a día.

Claramente, los funcionarios de la Comisión Europea que propician la integración no consideran que esta sea una situación final satisfactoria. Así que comisionaron a Mazars, una firma contable, para que lleve a cabo una revisión prudencial de las tres AES, publicándose dicha revisión a principios de este año. El veredicto de la misma indica, a grandes rasgos, que “todo está bien, hasta el momento”. Luego, la Comisión realizó su seguimiento y publicó su propia evaluación.

Es poco probable que la Comisión se comporte de manera hipercrítica con sus propias creaciones, y en los hechos no es hipercrítica. Su informe sostiene que las AES han “establecido rápidamente organizaciones que funcionan bien y que están destinadas a contribuir al restablecimiento de la confianza en el sector financiero”, y que los participantes del mercado parecen estar ampliamente satisfechos con el trabajo que llevan a cabo dichas autoridades.

Sin embargo, los autores del informe creen que es necesario expandir los mandatos actuales, desarrollar un enfoque integral para la protección de los consumidores, y reducir aún más la influencia de las autoridades nacionales. Ellos indican que las AES deberían tener más facultades para imponer su voluntad en defensa de los intereses de la UE en su conjunto. También señalan que sus presidentes deberían tener mayor poder de decisión para actuar por iniciativa propia. Además, afirman que las AES necesitan más dinero, mismo que probablemente podría provenir de los pagos de tarifas que se impongan a las empresas financieras, y finalmente establecen que se debería considerar la fusión de las tres autoridades en un solo lugar, presumiblemente en Bruselas.

La dirección general está clara. A menos que el nuevo Comisario de Mercado Interior tenga un punto de vista distinto, la Comisión Europea tiene previsto continuar con su avance en el camino que conduce hacia una verdadera regulación paneuropea. Al presente, el informe va a pasar a ser considerado por el Parlamento Europeo, donde es previsible que se vaya a presionar más fuertemente en pos de lograr una mayor integración, tal como usualmente ocurre.

Una autoridad única, o tal vez dos o tres que trabajen en estrecha colaboración, es una forma de organización lógica para la eurozona, y quizás para todo el mercado financiero de la UE. Esta forma sería un complemento útil para el nuevo rol de supervisión del BCE. Sin embargo, la pregunta es: ¿estará Londres, en esta oportunidad, de acuerdo con dicha forma de organización?

El gobierno británico, al fin de cuentas, se ha embarcado en un camino que va precisamente en la dirección opuesta —se dirige hacia la reducción de las funciones de los organismos centrales y hacia la repatriación de facultades, radicándolas en las capitales nacionales—. Si se considera el papel central que Londres desempeña en los mercados financieros de la UE, y su sensibilidad política en el Reino Unido, es de esperar que se presenten problemas en el futuro.

Fuente de información:

<http://www.project-syndicate.org/commentary/howard-davies-examines-the-benefits-and-limits-of-further-regulatory-centralization/spanish>

Sistemas de pago de importancia sistemática (BCE)

El 21 de agosto de 2014, el Banco Central Europeo (BCE) publicó el documento “El Banco Central Europeo identifica los Sistemas de pago de importancia sistemática”, el cual se presenta a continuación.

El Banco Central Europeo (BCE) identificó cuatro sistemas de pago principales que ahora están sujetos al nuevo Reglamento relativo a los requisitos de vigilancia de los sistemas de pago de importancia sistémica (SIPS, por sus siglas en inglés) del BCE, que entró en vigor el 12 de agosto de 2014. El Reglamento es de aplicación a los sistemas de grandes pagos y de pagos minoristas de la zona del euro gestionados tanto por bancos centrales como por entidades privadas, y tiene por objeto garantizar una gestión eficiente de los riesgos legales, de crédito, de liquidez, operacionales, riesgo general de negocio, de conservación, de inversión y otros riesgos, así como garantiza también dispositivos de gobernabilidad sólidos, particularmente con el fin de promover el buen funcionamiento de unos sistemas de pago seguros y eficientes en la zona del euro.

Los cuatro sistemas identificados como SIPS son los siguientes: sistema de liquidación bruta en tiempo real para el euro (TARGET2), gestionado por el Eurosistema; sistema de compensación EBA para pagos de alto valor en el ámbito de la Unión Europea en euros (EURO1) y Sistema de solución de EBA para los pagos al por menor (STEP2), gestionados por Clearing company of the Euro Banking Association (EBA Clearing); y CORE(FR), gestionado por STET, una iniciativa conjunta de seis importantes entidades de crédito francesas. Estos sistemas se han identificado como sistemas de pago de importancia sistémica por cumplir al menos dos de cuatro criterios principales: el importe de los pagos liquidados, la cuota de mercado, la relevancia transfronteriza y la prestación de servicios a otras infraestructuras. El Eurosistema revisará esta lista anualmente a partir de datos estadísticos actualizados.

Ésta es la primera ocasión en la que el BCE utiliza sus competencias regulatorias en el ámbito de la vigilancia de los sistemas de pago. El Reglamento sobre los SIPS es más estricto que los estándares de vigilancia anteriores y establece la imposición de sanciones y la aplicación de medidas correctoras a los operadores de los sistemas en caso de que incumplimiento de sus disposiciones. Además, implementa y es coherente con los “Principios para las infraestructuras del mercado financiero” (PFMI, por sus siglas en inglés), presentados en abril de 2012 por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS, por sus siglas en inglés) del Banco de Pagos Internacionales y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, en sus siglas en inglés). “Con este Reglamento, Europa está incorporando las prácticas internacionales para la vigilancia de los SIPS al derecho de la UE, al igual que en el caso de esfuerzos anteriores para otras infraestructuras de los mercados financieros, como el Reglamento europeo de las infraestructuras de mercado para la supervisión de las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, y la iniciativa regulatoria para los depositarios centrales de valores actualmente en curso”, afirma Benoît Coeuré, miembro del Comité Ejecutivo del BCE y presidente del CPSS.

Se espera que las autoridades competentes, es decir, los bancos centrales del Eurosistema que sean los principales responsables de la vigilancia de uno o varios sistemas de pago, evalúen periódicamente el cumplimiento de estos sistemas con el Reglamento relativo a los requisitos de vigilancia de los sistemas de pago de importancia sistémica.

En aras de la coherencia con las prácticas internacionales, y con el fin de tener en cuenta la mayor integración de los sistemas de pago minoristas en la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA, por sus siglas en inglés), el Eurosistema también ha realizado una revisión exhaustiva de los estándares de vigilancia de los sistemas de pago minoristas en euros que no sean SIPS adoptados inicialmente en junio de 2003. Como resultado de esta revisión, el BCE publicó el documento titulado *Revised Oversight Framework for Retail Payment Systems*.

Fuente de información:

http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativasBCE/14/Arc/Fic/presbce2014_113.pdf

Indicios de una inminente deflación en la zona euro presionan al BCE (WSJ)

El 1º de septiembre, el periódico *The Wall Street Journal* (WSJ) dio a conocer el artículo “Indicios de una inminente deflación en la zona euro presionan al Banco Central Europeo (BCE)”, el cual se presenta a continuación.

Los desafíos de Europa para impedir que la inflación ultra baja desaliente la inversión empresarial y socave la frágil economía del continente se profundizaron luego de que los precios al consumidor de la región registraran en agosto su mínimo de cinco años.

Los datos divulgados el 29 de agosto aumentan la presión sobre el BCE para que implemente medidas de estímulo más enérgicas para impulsar la demanda y la

inflación, y llegan apenas días después de que su Presidente advirtió de los riesgos que presentan las menguantes expectativas de los inversionistas sobre el alza de los precios al consumidor. Sus comentarios fueron considerados como una insinuación de que el BCE está más cerca de realizar compras en gran escala de deuda pública y privada, una estrategia conocida como relajación cuantitativa, en momentos en que la Reserva Federal de Estados Unidos de Norteamérica se alista para poner fin a su programa de estímulo.

La mayoría de los analistas prevén que el BCE se abstenga de tomar medidas, pero algunos economistas esperan medidas menores, como recortes de tasas de interés, que pongan de manifiesto la determinación del BCE a actuar.

Los precios de consumo en la zona euro subieron 0.3% en agosto frente al mismo mes del año pasado, informó la oficina de estadísticas de la Unión Europea (UE), frente a 0.4% en julio y muy por debajo de la meta de inflación del BCE de apenas por debajo de 2% anual. Gran parte de la debilidad reflejó los menores precios de la energía. Excluyendo los alimentos, la energía y otros artículos volátiles, los precios aumentaron 0.9%, un ligero incremento frente a julio. Eso le quita cierta urgencia al BCE para responder de inmediato.

De todos modos, “la zona euro está a un gran *shock* de distancia de la deflación”, sostiene un profesor de la Universidad Brandeis.

La deflación se refiere a caídas persistentes en los precios que llevan a un círculo vicioso de ganancias débiles y niveles decrecientes de inversión. Los efectos ya han comenzado a afectar a varios miembros de la zona euro, en particular en el sur de Europa. La caída de los precios al consumidor en España se profundizó a 0.5%, mientras que Italia divulgó su primer descenso anual en los precios de consumo desde 1959, de 0.1%, según su índice nacional. Cinco de los 18 países de la zona euro registran un descenso de precios, según BNP Paribas.

“La deflación es una amenaza seria para nuestro negocio”, indica el Presidente Ejecutivo de Ferrero International SA, el fabricante de Nutella, Tic Tac y otras golosinas y chocolates, con sede en Italia.

“No sólo estamos en un entorno de baja inflación. En algunos mercados, los distribuidores nos están pidiendo deflación”, dice, en referencia a reducciones de precios. Aunque esto puede ser positivo para los bolsillos de los consumidores, la tendencia “en realidad destruye valor”, afirma. “El costo de producción sube constantemente. Es impensable prever que los precios no puedan recuperar los costos sin reducir la generación de flujo de caja, las inversiones y los empleos”.

La amenaza de una deflación es más pronunciada en España, que tiene una carga de deuda pública y privada equivalente a aproximadamente el triple de su Producto Interno Bruto (PIB). Los precios débiles o en caída dificultan que los hogares, empresas y gobiernos hagan frente a deudas que suelen pagarse a tasas de interés fijas, ya que en un ambiente deflacionario los ingresos se estancan.

Aunque la amenaza de precios demasiado débiles en su momento se limitaba a Grecia y otros países con problemas, se ha extendido a economías más saludables.

“El ambiente es muy desafiante en términos de precios”, señala el Vicepresidente Ejecutivo del fabricante de bebidas francés Pernod Ricard S.A., que vende marcas como el vodka Absolut y el coñac Martell.

La semana pasada, Pernod Ricard indicó que, a pesar de la presión de la baja inflación en Europa, logró elevar los precios de sus bebidas en un promedio de 2% en el año fiscal que terminó el 30 de junio. Ricard proyecta que en el año 2014-2015, la empresa no podrá implementar aumentos de precios tan altos.

No sólo los líderes empresariales tienen problemas con la debilidad de los precios. También son un dolor de cabeza para los bancos centrales. Combatir una inflación alta suele requerir aumentos de tasas, los cuales limitan el crecimiento, pero es más fácil para los banqueros centrales explicar lo que están haciendo. La gente siente los efectos de los aumentos.

Es más difícil explicar el uso de herramientas inusuales como tasas de interés negativas o compras de activos para combatir el problema opuesto: cuando la inflación es demasiado débil. Después de todo, los bancos centrales se esfuerzan por conseguir que la inflación se mantenga baja, pero positiva. Y los hogares se benefician con los menores precios, en particular en el caso de bienes que representan una gran parte de su presupuesto, como los alimentos y la energía. Las empresas se benefician cuando caen los precios de los suministros y las materias primas.

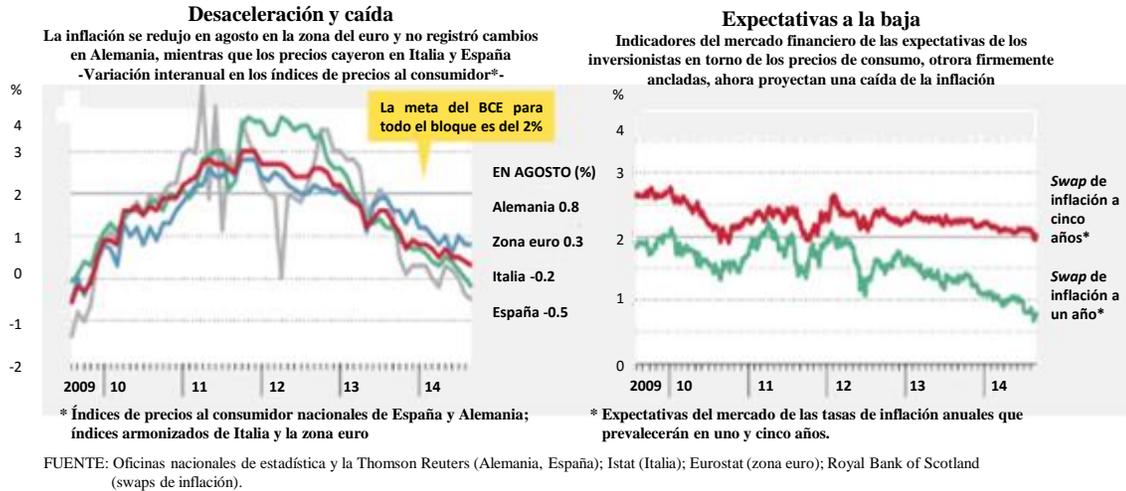
A largo plazo, sin embargo, los precios muy bajos tienden a perjudicar las inversiones empresariales y la generación de empleo. La pregunta clave que enfrenta Europa, señalan analistas, es cuánto tiempo la inflación se mantiene cerca de cero. El acontecimiento preocupante más reciente es que la economía de la zona euro se estancó el último trimestre.

El BCE ha señalado que la relajación cuantitativa es una opción, pero se ha resistido a ella por la expectativa de que la inflación suba gradualmente. Sin embargo, su Presidente pareció cambiar de rumbo en agosto cuando dijo: “Durante agosto los mercados financieros han indicado que las expectativas de inflación mostraron caídas significativas en todos los horizontes”.

Las expectativas de inflación son clave para determinar si las caídas de precios temporales, y a veces beneficiosas, se convierten en una deflación más dañina. Los indicadores financieros de qué niveles tendrá la inflación en cinco años cayeron en agosto, al igual que las expectativas basadas en el consumo. Sin embargo, debido a que

el BCE esperó tanto para intentar adoptar medidas audaces como la compra de bonos, podría surgir la pregunta de “si ya es demasiado tarde”, advierten analistas de BNP Paribas.

PRECIOS EN RETROCESO



Fuente de información:

<http://lat.wsj.com/news/articles/SB10001424052970204275904580126433491801178?tesla=y&mg=reno64-wsj&url=http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204275904580126433491801178.html>

Enfrentar la realidad en la zona del euro (Project Syndicate)

El 8 de septiembre de 2014, la organización Project Syndicate publicó el artículo “Enfrentar la realidad en la zona del euro”, elaborado por Adair Turner³. A continuación se incluye el contenido.

El reciente discurso del Presidente del Banco Central Europeo (BCE), en la reunión anual de directivos de bancos centrales en Jackson Hole, Wyoming, ha suscitado gran interés, pero las implicaciones de sus declaraciones son aún más sorprendentes de lo que muchos inicialmente creyeron. Si se desea evitar la ruptura de la zona del euro, para

³ Adair Turner fue Presidente de la Autoridad de Servicios Financieros del Reino Unido, es miembro del Comité de Política Financiera del Reino Unido y de la Cámara de los Lores.

escapar de una recesión sostenida serán necesarios mayores déficit fiscales financiados con dinero del BCE. La única pregunta es cuán abiertamente se admitirá esa realidad.

Los últimos datos económicos han obligado a los responsables de las políticas de la zona del euro a enfrentar los graves riesgos deflacionarios, evidentes desde hace al menos dos años. La inflación se encuentra atascada muy por debajo de la meta anual del BCE del 2% y el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) se ha estancado. Sin una fuerte implementación de políticas, la zona del euro, al igual que Japón desde la década de 1990, enfrenta la posibilidad de mantener un crecimiento dolorosamente lento y perder una o dos décadas.

Hasta el mes pasado, las crecientes preocupaciones llevaron a propuestas de políticas poco convincentes. Jens Weidmann brindó un espectáculo novedoso: un presidente del Bundesbank con un llamado a mayores salarios. Pero el crecimiento salarial no tendrá lugar sin políticas de estímulo.

El presidente del BCE procuró reducir el tipo de cambio del euro para mejorar la competitividad. Pero Japón y China también desean tipos cambiarios competitivos para potenciar el crecimiento de sus exportaciones, y la zona del euro ya tiene un superávit en su cuenta corriente. El modelo alemán de crecimiento impulsado por exportaciones no puede funcionar para la zona del euro en su conjunto. Es ciertamente necesaria una reforma estructural en algunos países para aumentar su potencial de crecimiento en el largo plazo; pero el impacto de la reforma estructural sobre el crecimiento suele ser negativo en el corto plazo.

La zona del euro necesita una mayor demanda interna para evitar la excesiva deuda heredada gracias a los desmanes previos a la crisis. En países como España e Irlanda, las deudas privadas llegaron a niveles insostenibles. En otros, como Grecia e Italia, también fue demasiado alta la deuda pública. Tanto el consumo de los hogares como la

inversión de las empresas y el gasto público han sido recortados en un intento por pagar la deuda.

Pero el desapalancamiento público y privado simultáneo no puede evitar deprimir la demanda y el crecimiento. Frente al desapalancamiento privado en la década de 1990, Japón solo pudo eludir una depresión aún mayor incurriendo en grandes déficit públicos.

Por este motivo la austeridad fiscal en la zona del euro ha resultado contraproducente. Cuanto más agresivamente el gobierno italiano, por ejemplo, recorta los gastos o aumenta los impuestos, más probable es que el peso de su deuda pública —ya superior al 130% de su PIB— aumente hasta niveles insostenibles.

Hasta hace dos semanas, los responsables de las políticas en la zona del euro negaban esta realidad. El 22 de agosto, en Jackson Hole, el presidente del BCE la admitió. Sin una mayor demanda agregada, sostuvo, la reforma estructural podría resultar ineficaz; y la mayor demanda requiere un estímulo fiscal junto con una política monetaria expansionista.

Los economistas italianos Francesco Giavazzi y Guido Tabellini han explicado en detalle qué podría implicar una política monetaria y fiscal coordinada. Proponen recortes impositivos del 5% del PIB durante 3 o 4 años en todos los países de la zona del euro, financiados con deuda pública de muy largo plazo, que sería adquirida en su totalidad por el BCE. Sostienen que la flexibilización cuantitativa del BCE sería ineficaz en ausencia de una menor presión fiscal.

Las propuestas de los economistas italianos pueden implicar un estímulo excesivo. Pero también resaltan una cuestión crucial: ¿Cómo hace la flexibilización cuantitativa para estimular a una economía? El Banco de Inglaterra ha presentado a la flexibilización cuantitativa como una herramienta de política monetaria pura, que sostiene el

crecimiento económico frente a una necesaria y deseable consolidación fiscal. Funciona, sostuvo el Banco de Inglaterra, reduciendo las tasas de interés a mediano plazo, aumentando los precios de los activos, y generando cambios en las preferencias de los inversionistas, que estimulan indirectamente la inversión y, con ella, la demanda.

La postura de la Reserva Federal de Estados Unidos de Norteamérica ha sido más ambigua. El vicepresidente de la Reserva Federal, al igual que su expresidente, ha destacado que una consolidación fiscal prematura puede retrasar la recuperación poscrisis. Por lo tanto, la Reserva Federal ha considerado implícitamente a la flexibilización cuantitativa en parte como una herramienta para garantizar que los mayores rendimientos de los bonos no compensen el impacto beneficioso de los grandes déficit.

La posición de la Reserva Federal es más persuasiva. El estímulo fiscal tiene un impacto directo y profundo sobre la demanda. En palabras de Milton Friedman va directamente al “flujo de ingresos corrientes”. El estímulo monetario por sí solo es menos directo, requiere más tiempo y puede causar efectos colaterales negativos. Si las tasas de interés se mantienen en niveles bajos, empresas que de otra forma no tendrían éxito pueden continuar dando batalla y eso reduce el aumento de la productividad; el aumento de los precios de los activos exacerba la desigualdad; y el estímulo monetario solo funciona reavivando el crecimiento del crédito privado, que generó al exceso de deuda en primer lugar.

Pero si los bancos centrales deben facilitar el estímulo fiscal con compras de bonos para evitar subas en sus rentabilidades y disipar los temores sobre la sostenibilidad de la deuda, ¿no estamos hablando del financiamiento monetario de déficit fiscales?

La respuesta depende de cuán permanentes sean esas compras. En Japón, donde el banco central ahora posee bonos gubernamentales equivalentes al 35% del PIB (un nivel que está aumentando rápidamente), indudablemente lo serán. No hay un escenario

creíble en el cual Japón pueda generar superávit fiscales suficientes como para repagar su deuda acumulada: una porción significativa se mantendrá permanentemente en el balance del Banco de Japón. De igual modo, si se adoptara la propuesta de los economistas italianos, el resultado casi seguramente sería algún aumento permanente en los balances del BCE.

¿Debemos admitir explícitamente y por anticipado esa posibilidad? El argumento en su favor es que no hacerlo generaría temores sobre la posibilidad de pago de esa mayor deuda pública, o la “salida” que buscaría el BCE a un balance inflado, que a su vez socavaría el impacto estimulador de la coordinación fiscal y monetaria. El argumento en su contra es el riesgo moral: Si admitimos que los déficit modestos financiados por el BCE son posibles y apropiados ahora, ¿qué impediría a los políticos y electorados demandar grandes déficit inflacionarios financiados por el BCE en otras ocasiones?

Los riesgos políticos ciertamente son importantes. La política óptima puede entonces requerir un artificio poco transparente; la “coordinación” monetaria y fiscal puede resultar, ex post, un financiamiento monetario permanente, pero sin admitir abiertamente esa posibilidad en ningún momento. Pero, con o sin artificio, el presidente del BCE ha logrado un gran avance en el debate. Sin un mayor rol de la política fiscal, la zona del euro enfrentará un lento crecimiento sostenido o una eventual ruptura.

Fuente de información:

<http://www.project-syndicate.org/commentary/adair-turner-hails-ecb-president-mario-draghi-s-call-for-fiscal-stimulus/spanish>

Lo que se avecina (Finanzas & Desarrollo, FMI)

En septiembre de 2014, la revista Finanzas y Desarrollo del Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó el artículo “Lo que se avecina”. A continuación se presenta el contenido.

Cinco ganadores del Premio Nobel explicaron sobre cuál creen que será el problema más grande para la economía mundial del futuro

Calentamiento global

Una segunda verdad incómoda

George A. Akerlof⁴

La gente piensa en términos narrativos. Pero si la narración no refleja la realidad, uno se mete en líos. Un ingeniero estadounidense especialista en prevención de incendios, era aficionado a la lingüística y la antropología. En los años veinte, observó que los incendios eran frecuentes en las gasolineras y, aplicando principios lingüísticos, descubrió que los trabajadores que manejaban los barriles utilizados entonces para transportar gasolina encendían cigarrillos cerca de los barriles que “sabían” que estaban “vacíos”.

Una maniobra lingüística parecida le está creando muchos problemas al mundo de hoy. Cada tantos años, los dirigentes mundiales se reúnen en grandes cónclaves: Río de Janeiro, Kioto, Johannesburgo, Copenhague. Los pronunciamientos son solemnes, pero la acción contra el calentamiento global inevitablemente se posterga. El lenguaje del calentamiento global no motiva ni a los particulares ni a los gobiernos a actuar ya mismo.

⁴ George A. Akerlof fue galardonado con el Premio Nobel de Economía en 2001. Es experto invitado del Departamento de Estudios del FMI, profesor emérito de Economía en la Universidad de California, Berkeley; su obra más reciente, junto con Rachel Kranton, es *Identity Economics: How Our Identities Shape Our Work, Wages, and Well-Being*.

Una narración simple es convincente y veraz: la atmósfera es como una manta que protege el planeta. Esa manta permite que la energía solar penetre y caliente la Tierra, y que luego ese calor se pierda con más lentitud.

Colectivamente, los seres humanos tenemos un bebé: la Tierra. Año tras año, inexorablemente, la manta con que la atmósfera envuelve nuestro bebé se vuelve más y más y más pesada. Un simple viaje de 160 kilómetros (km) ida y vuelta, que consume 18 litros de gasolina, añade 45 kilogramos (kg) de dióxido de carbono a la atmósfera. Con esas actividades inocentes, la familia estadounidense promedio, por ejemplo, le agrega 816 kg por semana a la manta que protege la Tierra. Sumemos todas las familias del mundo entero y agreguemos una pizca de conocimiento científico a nuestra comprensión intuitiva de los bebés y las mantas, y es fácil ver que, con toda probabilidad, el mundo se está volviendo más y más y más caliente.

En esas circunstancias, cualquier padre se abalanzaría a rescatar a su bebé. Pero el relato que usamos para explicar el calentamiento global es demasiado frío y demasiado tímido. Leemos las proclamaciones del Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático. Deferimos a las conclusiones de los “científicos”, que se han expresado con una voz prácticamente unánime y a menudo con gran vehemencia e intensidad, pero el desapasionamiento profesional de la ciencia sofoca el mensaje. Recuerdo una cena de hace unos 20 años en la que me sentaron al lado de un famoso astrónomo. No sabiendo de qué conversar con un astrónomo, saqué el tema del cambio climático y me respondió: “Aún no tenemos confirmación del calentamiento global causado por el cambio climático antropogénico”.

En términos científicos, tenía razón en no hablar con certeza absoluta. Pero para los efectos de la política pública, dado que es muy probable que el calentamiento global sea causado por la humanidad, esa prudencia es insensata. Un padre no le toma la temperatura al bebé para saber si el cuarto está demasiado caliente; del mismo modo,

necesitamos una narrativa sobre el calentamiento global que nos impulse a hacer lo necesario.

Y la necesitamos no solo para nosotros, sino también para infundir a nuestros gobiernos la legitimidad y la voluntad de actuar. La dinámica económica del calentamiento global no podría estar más clara: la mejor manera de combatirlo —aunque a un costo considerable— es fijar un impuesto uniforme sobre las emisiones de dióxido de carbono, y subirlo hasta que las emisiones caigan a niveles aconsejables. Una política óptima también implicaría subsidiar la investigación y el desarrollo dedicados a la reducción de las emisiones.

Pero el calentamiento global es un problema mundial, y las emisiones se producen en todos lados, así que los impuestos y los subsidios deben ser mundiales. Todos los países deben sentirse obligados a participar. Necesitamos una alianza mundial con la participación de todos. Debemos convencernos de que hay que luchar, y luchar hasta el cansancio. ¿Por qué? Porque la Tierra es nuestro hermoso bebé.

Hay dos verdades incómodas. La primera es el calentamiento global en sí. La segunda es que la narración que escuchamos todavía no nos lleva a combatirlo.

El estímulo de la demanda

Una crisis no resuelta

Paul Krugman⁵

En la mitad de la segunda década del siglo XXI, el problema más grande que enfrenta la economía mundial —o al menos los países relativamente ricos— es un problema que

⁵ Paul Krugman fue galardonado con el Premio Nobel en 2008. Es profesor de Economía y Relaciones Internacionales en la Universidad de Princeton y columnista del New York Times; su obra más reciente es *End This Depression Now!*

a muchos economistas jamás se nos ocurrió que veríamos. Por primera vez desde los años treinta, el mundo parece estar sufriendo de una falta persistente de demanda adecuada; simplemente la gente no está gastando lo suficiente como para usar la capacidad productiva que tenemos. Este problema supuestamente estaba resuelto: había aquejado a nuestros abuelos, y no se iba a repetir. Pero se repitió, y la solución no está clara.

Veamos algunas cifras crudas. Si tomamos el agregado “economías avanzadas” que el FMI usa en la base de datos de su informe “Perspectivas de la economía mundial” (informe WEO), vemos que el Producto Interno Bruto (PIB) real combinado de estas economías creció 18% entre 2000 y 2007. Las proyecciones hechas en aquel entonces apuntaban a que el crecimiento a mediano plazo continuaría a una tasa similar. Sin embargo, ahora parece que las economías avanzadas habrán crecido apenas 6%, aproximadamente, entre 2007 y 2014; es decir, un 10% menos de lo que se consideraba como la tendencia.

Hay que reconocer que el argumento general es que el volumen efectivo de capacidad económica ociosa es mucho menor; según la misma base de datos, la brecha del producto actual del agregado “economías avanzadas” es apenas 2.2%. Pero sería una gran equivocación tomar la pequeña brecha del producto estimada como indicio de que la política económica no está fracasando, por dos razones.

Primero, no sabemos realmente a qué distancia estamos operando por debajo del máximo de capacidad. Las grandes caídas de la participación en la fuerza laboral estadounidense o de la productividad británica, ¿son seculares, es decir a largo plazo, o son cíclicas, es decir, son consecuencia de que la gente deja de buscar trabajo porque no ve oportunidades? La estabilidad de la inflación a niveles bajos, ¿es muestra de que la economía está operando casi a plena capacidad o se debe a que los trabajadores no están dispuestos a aceptar recortes salariales (con lo cual la curva de Phillips —la

relación históricamente inversa entre las tasas de desempleo y las correspondientes tasas de inflación— resulta plana a un bajo nivel de inflación)? Nadie lo sabe, y sería trágico aceptar un producto bajo y un desempleo elevado como inevitables cuando en realidad podrían ser sencillamente un reflejo de la insuficiencia de la demanda.

Segundo, si el crecimiento del potencial productivo ha disminuido tanto como lo sugieren las estimaciones, lo que estamos viviendo son los pronunciados efectos a largo plazo de problemas económicos que supuestamente son a corto plazo: haber permitido que echara raíz una recesión mundial profunda parece haber conducido, con el correr del tiempo, a un enorme deterioro de las perspectivas económicas a más largo plazo. Esto implica, a su vez, que sustentar una demanda adecuada es tremendamente importante, no solo a corto plazo sino también a largo plazo.

Por ende, estimular la demanda debería ser una prioridad urgente. Lamentablemente, lo que hemos aprendido desde 2007 es que las instituciones encargadas de formular la política económica no están en absoluto bien preparadas para enfrentar déficit de demanda grandes y sostenidos.

Durante la Gran Moderación —como los economistas estadounidenses James Stock y Mark Watson han denominado a la disminución de la volatilidad macroeconómica estadounidense ocurrida a mediados de los años ochenta—, pensábamos que teníamos controlada la formulación de políticas macroeconómicas. La gestión de la demanda estaba en manos de tecnócratas en bancos centrales independientes, en tanto que la política fiscal se centraba en temas de largo plazo. Sin embargo, resulta que ante shocks fuertes y sostenidos, este sistema se desmorona. Por un lado, los bancos centrales están restringidos por el límite inferior cero —el hecho de que las tasas de interés no pueden entrar en terreno negativo— y por la inquietud en torno al tamaño de su balance. Por el otro, lejos de ayudar, la política fiscal no tardó en empeorar las cosas, ya que está atada de manos tanto por la asimetría entre deudores y acreedores —aquellos, obligados a

recortar; estos, sin obligación de expandir— como por las desavenencias políticas internas. A veces digo en broma que Europa y Estados Unidos de Norteamérica están compitiendo para ver quién maneja peor la crisis actual; por ahora Europa está a la cabeza, pero no por mucho.

Sería grato pensar que se trata de problemas pasajeros, y quizás así sea. Pero ahora sabemos que la estabilidad de la Gran Moderación dependía de un aumento constante de la deuda de los hogares y de un crecimiento relativamente rápido de la población en edad activa. Ninguno de los dos se repetirá, y no hay muchos indicios de un cambio en las políticas.

Así que la insuficiencia de la demanda todavía es un problema muy grave, y daría la impresión de que se perpetuará durante mucho tiempo. Tenemos que encontrar una forma de resolver esta situación.

Estancamiento secular

Economías prósperas en punto muerto

Robert Solow⁶

El mundo no tiene posibilidades de librarse de problemas económicos apremiantes en los próximos 50 años. La lista de ellos incluye lidiar con las causas y las consecuencias del cambio climático, responder —o no— al aumento de la desigualdad del ingreso y la riqueza dentro de las economías nacionales y, en el caso de las economías prósperas, alterar o adaptarse a la aparente tendencia de la conjunción de tecnología y demanda a

⁶ Robert Solow fue galardonado con el Premio Nobel de Economía en 1987 por su contribución a la teoría del crecimiento económico. Es profesor emérito del Instituto Tecnológico de Massachusetts (MIT).

crear empleo en los extremos superior e inferior del espectro de aptitudes y sueldos, pero no —ni por lejos— lo suficiente en el medio.

Sin embargo, desearía plantear una cuestión aparentemente menos cósmica: las economías prósperas de Europa, Japón y América del Norte, ¿están atrapadas en un episodio de “estancamiento secular” que probablemente sea más que transitorio? Lo que me lleva a elegir este tema es que si la respuesta es afirmativa y si no encontramos una salida pronto, hay muchas menos probabilidades de que logremos solucionar los problemas más grandes.

El término estancamiento secular —formulado por el economista estadounidense Alvin Hansen durante los años treinta— denota una tendencia persistente de una economía nacional (o un grupo de economías) no solo a crecer con lentitud, sino más concretamente a encontrarse parcial o totalmente incapacitada para aprovechar al máximo su potencial productivo. En esa época, se habría descrito la situación como una escasez de oportunidades de inversión con una tasa de rendimiento aceptable para los inversionistas. Hoy, diríamos que la tasa real de interés compatible con la utilización plena es negativa, y no siempre se puede lograr.

¿Qué prueba tenemos de que el estancamiento secular se ha transformado en un peligro? La respuesta tiene dos partes. La primera es el argumento, formulado con especial contundencia por el economista estadounidense Robert Gordon, de que tanto la población como la productividad total de los factores crecerán con más lentitud en el futuro. La proyección demográfica es bastante segura. El pesimismo en torno al aumento de la productividad total de los factores —en términos de eficiencia del capital y de la mano de obra— se justifica más que nada si creemos que la ola de la tecnología de la información no puede mejorar el producto ni el bienestar de la misma manera en que lo hicieron en su momento las grandes olas tecnológicas del pasado, como la combustión interna, la electrificación y la urbanización. El argumento del

estancamiento secular rige aun si este lento crecimiento tiene una probabilidad sustancial de hacerse realidad.

La segunda parte del argumento se desprende de la primera. El aumento demográfico (a través de la “ampliación” del capital) y los avances tecnológicos (a través de la necesidad de capacidad nueva) son las principales fuerzas que han impedido que el rendimiento de la inversión privada disminuyera, a pesar de la creciente intensidad del capital y los rendimientos decrecientes. En un futuro con crecimiento lento, el ahorro continuará, la tasa de rendimiento retrocederá y la inversión privada se debilitará.

Además —sostiene este argumento— los acontecimientos recientes confirman este pesimismo. Únicamente las burbujas —de la tecnología, de la vivienda— han podido generar prosperidad en los últimos años, y sabemos que eso no dura. Aquí estamos, a cinco años del fin oficial de la última recesión, y ni Estados Unidos de Norteamérica ni Europa —y mucho menos Japón— han podido restablecer ni por lejos la utilización plena. Esta debilidad prolongada al menos es congruente con la idea del estancamiento secular.

Pero no del todo. Gran parte de la debilidad de la demanda privada puede atribuirse directamente a un déficit del gasto en construcción, tanto residencial como no residencial. (Esto también podría dar cuenta de la desaparición de muchos empleos bien remunerados). La causa no es un misterio. Las economías que experimentaron burbujas del sector de la vivienda en los años previos a la crisis terminaron con un exceso de casas y un mercado hipotecario trastornado. Algo parecido ocurrió con los edificios de oficinas y otras edificaciones comerciales.

No obstante, parte del misterio persiste. En Estados Unidos de Norteamérica, al menos, la inversión empresarial no se ha recuperado del todo de la recesión, a pesar de que las utilidades han sido muy sólidas. El resultado, como lo señalan en un estudio inédito Martin Baily y Barry Bosworth, de la Brookings Institution, es que en el sector

empresarial el ahorro supera la inversión desde 2009. El sector empresarial, normalmente prestatario neto, ha pasado a ser un prestamista neto al resto de la economía. Esto suena más bien a reacción ante una disminución prevista de la tasa de rendimiento de la inversión, como lo sugiere la hipótesis del estancamiento.

La conclusión prudente —¿está de moda la prudencia estos días?— es que la hipótesis del estancamiento no es cosa segura, pero tampoco es descabellada. Los temores de Hansen quedaron eclipsados por la Segunda Guerra Mundial y la expansión del gobierno que le siguió. Tendríamos que comenzar a plantearnos ya una política de respuesta adecuada.

Inclusión

Promover y adaptarse al crecimiento de las economías en desarrollo

Michael Spence⁷

Los retos apremiantes para la economía mundial abundan, pero en mi opinión el más destacado es dar espacio al crecimiento de economías en desarrollo y llevar a término el proceso de convergencia que comenzó después de la Segunda Guerra Mundial. Esto encierra la promesa no solo de una drástica reducción de la pobreza, sino también de más oportunidades de llevar vidas saludables, productivas y creativas para el 85% de la población mundial que experimentó un crecimiento económico significativo por primera vez en la época de la posguerra. Esta expansión gigantesca de la inclusión podría ser la característica decisiva del siglo. Pero lograr que ocurra es más fácil en la teoría que en la práctica.

⁷ Michael Spence fue galardonado con el Premio Nobel de Economía en 2001. Es profesor de Economía en la Escuela de Empresa Stern de la Universidad de Nueva York, distinguido miembro visitante del Consejo de Relaciones Externas, Investigador Principal de la Institución Hoover de la Universidad de Stanford y Presidente del Consejo Académico del Instituto Internacional Fung.

La inclusión requerirá un cambio de mentalidad, políticas de respuesta e instituciones, tanto nacionales como internacionales. El objetivo es que los beneficios del ascenso del mundo en desarrollo se distribuyan de la manera lo más amplia posible, incluso en un momento de profundas transiciones que están alterando los precios relativos, transformando profundamente la estructura económica de las economías tanto avanzadas como en desarrollo y cambiando la distribución del ingreso y la riqueza.

Si prospera, el proceso de convergencia triplicará el tamaño de la economía mundial en los próximos 25 a 30 años, y aún más si tomamos como base el comienzo del proceso de convergencia —1950— en lugar de la actualidad. Empezar ese recorrido, sin ajustar el uso mundial de los recursos naturales, hará que el crecimiento se enlentezca hasta detenerse o, lo que es peor, terminará en un fracaso catastrófico llegado un punto de inflexión ambiental o ecológico. La sostenibilidad del medio ambiente es esencial para dar cabida al ascenso del mundo en desarrollo.

Todas las economías descansan sobre un cimiento de activos tangibles e intangibles. A menudo se puede sustentar el crecimiento durante algún tiempo aun cuando la inversión es insuficiente y esos activos disminuyen o al menos no cambian, pero esa situación no puede mantenerse indefinidamente. Estamos tomando conciencia de que el capital natural representa una importante subclase de activos que sirven de base para la economía mundial. Una inversión insuficiente en capital natural no solo le restará calidad al crecimiento, sino que terminará socavándolo o incluso empujándolo a territorio negativo. Es por eso que la labor actual de medición del capital natural representa un paso importante hacia la adopción de patrones de crecimiento sostenible a escala mundial.

Segundo, se plantean cuestiones de distribución. En las economías avanzadas, las fuerzas de mercado tecnológicas y mundiales están reduciendo o eliminando cada vez

más empleos mediante la automatización, la eliminación de intermediarios y la deslocalización en cambiantes cadenas mundiales de suministro.

Como este cambio es tan veloz, los mercados laborales están desequilibrados; el capital humano no puede seguirle el ritmo a la evolución de la demanda de la economía mundial. Apresurarse a retomar el equilibrio es algo que reviste gran prioridad para el crecimiento y la distribución equitativa prácticamente en el mundo entero. Y aun si esto ocurriera más rápido que ahora, las desigualdades persistirían.

Por el momento, no existe un consenso sobre cómo lidiar con las distintas formas de desigualdad. Hay quienes piensan que corresponde centrarse en la pobreza y dejar que los resultados del mercado decidan el resto. Otros se preocupan por los perdedores absolutos —los jóvenes desempleados, por ejemplo— y la distribución de la carga, especialmente después de fuertes shocks económicos como los acaecidos en los últimos tiempos. Hay también quienes se concentran en las pérdidas y las ganancias absolutas y relativas, y hacen hincapié en las absolutas. A pesar de estas diferencias, la mayoría de las sociedades, avanzadas y en desarrollo, comparten el deseo de que exista una movilidad ascendente intergeneracional. En este caso, las tendencias varían según el país, y en muchos son preocupantes.

Si las tecnologías digitales que ahorran mano de obra y capital y favorecen al trabajador calificado son tan poderosas como muchos creemos, incrementarán drásticamente la productividad. No está tan claro, al menos no en los países de alto ingreso, que el “sobrante” deba dedicarse a la producción y al consumo de más bienes y servicios. Quizá debería destinarse a expandir el ocio. Y quizá la semana laboral se acorte en promedio (o debería acortarse). Si así ocurre, necesitaremos indicadores del bienestar más exhaustivos que el valor total de los bienes y servicios adquiridos en operaciones de mercado contabilizables. Esta evolución no funcionará si el modelo de empleo se

mantiene sin cambios, con una mayoría que trabaja a tiempo completo en el sentido tradicional y una creciente minoría que está desempleada.

Pasando a la estabilidad y la coordinación internacional de la política económica, sería injusto caracterizarlas como un fracaso. El Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio fue decisivo para abrir la economía mundial, nivelar el campo de juego y facilitar el crecimiento de las economías en desarrollo. Los gobiernos y los bancos centrales efectivamente cooperan en situaciones de crisis y realizan aportes positivos cruciales. Y las instituciones financieras internacionales han contribuido mucho a la reducción de la pobreza y la estabilidad económica de las economías emergentes, dando muestra de flexibilidad en las políticas al comprender cada vez mejor el comportamiento de la economía mundial y los sistemas financieros.

Pero la reforma de la estructura de gobierno de estas instituciones ha quedado rezagada con respecto a la evolución del tamaño y la influencia relativos de las grandes economías emergentes. Eso les resta credibilidad y autoridad y, por lo tanto, capacidad para coordinar políticas. Segundo, particularmente en el ámbito de las finanzas y la política monetaria, los efectos de contagio en gran medida no han captado la atención de las grandes entidades normativas nacionales, cuyo mandato les exige centrarse en la esfera interna. Las autoridades parecen estar regulando los núcleos de redes individuales sin prestar atención a los efectos globales de esas decisiones y a los circuitos de interacción.

La gobernabilidad supranacional eficaz es, en el mejor de los casos, una tarea inconclusa. No hay más que mirar a la Unión Europea y la zona del euro para tener idea del reto que supone alinear la regulación y la gestión macroeconómica con la creciente interdependencia de la economía mundial o de algunas de sus partes. Las cuestiones de base son la soberanía, la identidad y la autodeterminación democrática.

Nuestros hijos y nietos vivirán en una economía mundial más grande, más interconectada y equitativamente distribuida en términos de masa y potencia económica, y heterogénea con respecto a los niveles de ingreso, las etapas de desarrollo y las culturas. Aprender a hacer lo necesario para que el avance sea sostenible, estable y equitativo es el gran reto económico para todos los países —avanzados o en desarrollo— y sus ciudadanos.

Desigualdad

La economía debería estar al servicio de la sociedad

Joseph E. Stiglitz⁸

La batalla más importante de la economía mundial librada después de la Segunda Guerra Mundial fue entre sistemas económicos: ¿era el comunismo o el capitalismo el que ofrecía la mejor manera de lograr crecimiento y prosperidad para todos? Con la caída del Muro de Berlín, la batalla acabó. Pero está comenzando otra: ¿qué modalidad de economía de mercado funciona mejor?

Durante mucho tiempo, pareció triunfar el capitalismo democrático estadounidense. Estados Unidos de Norteamérica promovió la desregulación, la privatización y la liberalización en el mundo entero, mediante un conjunto de políticas que dieron en llamarse Consenso de Washington. Pero cuando llegó la crisis financiera mundial de 2008, fue el gobierno el que salvó al mercado de sus excesos. El intento por minimizar el papel del gobierno fracasó estrepitosamente, y llevó al gobierno a tomar medidas sin precedentes.

⁸ Joseph E. Stiglitz fue galardonado con el Premio Nobel de Economía en 2001 y en la actualidad es profesor en la Universidad de Columbia. Su última obra, junto con Bruce C. Greenwald, se titula *Creating a Learning Society: A New Approach to Growth, Development, and Social Progress*.

Pasada la crisis, muchos examinaron el sistema económico estadounidense más de cerca. Quedó claro que, con un ingreso mediano estancado durante más de un cuarto de siglo, el sistema no estaba al servicio de la mayoría de los ciudadanos, aun si a los estratos más altos les iba muy bien. Se puso en tela de juicio incluso el sistema político: la desigualdad económica se tradujo en desigualdad política, como lo demuestra con tanta claridad el hecho de que los bancos que habían causado la crisis pudieron oponerse a las reformas que la mayoría de los economistas consideraban necesarias para evitar que se repitiera. La democracia va más allá de la elección periódica de autoridades políticas, y los resultados de la democracia estadounidense parecían estar cada vez más de acuerdo con “un dólar, un voto” que con “una persona, un voto”.

El economista francés Thomas Piketty sostiene que los elevados niveles de desigualdad representan el estado natural del capitalismo: fue solo durante un breve interludio después de la Segunda Guerra Mundial que, gracias a la solidaridad que la contienda despertó, las cosas cambiaron. Piketty confirma lo que otros han observado: el enorme aumento de la desigualdad tanto del ingreso como de la riqueza durante las tres últimas décadas, y la creciente importancia de la riqueza heredada. Según sus previsiones, estas tendencias continuarán.

En mi opinión, este nivel elevado y creciente de desigualdad no es el resultado inevitable del capitalismo ni la obra de fuerzas económicas inexorables. Hay países con niveles mucho más bajos de desigualdad —y un crecimiento igualmente vigoroso— cuya ciudadanía, especialmente la mitad menos favorecida, está mucho mejor que sus pares de Estados Unidos de Norteamérica. Algunos países —a saber, Brasil— incluso han reducido significativamente la desigualdad en los últimos años. La profunda y creciente desigualdad que impera en Estados Unidos de Norteamérica es fruto de las políticas adoptadas y de la política, y los países que han emulado a Estados Unidos de Norteamérica —el Reino Unido, por ejemplo— están viendo resultados parecidos.

La desigualdad es resultado del falso capitalismo del país, repleto de monopolios y oligopolios, beneficios otorgados por el gobierno a las empresas y los ricos, salvatajes de bancos, deficiencias de gobernabilidad empresarial y leyes impositivas que les permiten a los más ricos aparcar el dinero en paraísos tributarios *offshore* y pagar impuestos mucho más bajos de lo que les corresponde.

Acertadamente, el FMI hace poco hizo hincapié en los efectos adversos que tiene esta desigualdad en la evolución de la economía. En *The Price of Inequality*, explico cómo podríamos tener simultáneamente más crecimiento y estabilidad y más igualdad, especialmente en los países en que la desigualdad ha alcanzado extremos como en Estados Unidos de Norteamérica. La teoría económica del goteo no funciona, como lo muestran sobradamente los datos estadounidenses. Y esto es así especialmente cuando gran parte de la desigualdad es producto de la captación de rentas (los que están más arriba se hacen con una proporción cada vez mayor de la riqueza nacional) y de la ausencia de igualdad de oportunidades, que implica que los que están más abajo nunca tienen la posibilidad de hacer realidad su potencial.

El falso capitalismo que ha surgido en Estados Unidos de Norteamérica y algunos otros países es el producto previsible y previsto de una democracia fallada que permite a la desigualdad económica traducirse con facilidad en desigualdad política, en un círculo vicioso en el cual un aumento de una forma de desigualdad exagera la otra.

El principal reto que enfrentará la economía mundial en las próximas décadas va más allá de moderar los excesos de la economía de mercado, y consiste entre otras cosas en evitar la toma de riesgos excesiva, los préstamos abusivos y la manipulación del mercado que tan claramente manifestaron las instituciones financieras en los últimos años. Implica hacer que los mercados funcionen como deberían: con una competencia fuerte que impulse una innovación que mejore los niveles de vida, no el tipo de innovación centrada en cómo hacerse con una proporción más grande del ingreso

nacional y evitar regulaciones concebidas para que la economía funcione bien. Implica asegurar no solo un crecimiento económico vigoroso sino también una prosperidad común. Implica velar por que la economía esté al servicio de la sociedad, y no al revés. Cuando los “avances” económicos —ya sea la globalización o la creación del euro— implican fuertes recortes de los sueldos o las prestaciones públicas para amplias franjas de la sociedad, tenemos que preguntarnos si estamos confundiendo los medios con los fines.

Y el principal reto que enfrenta el sistema político a nivel mundial es asegurar que los procesos democráticos representen verdaderamente los intereses del ciudadano de a pie. Quebrantar el poder que tiene el dinero en la política no será fácil. Pero si no lo hacemos, afrontaremos decepciones en nuestras economías y nuestras democracias.

Fuente de información:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2014/09/pdf/nobels.pdf>

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

El 11 de septiembre 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 4 de septiembre de 2014, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, reducir la tasa de interés aplicable a las operaciones principales de financiamiento del Eurosistema en 10 puntos básicos, hasta el 0.05%, y la tasa de interés de la facilidad marginal de crédito en 10 puntos básicos, hasta el 0.30%. La tasa aplicable a la facilidad de depósito disminuyó en 10 puntos básicos, hasta el -0.20%. Asimismo, el Consejo de Gobierno decidió comenzar a adquirir activos del sector privado no financiero. El Eurosistema adquirirá una amplia cartera de bonos de titulización de activos (ABS) simples y transparentes

cuyos activos subyacentes sean derechos frente al sector privado no financiero de la zona del euro, en el marco de un programa de adquisiciones de ABS. Ello refleja el papel del mercado de ABS para facilitar nuevos flujos de crédito para la economía y sigue a la intensificación de los trabajos preparatorios en este ámbito, de acuerdo con las decisiones del Consejo de Gobierno adoptadas en junio. En paralelo, el Eurosistema comprará asimismo una amplia cartera de bonos garantizados denominados en euros emitidos por instituciones financieras monetarias (IFM) domiciliadas en la zona del euro en el marco de un nuevo programa de adquisición de bonos garantizados (CBPP3). Las intervenciones en el marco de estos programas comenzarán en octubre de 2014. Las modalidades detalladas de estos programas se anunciarán tras la reunión del Consejo de Gobierno del 2 de octubre de 2014. Las nuevas medidas adoptadas, junto con las operaciones de financiamiento a plazo más largo con objetivo específico que se llevarán a cabo en breve, tendrán un impacto considerable en el balance del Eurosistema.

Estas decisiones reforzarán la gama de medidas adoptadas en los últimos meses. En particular, respaldarán las indicaciones prospectivas del Consejo de Gobierno sobre la orientación futura de las tasas de interés oficiales del BCE (*forward guidance*) y reflejan el hecho de que existen diferencias significativas y crecientes en el ciclo de la política monetaria entre las economías avanzadas más importantes. Dichas decisiones contribuirán a mejorar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y a respaldar la provisión de crédito al conjunto de la economía. En su análisis, el Consejo de Gobierno ha tenido en cuenta las perspectivas generales de baja inflación, el debilitamiento del impulso del crecimiento en la zona de euro durante los últimos meses y la continua atonía de la evolución monetaria y crediticia. Las decisiones del 4 de septiembre de 2014, junto con las demás medidas en vigor, han sido adoptadas con vistas a respaldar el firme anclaje de las expectativas de inflación a mediano y a largo plazo, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2%. Estas medidas,

según se vayan transmitiendo a la economía, contribuirán a que la inflación vuelva a situarse en tasas más próximas al 2%. 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 lo que respecta al análisis económico, tras cuatro trimestres de expansión moderada, el PIB real de la zona del euro se mantuvo en el segundo trimestre de este año sin variación respecto del trimestre anterior. Aunque reflejó en parte factores de carácter puntual, este resultado fue más débil de lo esperado. En lo que se refiere al tercer trimestre, los datos de las encuestas disponibles hasta agosto indican una pérdida de impulso del crecimiento cíclico, aunque sigue siendo consistente con una expansión moderada.

La demanda interna debería verse respaldada por las medidas de política monetaria adoptadas, las mejoras actuales de las condiciones de financiamiento, los progresos logrados en el saneamiento presupuestario y las reformas estructurales, y el efecto positivo del descenso de los precios energéticos en la renta real disponible. Además, la demanda de exportaciones debería beneficiarse de la recuperación mundial. Al mismo tiempo, es probable que el elevado nivel de desempleo, el considerable grado de capacidad productiva no utilizado, la continuación del crecimiento negativo de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y los ajustes necesarios en los balances de los sectores público y privado sigan frenando el ritmo de la recuperación. Respecto al futuro, es necesario un atento seguimiento de los factores y supuestos clave que determinan las perspectivas de crecimiento.

Estos elementos se reflejan en las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE, que prevén el PIB real aumente 0.9% en 2014, un 1.6% en 2015 y 1.9% en 2016. En comparación con las

proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema, la previsión de crecimiento del PIB real para 2014 y 2015 se ha revisado a la baja, mientras que la correspondiente a 2016 se ha revisado al alza.

El Consejo de Gobierno considera que existen riesgos a la baja en las perspectivas económicas para la zona del euro. En particular, la pérdida de impulso de la economía podría frenar la inversión privada y el aumento de los riesgos geopolíticos podría tener un impacto negativo adicional para la confianza de los consumidores y de las empresas. Otro riesgo a la baja está relacionado con las insuficientes reformas estructurales introducidas en los países de la zona del euro.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación anual de la zona del euro medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) fue del 0.3% en agosto de 2014, frente al 0.4% registrado en julio. Este descenso 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. Las tasas de inflación se han mantenido en niveles bajos durante un período de tiempo ya considerable. Las decisiones del 4 de septiembre, junto con las demás medidas en vigor, han sido adoptadas con vistas a respaldar el firme anclaje de las expectativas de inflación a mediano y a largo plazo, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2%. 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.

Las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE prevén que la tasa de inflación anual medida por el IAPC se sitúe en 0.6% en 2014, en 1.1% en 2015 y en el 1.4% en 2016. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por

los expertos del Eurosistema, la previsión de la inflación para 2014 se ha revisado a la baja. Las proyecciones para 2015 y 2016 se han mantenido sin variación.

El Consejo de Gobierno, teniendo en cuenta las medidas adoptadas el 4 de septiembre, seguirá realizando un atento seguimiento de los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a mediano plazo. En este contexto, el Consejo de Gobierno prestará una especial atención a las posibles repercusiones derivadas de la atonía de la dinámica del crecimiento, la situación geopolítica, la evolución del tipo de cambio y la transmisión de las medidas de política monetaria adoptadas.

En lo concerniente al análisis monetario, los datos de julio de 2014 siguen apuntando a un débil crecimiento subyacente del agregado monetario amplio (M3), con una tasa de crecimiento interanual del 1.8% en julio, frente al 1.6% registrado en junio. El crecimiento del agregado monetario estrecho M1 se situó en 5.6% en julio, frente al 5.4% registrado en junio. 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, situándose en -2.2% en julio, sin variación respecto a la del mes anterior. Sin embargo, las amortizaciones netas volvieron a ser sustanciales en julio. La concesión de préstamos a las sociedades no financieras continúa reflejando 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. La tasa de crecimiento anual de los préstamos a hogares (ajustado de ventas y titulaciones) se situó en el 0.5% en julio, prácticamente sin variación desde comienzos de 2013.

En el contexto de debilidad del crecimiento crediticio, el BCE está finalizando la evaluación global de los balances de las entidades de crédito, que reviste una importancia primordial para superar las restricciones de la oferta de crédito.

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 para incrementar el grado de acomodación de la política monetaria y respaldar el crédito a la economía real.

En lo que concierne a las reformas estructurales, en algunos Estados miembros se han dado pasos importantes, mientras que en otros sigue siendo necesaria legislación al efecto y su aplicación. Resulta claro que dichos esfuerzos han de cobrar impulso en este momento, a fin de lograr un aumento sostenible del crecimiento y del empleo en la zona del euro. Es imprescindible la introducción de reformas estructurales ambiciosas en los mercados de productos y de trabajo, así como la adopción de medidas dirigidas a mejorar el entorno empresarial. En cuanto a las políticas fiscales, el saneamiento integral de las finanzas públicas realizado en los últimos años ha contribuido a reducir los desequilibrios presupuestarios. Los países de la zona del euro deberían mantener los progresos logrados en el ámbito del saneamiento presupuestario y actuar conforme a las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El Pacto representa un ancla para la confianza, y la flexibilidad que ofrecen sus normas permite afrontar los costos presupuestarios derivados de reformas estructurales importantes y respaldar la demanda. Existe también margen para lograr una composición más favorable al crecimiento de las políticas fiscales. Una aplicación plena y consistente del marco de vigilancia fiscal y macroeconómica de la zona del euro es imprescindible para el descenso de las elevadas proporciones de deuda pública, el incremento del potencial de crecimiento y el aumento de la capacidad de resistencia de la zona del euro ante las perturbaciones.

La presente edición del Boletín Mensual contiene un artículo titulado “Proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE”.

Fuente de información:

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/14/Fich/bm1409-1.pdf>

Evolución Económica y Monetaria (BCE)

El 11 de septiembre 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 economía mundial mejora de forma sostenida, aunque se mantiene la fragilidad en un entorno de persistentes divergencias en la dinámica de crecimiento según las regiones. Tras un vacilante comienzo de año, la actividad económica mundial se fortaleció en el segundo trimestre, con un impulso más firme en la mayoría de las economías avanzadas, especialmente en Estados Unidos de Norteamérica y una recuperación en las economías emergentes, que tuvo origen, principalmente, en el repunte registrado en China. Los indicadores de opinión recientes sugieren un ritmo de crecimiento positivo y sostenido en el tercer trimestre. A mediano plazo, el crecimiento a nivel mundial debería recuperarse gradualmente, aunque sigue siendo más bien moderado, como consecuencia de las restricciones de la capacidad de producción, los desequilibrios macroeconómicos o financieros, la incertidumbre de las políticas económicas y los riesgos geopolíticos. El comercio mundial ha experimentado un debilitamiento últimamente, pero hay señales de que remontará en el segundo semestre del año. La inflación mundial, después del aumento registrado en el segundo trimestre, descendió en julio. De cara al futuro, se prevé que las presiones inflacionistas sean limitadas en el contexto de una brecha de producción mundial que se va cerrando

lentamente, de unos precios del petróleo relativamente estables y de unas expectativas de inflación firmemente ancladas.

Actividad económica y comercio mundial

Pese a la volatilidad a corto plazo, la economía mundial se mantiene en una senda de recuperación gradual y desigual. El crecimiento a nivel mundial cobró impulso en el segundo trimestre, tras una desaceleración transitoria en los meses anteriores del año, respaldado por el renovado vigor de algunas de las principales economías avanzadas y emergentes. Las políticas monetarias acomodaticias aplicadas en las economías avanzadas y la mejora de la percepción global del riesgo han respaldado los mercados financieros y, en general, la recuperación económica mundial. Las estimaciones provisionales muestran que la actividad económica en los países del G-20 (excluida la zona del euro) creció 0.8%, en tasa trimestral, en el segundo trimestre de 2014, en un contexto de persistentes divergencias entre unos países y otros.

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
G20 ^{1/}	2.8	2.9	3.5	3.4	3.2	0.8	0.5	0.7
G20 excluida la zona del euro ^{1/}	3.5	3.6	4.1	3.9	3.7	1.0	0.6	0.8
Estados Unidos de Norteamérica	2.3	2.2	3.1	1.9	2.5	0.9	-0.5	1.0
Japón	1.5	1.5	2.4	2.7	0.0	0.0	1.5	-1.7
Reino Unido	0.3	1.7	2.7	3.0	3.1	0.7	0.8	0.8
Dinamarca	-0.4	0.4	0.7	1.3	0.0	-0.3	0.6	-0.3
Suecia	1.3	1.6	3.0	0.8	1.9	1.6	-0.1	0.2
Suiza	1.0	1.9	1.8	1.7	1.1	0.1	0.5	0.0
Brasil	1.0	2.5	2.2	1.9	-0.9	0.5	-0.1	-0.6
China	7.7	7.7	7.7	7.4	7.5	1.7	1.5	2.0
India	4.9	4.7	4.4	6.1	5.8	1.2	2.0	0.8
Rusia ^{2/}	3.4	1.3	2.0	0.9	0.8	0.3	-0.3	--
Turquía	2.1	4.0	4.4	4.3	--	0.9	1.7	--
Polonia	2.1	1.6	2.5	3.5	3.3	0.7	1.1	0.6
República Checa	-0.9	-0.9	1.1	2.9	2.7	1.5	0.8	0.0
Hungría	-1.7	1.2	2.9	3.3	3.7	0.7	1.1	0.8

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

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

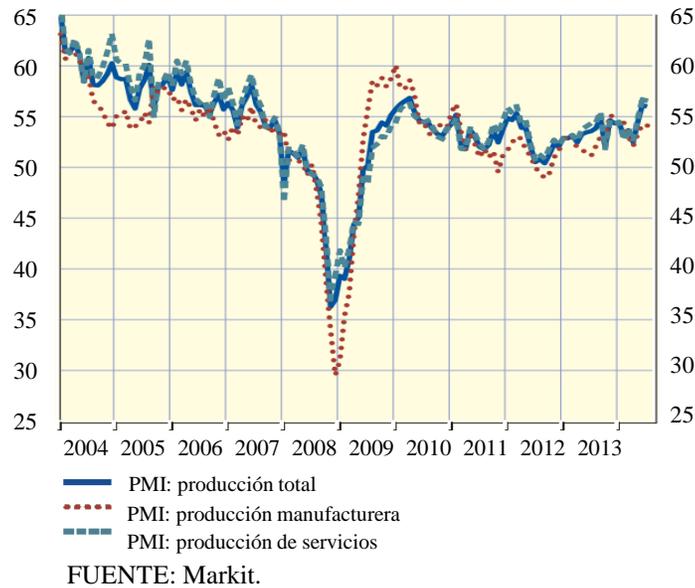
FUENTE: Datos nacionales, BPI, Eurostat, OCDE y cálculos del BCE.

Considerando la situación con más detalle, se observa que en Estados Unidos de Norteamérica, la actividad repuntó con fuerza en el segundo trimestre, una vez superado el impacto adverso de las pésimas condiciones meteorológicas y del lastre de las existencias. Al mismo tiempo, la mejora de la confianza de los hogares y los positivos efectos riqueza derivados del aumento de los precios de la vivienda contribuyeron al dinamismo sostenido de la economía en Reino Unido. Por el contrario, la actividad experimentó una contracción en Japón, debido al reequilibrio de la demanda privada en el segundo trimestre, tras el adelanto del consumo en el primer trimestre en anticipación al aumento del impuesto al valor agregado (IVA) en abril. La evolución económica también ha sido desigual en el grupo de las economías emergentes. El crecimiento del PIB real repuntó con fuerza en el segundo trimestre en China, respaldado por las medidas de estímulo fiscal y una flexibilización de las condiciones crediticias, se moderó en India por la persistencia de las elevadas tasas de inflación y las deficiencias en materia de infraestructuras, y se tornó vacilante en Brasil y Rusia. Los efectos

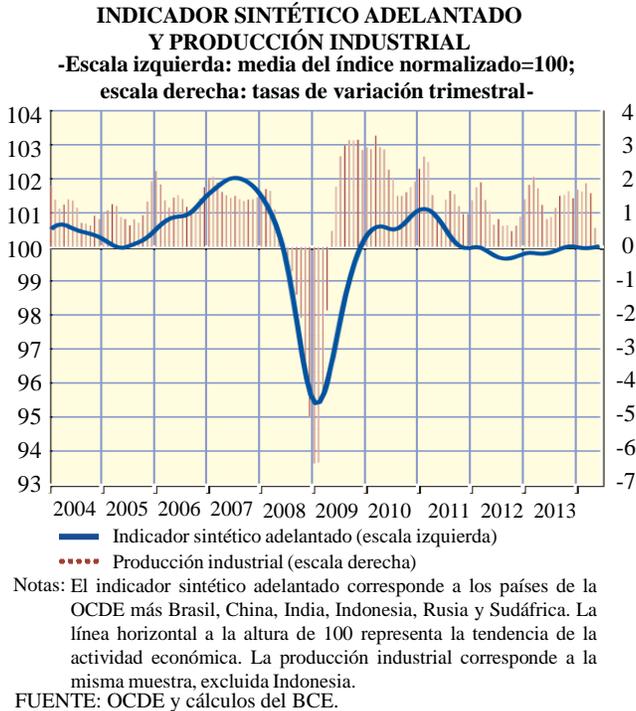
globales de la crisis de Ucrania han sido más bien limitados hasta ahora. No obstante, los consiguientes riesgos geopolíticos han aumentado de forma acusada, y la posible intensificación de las sanciones entre Rusia y otros países podría tener repercusiones significativas para el crecimiento mundial a través del comercio y los canales financieros y de confianza.

Los indicadores de opinión recientes sugieren que se mantendrá el impulso positivo en el tercer trimestre del año. Los fundamentos subyacentes siguen siendo sólidos en las economías avanzadas, mientras que, en las economías emergentes, una confluencia de factores económicos y políticos, incluidos los estrangulamientos estructurales y las tensiones geopolíticas, están obstaculizando una recuperación más vigorosa. Los datos más recientes del Índice PMI (Purchasing Managers Index) global de producción de manufacturas y servicios, excluida la zona del euro, muestran un ligero aumento en agosto, impulsado principalmente por un fuerte aumento de los índices correspondientes a Estados Unidos de Norteamérica y Japón, que ha compensado una ligera caída del crecimiento en el sector manufacturero de Reino Unido. Al mismo tiempo, en junio, los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE, diseñados para anticipar los puntos de giro en la actividad económica en relación con la tendencia, continuaron señalando un ritmo estable, por encima de la tendencia, en la mayoría de las economías avanzadas, pero un crecimiento en torno o inferior a la tendencia en las economías emergentes, mientras que la ligera mejora del indicador de clima económico mundial del Ifo, correspondiente al tercer trimestre de 2014, refleja, principalmente, unas perspectivas más halagüeñas en Estados Unidos de Norteamérica y en las economías emergentes de Asia.

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



El crecimiento del comercio mundial ha continuado debilitándose, siguiendo la misma trayectoria iniciada a finales del pasado año y registrando cifras ligeramente negativas en el segundo trimestre de 2014. Según el *Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis* (CPB), el volumen de las importaciones mundiales de bienes disminuyeron 0.1% en el segundo trimestre, como consecuencia de la atonía de la actividad comercial en las economías emergentes de Asia, Europa Central y Oriental y América Latina, así como en Japón, asociada, en parte, a las secuelas del incremento del IVA en abril. Aunque los datos de la balanza de pagos sobre el comercio de bienes y servicios también confirman cierta falta de dinamismo del comercio en el segundo trimestre, el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero repuntó en agosto, tras haberse mantenido estable en torno al mismo nivel desde comienzos del año, lo que sugiere un repunte del comercio mundial en el corto plazo.



De cara al futuro, según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en septiembre de 2014 (véase el artículo publicado en este número del Boletín Mensual), se prevé que la actividad económica mundial se fortalezca gradualmente, pero la recuperación probablemente seguirá siendo lenta. A las economías avanzadas deberían beneficiarles cada vez más las políticas monetarias acomodaticias, la progresiva desaparición del desapalancamiento del sector privado y la consolidación fiscal, la mejora de la confianza y la caída del desempleo. Por el contrario, en varias economías emergentes, los problemas estructurales, como los déficit en materia de infraestructuras, las rigideces de los mercados de productos y de trabajo y los desequilibrios internos y externos, probablemente limitarán el potencial de crecimiento, mientras que otras economías de este grupo han estado ajustándose al endurecimiento de las condiciones financieras desde mayo de 2013 y a la eventual normalización de la política monetaria en Estados Unidos de Norteamérica. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en junio de 2014, las perspectivas de crecimiento mundial prácticamente no han variado, salvo por algunas revisiones automáticas al alza, debidas en su totalidad

a una actualización de las ponderaciones utilizadas para construir los agregados mundiales.

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

Evolución mundial de los precios

La inflación mundial, tras un período de relativa moderación en 2013 y en el primer trimestre de 2014, aumentó en el segundo trimestre de 2014. La inflación general medida por los precios al consumidor aumentó hasta el 2.1%, en tasa anual, en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), en el segundo trimestre de 2014, desde el 1.6% en tasa anual registrado en el primer trimestre del año, pero descendió ligeramente, hasta el 1.9%, en julio, debido a una contribución algo menor del componente energético. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación anual en la OCDE, medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC), aumentó en el segundo trimestre y se mantuvo estable en 1.9% en julio. Más recientemente, la inflación ha evolucionado de forma dispar en las economías emergentes más grandes: la inflación medida por el IPC ha venido mostrando una tendencia alcista desde comienzos del año en Brasil y Rusia, pero se ha estabilizado en tasas más reducidas en China e India en comparación con el segundo semestre de 2013. De cara al futuro, se prevé que las presiones inflacionistas seguirán estando contenidas en un entorno de capacidad productiva sin utilizar todavía escasa y expectativas de inflación relativamente bien ancladas.

Los precios de la energía, que son un importante factor determinante de la inflación a nivel mundial, se han reducido desde comienzos del año. Pese a las tensiones geopolíticas que afectan a los principales productores de petróleo, no se han observado

perturbaciones en la oferta susceptibles de provocar una subida de los precios internacionales del crudo; al mismo tiempo, el crecimiento de la producción de petróleo no convencional (*shale oil*) en Estados Unidos de Norteamérica se ha mantenido estable. Tras un breve pico a mediados de junio, los precios del petróleo han bajado desde comienzos de julio.

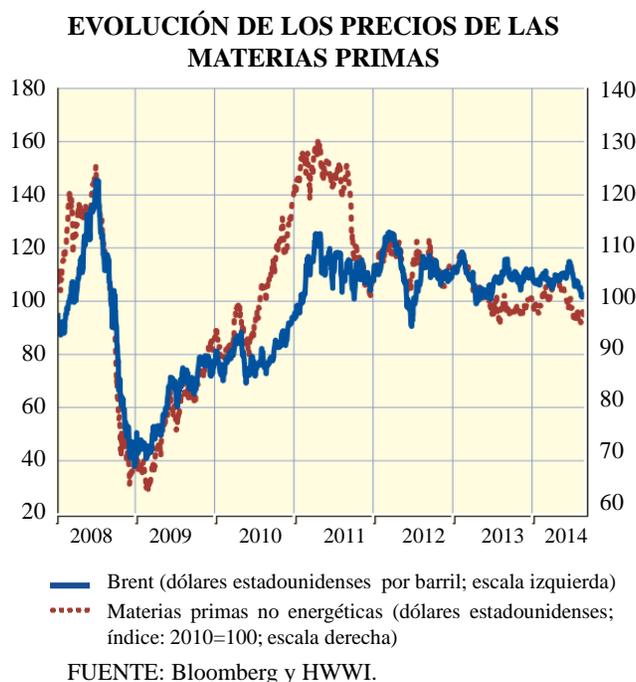
EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS EN ALGUNAS ECONOMÍAS
-Tasas de variación anual-

País	2012	2013	2014					
			Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul
OCDE	2.3	1.6	1.4	1.6	2.0	2.1	2.1	--
Estados Unidos de Norteamérica	2.1	1.5	1.1	1.5	2.0	2.1	2.1	2.0
Japón	0.0	0.4	1.5	1.6	3.4	3.7	3.6	3.4
Reino Unido	2.8	2.6	1.7	1.6	1.8	1.5	1.9	1.6
Dinamarca	2.4	0.5	0.3	0.2	0.5	0.3	0.4	0.5
Suecia	0.9	0.4	0.1	-0.4	0.3	0.1	0.5	0.4
Suiza	-0.7	-0.2	-0.1	-0.1	0.2	0.3	0.1	0.0
Brasil	5.4	6.2	5.7	6.2	6.3	6.4	6.5	6.5
China	2.6	2.6	2.0	2.4	1.8	2.5	2.3	2.3
India	9.7	10.1	8.0	8.3	8.6	8.3	7.5	8.0
Rusia	5.1	6.8	6.2	6.9	7.3	7.6	7.8	7.4
Turquía	8.9	7.5	7.9	8.4	9.4	9.7	9.2	9.3
Polonia	3.7	0.8	0.7	0.6	0.3	0.3	0.3	0.0
República Checa	3.5	1.4	0.3	0.3	0.2	0.5	0.0	0.6
Hungría	5.7	1.7	0.3	0.2	-0.2	0.0	-0.1	0.5
Inflación subyacente OCDE	1.8	1.6	1.6	1.7	2.0	1.9	1.9	--

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

El 3 de septiembre de 2014, el precio del barril de Brent se situaba en 101 dólares estadounidenses, es decir, alrededor de un 11% por debajo del nivel registrado hace un año. La reciente caída de los precios refleja el hecho de que el mercado de petróleo se encuentra relativamente bien abastecido. Por el lado de la oferta, los conflictos geopolíticos en Irak, Ucrania y Libia no han afectado a la oferta mundial, y las expectativas de una recuperación de las exportaciones de petróleo libio son cada vez mayores. Por el lado de la demanda, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) señala que el crecimiento de la demanda mundial de petróleo siguió siendo débil en consonancia con el crecimiento moderado del PIB mundial. De cara al futuro, los participantes en los mercados de petróleo esperan precios ligeramente más altos en el mediano plazo, y los futuros de Brent con entrega en diciembre de 2015 se negocian a

103 dólares estadounidenses el barril. No obstante, en la medida en que la evolución política en Irak, Libia y Rusia tenga un impacto en la expansión de la capacidad de oferta de petróleo, podrían surgir presiones alcistas más intensas sobre los precios a más largo plazo.



Los precios de las materias primas no energéticas se han mantenido estables, en términos agregados, en los últimos meses. En comparación con los niveles de comienzos de julio, los precios de estas materias son 1% más bajos como consecuencia del descenso de los precios de los alimentos y del aumento de los precios de los metales. Los precios de los alimentos se han reducido (aproximadamente un 5% desde principios de julio), debido a una caída de los precios de los cereales, dado que las favorables condiciones meteorológicas respaldaron los suministros. Los precios de los metales se incrementaron ligeramente (alrededor de un 6% desde comienzos de julio), impulsados, principalmente, por las subidas de los precios del aluminio. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares

estadounidenses) se sitúa actualmente en torno a un 3% por debajo del nivel registrado hace un año.

Evolución en algunas economías

Estados Unidos de Norteamérica

En Estados Unidos de Norteamérica, la recuperación de la actividad económica volvió a cobrar impulso, confirmando la presencia de una sólida tendencia de crecimiento subyacente bajo la superficie de la reciente volatilidad de los datos, debida a factores transitorios. Tras una contracción asociada a las condiciones meteorológicas en el primer trimestre de 2014, la actividad económica experimentó una sólida recuperación en el segundo trimestre, retornando a las tasas de crecimiento por encima de la tendencia observadas en el segundo semestre de 2013. La segunda estimación de la Oficina de Análisis Económico (*Bureau of Economic Analysis*) indica que el PIB real creció a una tasa anualizada del 4.2% (1% en tasa trimestral), ligeramente superior a la estimada con anterioridad, tras la caída del 2.1% (-0.5% en tasa trimestral) del primer trimestre de 2014. La expansión en el segundo trimestre se vio respaldada, principalmente, por la corrección de los factores transitorios que habían limitado el crecimiento en el trimestre precedente, como la acumulación de existencias y las exportaciones. Además, el gasto en consumo personal y la inversión privada en capital fijo también contribuyeron positivamente al crecimiento, otra señal de que la recuperación de la demanda interna va por buen camino. Por otra parte, la demanda exterior neta contribuyó negativamente al crecimiento del PIB, pero en menor medida que en el primer trimestre.

Los indicadores de alta frecuencia disponibles sugieren que la economía estadounidense probablemente mantendrá el ritmo de crecimiento positivo en el tercer trimestre de 2014. Mientras que las ventas del comercio al por menor se estancaron y el gasto en consumo personal disminuyó en julio, se prevé que el consumo privado

aumente aún más en un contexto de efectos riqueza positivos y constantes mejoras en las condiciones del mercado de trabajo que favorecen la evolución de la renta disponible. Las perspectivas a corto plazo de la actividad industrial también siguen siendo favorables, habida cuenta de la positiva dinámica de los indicadores de clima empresarial, producción industrial y pedidos de fábrica. Además, los sólidos aumentos de las viviendas iniciadas y los visados de obra nueva, junto con una recuperación de la confianza de los constructores en el transcurso del tercer trimestre son otras tantas señales de recuperación del crecimiento en el sector de la vivienda, que se había visto afectado temporalmente por las adversas condiciones meteorológicas en los meses anteriores del año. A más largo plazo, se prevé que la recuperación de la economía estadounidense sea más sostenida, respaldada en mayor medida por las mejoras continuas en los mercados de trabajo y de la vivienda, las condiciones financieras acomodaticias y la desaparición de las dificultades derivadas del saneamiento de los balances y de la política fiscal.

La inflación se estabilizó aún más en julio. La inflación anual medida por el IPC disminuyó 0.1 puntos porcentuales hasta situarse en 2%, mientras que si se excluyen la energía y los alimentos, la tasa se mantuvo estable en 1.9%. Esta evolución refleja la corrección de algunos factores transitorios que habían contribuido al repunte de la inflación en los meses anteriores del año, concretamente entre febrero y mayo. En particular, los costos de la energía se moderaron en julio y la inflación, en servicios tales como la atención sanitaria, tras haber aumentado en meses anteriores, se ha estabilizado más recientemente. Sin embargo, la inflación de los precios de los alimentos ha mantenido una tendencia ascendente. De cara al futuro, se prevé que la inflación solo aumente de forma gradual, ya que la capacidad no utilizada en el mercado laboral y el moderado aumento de los salarios deberían favorecer la contención de las presiones inflacionistas.

En el contexto de una mejora general de las perspectivas económicas, en su reunión de 30 de julio de 2014, el Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) anunció una nueva reducción del ritmo de sus compras mensuales de activos en 10 mil millones de dólares, hasta 25 mil millones de dólares, a partir de agosto. La reducción afecta por igual a las compras de bonos de titulización hipotecaria (que pasarían de 15 mil millones a 10 mil millones de dólares estadounidenses) y a las compras de valores de Tesoro a más largo plazo (de 20 mil millones a 15 mil millones de dólares estadounidenses). 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 inflacionistas y las expectativas de inflación, así como las cifras sobre evolución financiera”.

Japón

Después de los resultados relativamente discretos en el segundo semestre de 2013, la evolución de la actividad económica en Japón en el primer semestre de 2014 ha estado determinada, en gran medida, por la anticipación, y posterior implementación, del aumento del IVA en abril. La primera estimación provisional de los datos sobre las cuentas nacionales mostró una considerable contracción de la actividad económica en el segundo trimestre de 2014, al reequilibrarse la demanda tras la aplicación de la subida del IVA en abril y la anticipación del gasto en el primer trimestre de este año. El PIB real disminuyó 1.7% en tasa trimestral en el segundo trimestre de 2014, frente a la tasa revisada a la baja del 1.5% del primer trimestre. El impacto fue particularmente acusado en el consumo privado, especialmente en el caso de los bienes de consumo duradero, que experimentaron caídas, en tasa trimestral, del 5 y del 18.9%, respectivamente. La inversión total también se vio afectada negativamente, en particular, la inversión residencial privada, que descendió en torno a un 10% en tasa trimestral. Las exportaciones reales de bienes y servicios fueron relativamente flojas, pero se redujeron

a un ritmo más lento que las importaciones, lo que se tradujo en una contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento total. La contribución negativa relativamente elevada de la demanda interna también se compensó, en parte, con una considerable contribución positiva de las existencias privadas. En el siguiente recuadro se analiza con más detalle la evolución económica reciente de Japón.

De cara al futuro, se prevé una reanudación del crecimiento en el tercer trimestre de este año. Esta evolución es ampliamente coherente con la mayoría de los indicadores mensuales, que vienen apuntando, en general, a una recuperación de la actividad tras la desaceleración que siguió a la subida del IVA en abril, aunque quizás a un ritmo más moderado de lo previsto inicialmente. En particular, el consumo privado parece estar registrando una recuperación moderada en los últimos meses. Las exportaciones de mercancías correspondientes a julio también muestran señales incipientes de mejora, aunque el crecimiento de la producción industrial en julio fue poco dinámico. El índice PMI del sector manufacturero aumentó hasta situarse en 52.2 en agosto (frente a 50.5 en el mes anterior), lo que sugiere unas perspectivas más favorables para la actividad de dicho sector en agosto.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, las tasas de inflación anual se han moderado ligeramente en los últimos meses, tras aumentar en abril con la introducción de la subida del IVA. La inflación anual medida por el IPC descendió levemente, hasta el 3.4%, en julio, desde el 3.6% de junio, a medida que continuó desvaneciéndose el impacto de la anterior depreciación del yen sobre los precios. La inflación anual medida por el IPC, excluidos los alimentos, las bebidas y la energía, se situó en julio en el 2.3%, sin variación con respecto a junio.

En su reunión más reciente sobre política monetaria, celebrada el 8 de agosto de 2014, el Banco de Japón optó por no modificar sus principales directrices en esta materia.

Evolución económica reciente en Japón

Han transcurrido ya casi dos años desde que el Gobierno de Japón anunciara su ambiciosa estrategia de reactivar la economía sacándola de una situación de bajo crecimiento y deflación moderada. El programa, que se conoce popularmente como “Abenomía” en honor del Primer Ministro de Japón Shinzō Abe, supone la adopción de medidas de política en tres frentes (las tres “flechas”): política monetaria, política fiscal (estímulo a corto plazo seguido de consolidación a medio plazo) y reformas estructurales de estímulo del crecimiento encaminadas a asegurar un repunte del crecimiento tendencial (tanto nominal como real). A continuación, se examina la evolución reciente de la economía japonesa a la luz de esta nueva estrategia, comenzando por un repaso a las principales medidas adoptadas y por el impacto que han tenido hasta ahora.

Situación actual del proceso de implementación

La implementación de la Abenomía se ha centrado inicialmente en gran medida en los dos primeros pilares, a saber, la provisión de estímulo monetario y fiscal (a corto plazo). Hasta la fecha, la política monetaria (la primera flecha) ha sido un elemento clave del programa. Tras la adopción de un objetivo de inflación del 2% a comienzos de 2013, el Banco de Japón introdujo una estrategia de relajación monetaria cuantitativa y cualitativa en abril de ese mismo año, con la intención de alcanzar el objetivo de inflación lo antes posible en un horizonte de unos dos años. El banco central modificó su principal objetivo operativo pasando de una tasa de interés de referencia (tasa de interés oficial a un día sin garantía) a la base monetaria y amplió el volumen y el vencimiento de la deuda pública japonesa pendiente de compra. Con la ejecución de las compras de activos al ritmo previsto en el marco de la política de relajación cuantitativa y cualitativa, el balance del Banco de Japón había crecido en más de un 50% a finales de julio de 2014.

Por lo que respecta a la política fiscal (la segunda flecha), el Gobierno japonés ha dado un estímulo fiscal a corto plazo a la economía, principalmente mediante la adopción de dos paquetes de medidas de estímulo a comienzos de 2013 y 2014. También ha adoptado algunas medidas alentadoras encaminadas a sanear las finanzas públicas, incluida la implementación de un aumento del IVA del 5 al 8% en abril de 2014. Para octubre de 2015 está previsto un segundo incremento hasta el 10% que aún está pendiente de confirmar. De conformidad con la Consulta del Artículo IV con el Fondo Monetario Internacional (FMI), se prevé que el saldo básico ajustado en función del ciclo disminuya del -7% en 2013 al -6% en 2014^{1/}.

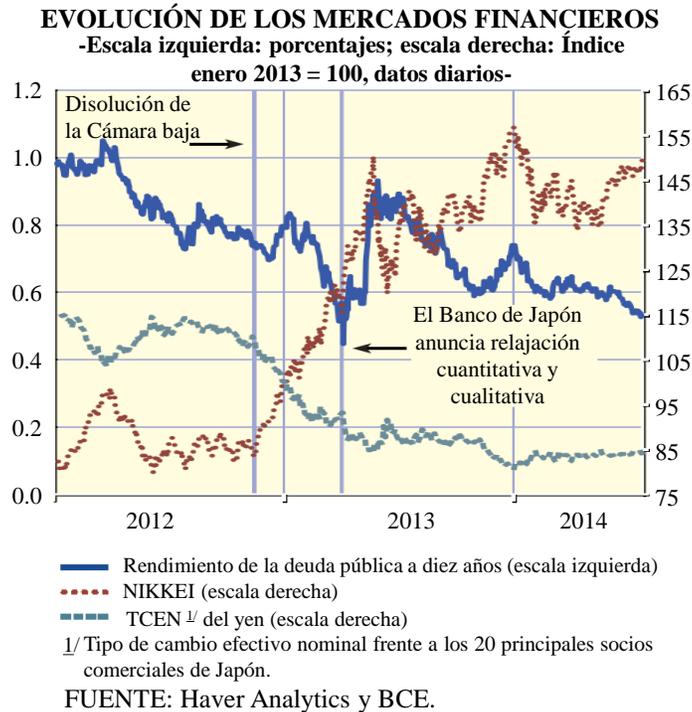
El Gobierno se ha comprometido a reducir a la mitad el déficit primario del 6.6% del ejercicio fiscal de 2010 para el ejercicio de 2015 y a lograr un superávit primario para el ejercicio de 2020 como parte de sus compromisos con el G-20.

Los avances en la implementación de las reformas estructurales de estímulo del crecimiento (la tercera flecha) han sido más graduales. Por una parte, se anunciaron medidas importantes en áreas como la agricultura, la energía y la gobernabilidad de las empresas, así como en materia de seguridad social (a saber, reformas en las inversiones del Fondo de Inversión de Pensiones del Estado). No obstante, los avances han sido más lentos en otros campos como la reforma del mercado laboral, en el que hasta la fecha se han introducido menos medidas concretas. En junio, el Gobierno adoptó también una estrategia de crecimiento revisada, que incluye, entre otras cosas, planes para reducir el tipo del impuesto de sociedades, pero todavía faltan por ultimar muchos detalles.

Evolución reciente de la actividad económica y los precios

Las expectativas, a finales de 2012, de que se produjera un cambio en la política económica tuvieron un acusado impacto sobre las cotizaciones bursátiles japonesas y el tipo de cambio del yen. La moneda se depreció significativamente (en tono a

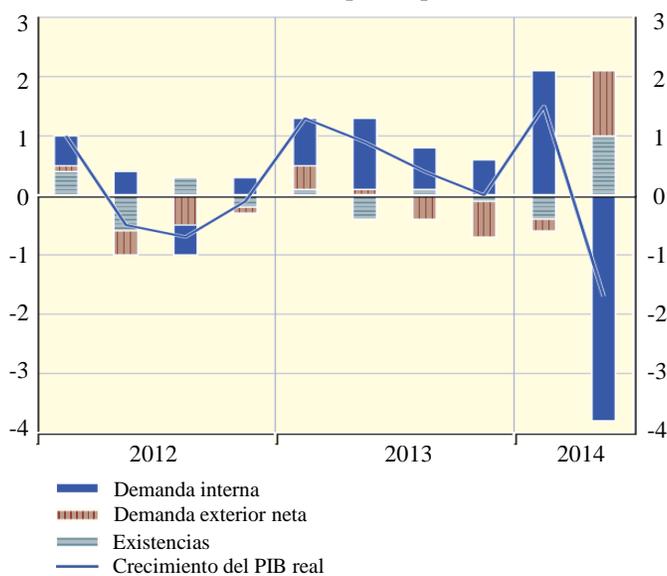
un 20% en términos nominales) y los mercados de renta variable experimentaron un fuerte repunte (a finales de agosto el índice Nikkei se situaba alrededor del 63% por encima del nivel registrado a finales de noviembre de 2012). Los rendimientos de la deuda pública japonesa a diez años se han mantenido en niveles relativamente bajos.



La actividad económica se recuperó considerablemente en las primeras etapas de la Abenomía, aunque respaldada en cierta medida por varios factores que, probablemente, se desvanezcan con el tiempo. El PIB real registró una expansión en el primer semestre de 2013, creciendo a una tasa media trimestral de alrededor del 1%, impulsado en parte por el estímulo fiscal, un moderado repunte de las exportaciones y una mejora del clima económico. Sin embargo, en el segundo semestre del año perdió impulso, a medida que comenzaron a desaparecer algunos de esos factores. La actividad repuntó de nuevo de forma considerable en el primer trimestre de 2014, debido principalmente a la anticipación de la demanda ante la subida del IVA prevista para abril de este año, pero el reequilibrio de la demanda

privada en el segundo trimestre contrarrestó con creces los avances conseguidos anteriormente. Además, pese a la acusada depreciación del yen, la recuperación de las exportaciones en términos reales ha seguido siendo débil, mientras que la inversión privada no residencial tan solo ha mostrado indicios de una incipiente recuperación en fechas recientes.

CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL
 -En tasa trimestral; puntos porcentuales-



FUENTE: Haver Analytics.

La inflación y las expectativas de inflación también han aumentado significativamente. La inflación anual medida por el IPC aumentó de forma sostenida pasando del -0.2% en noviembre de 2012 al 1.6% en marzo de 2014, mientras que, excluidos la energía y los alimentos, la tasa aumentó durante el mismo período desde alrededor del -0.5 hasta el 0.7%. Las estimaciones de los modelos – basadas en regularidades históricas– sugieren que casi la mitad del aumento de la inflación anual medida por el IPC observado desde noviembre de 2012 puede explicarse por la depreciación del tipo de cambio. Tras el incremento del IVA en abril de 2014, la inflación medida por el IPC aumentó desde el 1.6% registrado en marzo hasta el 3.7% en mayo, pero en los últimos meses se ha moderado

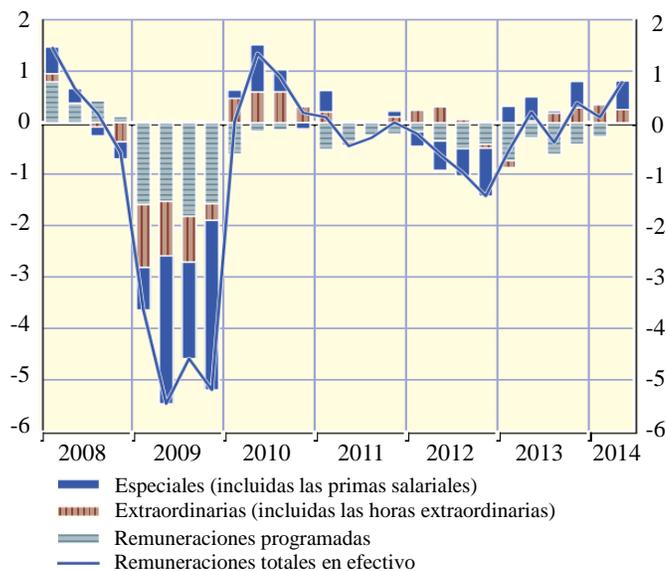
ligeramente. El aumento de la inflación ha coincidido también con un considerable repunte de las expectativas de inflación. Por ejemplo, entre octubre de 2012 y julio de 2014, las expectativas de inflación a diez años, medidas por la encuesta QUICK aumentaron del 0.8 al 1.6%, lo que indica una mayor credibilidad del objetivo de inflación del 2 por ciento.



Aunque tanto la inflación como las expectativas de inflación han experimentado sendos incrementos, los aumentos salariales han estado un poco a la zaga, a pesar de la fuerte tensión del mercado de trabajo. Las negociaciones salariales de primavera concluidas recientemente (“Shunto”) se tradujeron en incrementos salariales del 2.2% para el ejercicio fiscal de 2014, por encima del 1.8% del ejercicio de 2013, aunque los indicadores más amplios del crecimiento salarial siguen mostrando una contención mucho mayor: la tasa de crecimiento interanual de la remuneración salarial total solo aumentó hasta el 0.8% en el segundo trimestre. Sin embargo, una parte significativa del aumento ha estado determinada por los pagos no programados (por ejemplo, las horas extraordinarias) y las primas salariales, mientras que el crecimiento del salario base ha seguido siendo relativamente

discreto, aunque los datos correspondientes a julio muestran señales de recuperación.

**DESGLOSE DE LAS REMUNERACIONES
 TOTALES EN EFECTIVO
 -Tasas de variación anual-**



FUENTE: Haver Analytics.

El cambio en las expectativas con respecto a la orientación de la política monetaria también se asoció inicialmente con la fuerte afluencia de inversiones de cartera hacia Japón, en particular hacia los mercados de renta variable. Sin embargo, en general, el efecto de reequilibrio de las carteras entre los intermediarios financieros nacionales –en detrimento de la deuda pública japonesa y a favor de activos de mayor rendimiento (y posiblemente de mayor riesgo), un canal de transmisión clave de la estrategia de relajación cuantitativa y cualitativa– parece haber sido limitado hasta ahora. Las tenencias de deuda pública japonesa en las carteras de las entidades de crédito se han reducido ligeramente. No obstante, esta reducción no ha venido acompañada de una mejora sustancial de la actitud de los intermediarios financieros respecto a los préstamos, ya que la proporción de préstamos en los activos totales de las entidades de crédito se ha mantenido prácticamente sin variación en torno al 50% desde octubre de 2012, mientras que los depósitos se acumularon rápidamente

en el Banco de Japón. En el caso de las empresas de seguros y de los fondos de pensiones privados los cambios han sido menos rápidos, ya que todavía tienen que modificar notablemente la asignación de sus carteras.

Perspectivas de la actividad y los precios

Pese a la fuerte contracción de la actividad en el segundo trimestre de 2014, se prevé que en el segundo semestre del año se reinicie una moderada recuperación. Se espera que la actividad económica repunte de nuevo tras la caída observada tras el aumento del IVA en el segundo trimestre, respaldada principalmente por una recuperación del consumo privado y de la inversión privada. A más largo plazo, se prevé que la economía japonesa se mantenga en una senda de recuperación moderada, ya que el repunte de las exportaciones y la política monetaria acomodaticia probablemente compensarán la carga fiscal a partir de 2015.

Por lo que respecta a la política fiscal, las autoridades se han comprometido, para el ejercicio fiscal de 2015, a reducir a la mitad el déficit primario registrado en el ejercicio 2010 y a eliminarlo totalmente para el ejercicio de 2020. A partir de 2015, la política fiscal supondrá, probablemente, un lastre para el crecimiento, al desaparecer el respaldo de las medidas de estímulo más recientes. Las últimas proyecciones publicadas por la Oficina Económica del Gobierno de Japón indican que en el ejercicio fiscal de 2014 se registrará un déficit primario en relación con el PIB nominal del 5.2%, que se reducirá, según las previsiones, hasta situarse entre el 3.2 y 3.4% en el ejercicio de 2015, dependiendo de los resultados macroeconómicos. A más largo plazo, la Oficina Económica prevé también un déficit primario de entre el 1.9 y 3.1% para el ejercicio de 2020^{2/}. Por consiguiente, es probable que las autoridades necesiten adoptar nuevas medidas discrecionales para eliminar el déficit primario antes del cierre del ejercicio de 2020.

En lo que se refiere a los precios, la mediana de las previsiones ^{3/} más recientes de los miembros del Consejo de Política Monetaria del Banco de Japón indica que la inflación anual medida por el IPC (excluidos los alimentos frescos) probablemente excederá el 2% en el corto plazo, debido sobre todo a los dos aumentos del IVA, mientras que la tendencia subyacente (es decir, excluidos los efectos directos de los aumentos del IVA) podría llegar al 1.9% en el ejercicio fiscal de 2015 como consecuencia de la mejora de la brecha de producción y de un repunte sostenido de las expectativas de inflación a medio y largo plazo, para las que se prevé una convergencia hacia el 2%. Con todo, las perspectivas de la economía japonesa no están exentas de riesgos e incertidumbres como ha detallado recientemente el FMI en la Consulta del Artículo IV más reciente.

^{1/} Consulta del Artículo IV – Staff Report y nota de prensa, FMI, 2014.

^{2/} Statement on Monetary Policy, Banco de Japón, 15 de junio de 2014.

^{3/} Economic and Fiscal Projections for Medium to Long-Term Analysis, Oficina Económica del Gobierno de Japón, 20 de enero de 2014.

Reino Unido

En Reino Unido la actividad económica mantuvo un fuerte impulso en el primer semestre de 2014, tras el sólido crecimiento registrado en el año precedente. El PIB real creció a una tasa trimestral del 0.8%, tanto en el primer trimestre del año como en el segundo, impulsado principalmente por la demanda interna; la formación bruta de capital fijo se recuperó desde unos niveles muy bajos y el consumo privado mantuvo un fuerte dinamismo. Ello, a su vez, reflejó la sólida confianza de los consumidores como consecuencia del auge del mercado inmobiliario y del continuo fortalecimiento del mercado de trabajo: el desempleo se redujo, por sexto mes consecutivo, hasta situarse, en los tres meses transcurridos hasta junio, en 6.4%, es decir, el nivel mínimo registrado en más de cinco años. De cara al futuro, los datos de los indicadores de alta frecuencia sugieren que la economía continuará su expansión en el corto plazo, aunque algunos indicadores apuntan a una desaceleración del ritmo de crecimiento. No

obstante, a mediano plazo, la necesidad de ajustar los balances del sector público y del sector privado podría afectar a la actividad económica.

La inflación anual medida por el IPC descendió hasta el 1.6% en julio, desde el 1.9% del mes anterior, manteniéndose por séptimo mes consecutivo por debajo del objetivo fijado por el Bank of England. La mayor contribución al descenso de la inflación anual tuvo su origen en los precios de los artículos de vestir y el calzado, que no se redujeron como era habitual en junio, sino en julio, lo que refleja, probablemente, un retraso en las rebajas de verano. No obstante, es probable que las presiones inflacionistas sigan estando contenidas en el futuro, sobre todo en el contexto de un período prolongado de crecimiento moderado de los salarios, en el que las remuneraciones semanales (incluidos los componentes variables) disminuyeron 0.2% en los tres meses transcurridos hasta junio en comparación con un año antes.

En su reunión de 7 de agosto de 2014, el Comité de Política Monetaria del Bank of England mantuvo la tasa de interés oficial en 0.5% y el volumen de su programa de compras de activos en 375 mil millones de libras esterlinas.

Otras economías europeas

En Suecia, el PIB real creció a una tasa trimestral del 0.2% en el segundo trimestre de 2014, tras registrar un ligero descenso en el trimestre anterior. En Dinamarca, la actividad económica fue robusta a comienzos de 2014, con un crecimiento trimestral del 0.8% en el primer trimestre del año, tras la debilidad observada a finales de 2013. Esta dinámica estuvo determinada principalmente por la demanda interna en ambos países. De cara al futuro, se prevé que para el conjunto de 2014, el crecimiento del PIB real cobre fuerza en estos dos países. Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación medida por el IAPC ha seguido siendo moderada, en general, en los últimos meses, situándose en 0.5% en Dinamarca y en 0.4% en Suecia en julio.

En los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Central y Oriental (PECO), la actividad económica ha continuado recuperándose en el primer semestre de 2014, aunque a un ritmo más lento. En Hungría y Polonia, el PIB real registró un sólido crecimiento en el primer trimestre de 2014, alcanzando una tasa trimestral del 1.1%, pero se ralentizó hasta el 0.8 y el 0.6%, respectivamente, en el segundo trimestre del año. En la República Checa, el PIB real creció a una tasa del 0.8% a comienzos del año y se estancó en el segundo trimestre. En Rumania, la actividad económica experimentó una contracción, ya que la tasa de variación trimestral del PIB disminuyó de 0.2 hasta el 1% en los dos primeros trimestres del año. De cara al futuro, se prevé que la actividad económica mantenga su capacidad de resistencia, respaldada cada vez más por la demanda interna. Pese a los riesgos asociados a las tensiones geopolíticas, las exportaciones evolucionarán positivamente, reflejando el impacto de varios proyectos de inversión directa extranjera, que se prevé que alcancen su plena capacidad a lo largo del año. En los últimos meses, la inflación medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) ha descendido aún más en las economías más grandes de la región, situándose en mínimos históricos en varios países, principalmente como consecuencia de las bajas tasas de inflación de los precios de la energía y los alimentos, de los recortes de los impuestos indirectos y de los precios administrados y de la moderación de las presiones de costos internos.

En Turquía, a pesar de las dificultades de índole interno y externo a las que se enfrentó la economía en el segundo semestre de 2013, el crecimiento del PIB real fue sólido en el primer trimestre de 2014 (1.7% en tasa trimestral), en la medida en que la desaceleración de la demanda interna se compensó con un robusto crecimiento de las exportaciones. Para lo que resta de 2014, los indicadores adelantados y de alta frecuencia sugieren que el producto continuará reequilibrándose hacia el sector exterior a medida que las políticas más restrictivas aplicadas por el banco central y las medidas macroprudenciales encaminadas a frenar el crédito al por menor a comienzos de 2014 dejen sentir sus efectos en el consumo de los hogares y la producción del sector

manufacturero. Al mismo tiempo, la repetida relajación de la política monetaria observada desde mayo probablemente amortiguará el impacto del debilitamiento de la demanda interna sobre la actividad. La inflación se ha estabilizado en niveles considerablemente superiores al objetivo del banco central, dado que los precios más altos de los alimentos y la traslación de la depreciación de la lira están sosteniendo unos niveles de inflación elevados, aunque se prevé que ambos efectos se atenúen en el corto plazo. No obstante, las expectativas de inflación son altas y mantienen una trayectoria ascendente.

En Rusia, tras una desaceleración ya pronunciada del crecimiento económico en el transcurso de 2013, el PIB real disminuyó 0.3% en tasa trimestral en el primer trimestre de 2014, a medida que las repercusiones del conflicto con Ucrania comenzaron a hacer mella en la economía. Pese a que los indicadores de alta frecuencia muestran una cierta recuperación del crecimiento a corto plazo, la reciente escalada de la crisis ha ensombrecido las perspectivas. En particular, las restricciones del financiamiento impuestas por la Unión Europea y Estados Unidos de Norteamérica sobre una parte considerable del sector bancario ruso, así como el renovado endurecimiento de la política monetaria, están contribuyendo a un notable empeoramiento del entorno financiero. Además, se prevé que la elevada inflación y el vacilante crecimiento de los salarios nominales afectarán al todavía resistente consumo privado. A más largo plazo, las sanciones impuestas, junto con el consiguiente aumento de la incertidumbre, probablemente serán un nuevo obstáculo para una economía afectada ya por rigideces estructurales y por un clima de inversión desfavorable. La inflación ha seguido aumentando por encima del objetivo fijado por el banco central, principalmente como consecuencia de la depreciación del rublo a finales de 2013 y principios de 2014, así como del incremento de los precios de los alimentos, lo que ha provocado una serie de incrementos de las tasas de interés desde comienzos del año.

Economías emergentes de Asia

En China, el crecimiento económico continuó la desaceleración muy gradual observada desde 2012, como consecuencia de la pérdida de impulso de sus motores tradicionales, a saber la inversión del sector manufacturero y un dividendo demográfico. No obstante, el crecimiento del PIB real repuntó hasta el 7.5% en tasa anual en el segundo trimestre de 2014, desde el 7.4% registrado en el trimestre anterior, impulsado por el fortalecimiento de la demanda externa y por las tímidas medidas de estímulo adoptadas para evitar una desaceleración demasiado pronunciada del crecimiento. En tasa trimestral, el crecimiento pasó del 1.5 al 2%. La mayor contribución tuvo su origen en la inversión, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue positiva por primera vez desde comienzos de 2013. La demanda externa siguió siendo vigorosa a principios del tercer trimestre, registrándose una rápida aceleración anual del crecimiento de las exportaciones en julio, mientras que el crecimiento de las importaciones fue ligeramente negativo; como resultado, el saldo mensual de la balanza comercial alcanzó un máximo nunca antes registrado. Los indicadores de actividad internos solo experimentaron un ligero deterioro a partir de junio, lo que sugiere que el dinamismo general del crecimiento en el tercer trimestre sigue siendo firme hasta el momento. No obstante, la constante presión a la baja sobre los precios de la vivienda indica que se mantiene la inestabilidad en el mercado inmobiliario, lo que podría afectar negativamente a las perspectivas.

Las presiones inflacionistas siguen estando bien contenidas hasta ahora: tanto el IPC anual como los precios de los componentes no energético ni alimenticio se situaron en el segundo trimestre en niveles muy ligeramente inferiores a los del primer trimestre, ya que continúan fluctuando en torno al 2.3 y 1.7%, respectivamente. La inflación medida por el Índice de Precios Industriales (IPRI), aunque sigue siendo negativa, registra una tendencia alcista al atenuarse las presiones inflacionistas a la baja en las industrias pesadas. El crecimiento del crédito continúa siendo elevado y el

apalancamiento financiero se mantiene en una senda ascendente. Las medidas administrativas adoptadas por las autoridades han logrado, hasta cierto punto, frenar la dependencia del crédito a corto plazo y de los préstamos no bancarios, pero no es probable que tengan un impacto duradero sobre el crecimiento del crédito si no vienen acompañadas de reformas de mayor calado para hacer frente al riesgo moral en el sistema financiero.

Por lo que respecta a otras economías emergentes de Asia, tras un período de débil crecimiento económico, se aprecian señales de una mejora de las perspectivas, en la medida en que un mayor número de economías orientadas a la exportación se beneficiarán del aumento de la demanda de las economías avanzadas. Al mismo tiempo varias economías emergentes de Asia han reducido significativamente sus desequilibrios externos, lo que debería reducir, a su vez, el riesgo de fuga de capitales. Examinando la evolución con más detalle, se observa que en India, el PIB real creció en el segundo trimestre de 2014 a una robusta tasa interanual del 5.8%. Tras la elección de un nuevo primer ministro, se observan más indicios de una significativa reactivación de la confianza económica en India, incluida una fuerte recuperación de los mercados bursátiles. Además, se ha producido una significativa mejora del saldo de la balanza por cuenta corriente, que ha pasado del -5.3% del PIB en 2012, al -0.3% del PIB en el primer trimestre de 2014, tras la depreciación de la rupia en 2013 y como consecuencia de la mejoría de las perspectivas mundiales, lo que sugiere que el país se encuentra menos expuesto a los riesgos de contagio y a la fuga de capitales e indica también que las perspectivas a corto plazo del país están mejorando. De cara al futuro, si el nuevo Gobierno logra implementar con éxito su programa de reformas, podría darse un impulso al crecimiento potencial. Por otra parte, la inflación se ha venido reduciendo en los dos últimos años, como consecuencia del descenso de los precios de la energía y los alimentos, así como de las políticas restrictivas, tanto fiscal como monetaria, adoptadas. No obstante, los riesgos aún persisten y los precios de los alimentos muestran una especial dependencia de la temporada de los monzones.

En Indonesia, tras el débil crecimiento del PIB real registrado en el primer trimestre de 2014 (0.9% en tasa trimestral), la elección de un nuevo Presidente coincidió con una recuperación de la confianza y con un crecimiento más sólido del 1.2%, en tasa trimestral, en el segundo trimestre. Las restricciones al crecimiento del crédito durante el pasado año contribuyeron a frenar las importaciones y a contener el déficit por cuenta corriente. La inflación medida por el IPC disminuyó desde más del 8% a finales de 2013 hasta menos del 5% en julio de 2014, debido principalmente a los precios más bajos de la energía. En Corea, el débil crecimiento económico registrado en el segundo trimestre de 2014 (0.6% en tasa trimestral) se debió, sobre todo, a una contracción del consumo privado. A fin de estimular la demanda interna tras un accidente de ferry ocurrido en abril de 2014, se anunció un paquete de medidas de estímulo de 40 mil millones de dólares, que incluía, entre otras, la flexibilización de los límites sobre los préstamos hipotecarios y un aumento del tope de los préstamos a las pequeñas empresas. Por otra parte, aunque la inflación ha ido en aumento, se ha mantenido por debajo del objetivo establecido y, en agosto de 2014, el Banco de Corea disminuyó en 25 puntos básicos las tasas de interés oficiales a fin de estimular la demanda.

América Latina

El crecimiento económico en América Latina experimentó una desaceleración en el primer semestre de 2014 tras cobrar cierto impulso hacia finales del pasado año; al mismo tiempo, la evolución económica siguió reflejando tendencias divergentes dentro de la región.

En Brasil, el acusado endurecimiento de las condiciones financieras durante el pasado año y las altas tasas de inflación han afectado a los salarios reales y al crecimiento del consumo. Al mismo tiempo, el deterioro de la confianza empresarial y la moderación del crecimiento del crédito han contribuido a la debilidad de la inversión privada. El crecimiento del PIB real disminuyó en el segundo trimestre de 2014, un 0.6% en tasa

trimestral, tras una contracción del 0.1% en el trimestre anterior. Esta evolución refleja una fuerte caída del gasto en inversión, que solo se compensó parcialmente con la positiva contribución de la demanda exterior neta, mientras que el gasto en consumo se estancó. Pese a que las tasas de crecimiento fueron muy bajas, la tasa de inflación siguió siendo elevada y obligó al banco central a mantener sin cambios la tasa de interés oficial en el 11% desde el último incremento realizado en abril de 2014, que puso fin a un ciclo de notable endurecimiento.

En Argentina, el crecimiento económico mejoró en el segundo trimestre de 2014, como lo sugiere el indicador de actividad económica, que aumentó 0.4% en tasa trimestral. No obstante, se estima que esta mejora será transitoria, ya que el crecimiento se estaba viendo favorecido por un aumento de las exportaciones agrícolas al alcanzar su máximo la temporada de cosechas. Al mismo tiempo, los grandes desequilibrios, como las elevadas presiones inflacionistas, el debilitamiento de la posición fiscal, las restricciones de balanza de pagos y el aumento de la incertidumbre en torno al rumbo futuro de las negociaciones de la deuda tras el impago por parte de Argentina de su deuda externa a finales de julio, seguirán limitando el crecimiento.

Por el contrario, en México, tras un período de debilidad económica en los últimos meses de 2013 y a comienzos de 2014, la actividad económica cobró impulso, respaldada principalmente por el aumento de la demanda externa, a medida que siguieron disipándose los efectos de los factores transitorios que afectaron al crecimiento el pasado año. El crecimiento del PIB real registró una aceleración en el segundo trimestre de 2014, hasta el 1% en tasa trimestral, frente al 0.4% en el trimestre anterior. Por el lado de la oferta, el repunte del crecimiento reflejó una aceleración del ritmo de crecimiento en la industria y los servicios, mientras que, en el sector agrícola, se registró una ligera desaceleración, aunque el crecimiento siguió siendo robusto.

De cara al futuro, se prevé que América Latina atraviese un período de crecimiento inferior a la par, aunque la actividad mejorará gradualmente, respaldada por la mayor demanda externa y por el impacto de las reformas estructurales en México.

Tipos de cambio

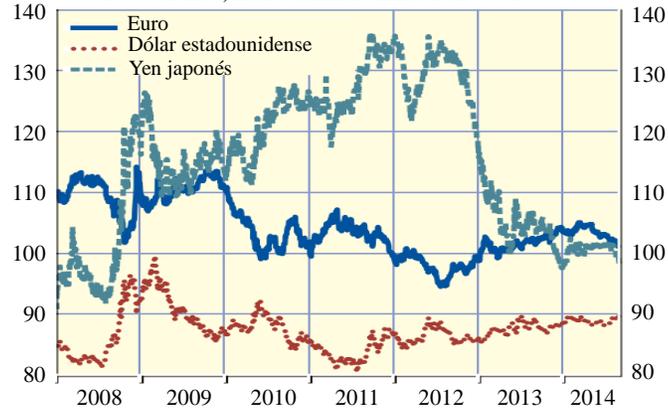
Desde comienzos de junio hasta el 3 de septiembre de 2014, el euro se depreció frente a las monedas de la mayoría de los principales socios comerciales de la zona del euro. En un entorno de volatilidad reducida en general, los movimientos de los tipos de cambio guardaron relación, en gran medida, con 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 3 de septiembre 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 2% por debajo del nivel registrado a comienzos de junio y 0.3% por debajo del observado un año antes.

El movimiento a la baja del tipo de cambio efectivo del euro durante el período analizado refleja el patrón del tipo de cambio bilateral de la moneda única frente a las monedas de países no pertenecientes a la UE. En términos bilaterales, desde comienzos de junio el euro se ha debilitado frente al dólar estadounidense (3.4%), la libra esterlina (1.8%) y el yen japonés (0.6%). Durante este período, se depreció también frente a las monedas de las economías emergentes de Asia, especialmente frente al renminbi chino (5%) y las monedas de los países exportadores de materias primas.

Por el contrario, en los tres últimos meses, el tipo de cambio del euro se ha fortalecido frente a las monedas de otros Estados miembros de la UE. La apreciación ha oscilado entre el 0.4% registrado frente al leu rumano y el 3.7% observado frente al forinto húngaro. La litas lituana y la corona danesa, que participan en el Mecanismo de Tipo de Cambio II (MTC II) se han mantenido, en general, estables frente al euro, cotizando

al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en niveles próximos a dichas paridades.

TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS NOMINALES DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS
-Datos diarios; índice: Primer trimestre1999=100-

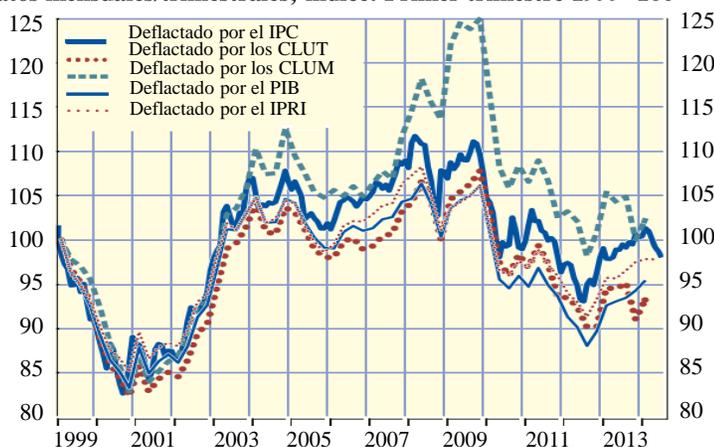


Nota: El tipo de cambio efectivo nominal del euro se calcula frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Los tipos de cambio efectivos nominales del dólar estadounidense y del yen japonés se calculan frente a las monedas de 39 de los socios comerciales más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

FUENTE: BCE.

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costos de la zona del euro, en agosto de 2014, el tipo de cambio efectivo real del euro basado en los precios de consumo se situaba 1.5% por debajo del nivel registrado un año antes. Este descenso refleja una tasa de inflación de los precios de consumo ligeramente menor en la zona del euro en comparación con sus principales socios comerciales.

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



Nota: Los tipos de cambio efectivos reales del euro se calculan frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Las series se deflactan por el Índice de Precios de Consumidor (IPC), por los costos laborales unitarios del total de la economía (CLUT), por los costos laborales unitarios de las manufacturas (CLUM), por el deflactor del PIB (PIB) y por el Índice de Precios Industriales (IPRI) respectivamente.

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 3 de septiembre de 2014 con respecto al	
		2 de junio de 2014	3 de septiembre de 2013
TCE-20		-2.0	-3.0
Renminbi chino	18.7	-5.0	0.2
Dólar estadounidense	16.8	-3.4	-0.2
Libra esterlina	14.8	-1.8	-5.8
Yen japonés	7.2	-0.6	5.4
Franco suizo	6.4	-1.1	-2.0
Eslovaquia	6.2	1.2	-1.9
Corona checa	5.0	0.6	7.5
Corona sueca	4.7	1.0	5.7
Won coreano	3.9	-3.8	-7.4
Forint húngaro	3.2	3.7	4.2
Corona danesa	2.6	-0.2	-0.2
Leu rumano	2.0	0.4	-0.6
Kuna Croata	0.6	0.6	0.5

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.

Fuente de información:

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/14/Fich/bm1409-2.pdf>

Orientar la globalización (FMI)

En septiembre de 2014, la revista Finanzas y Desarrollo del Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó el artículo “Orientar la globalización”. A continuación se presenta el contenido.

La globalización es el gran tema del momento. No solo se limita a orientar las economías, sino las sociedades, las formas de gobierno y las relaciones internacionales.

Muchos consideran que, para bien o para mal, también es una fuerza imparable. No obstante, la historia indica que esto no es así. No podemos suponer que la globalización persistirá, ni que será conveniente en todos los aspectos. Pero lo que debemos dar por sentado es que nos corresponde orientarla.

Si la globalización se lleva a cabo con sensatez, este siglo podría ser un período de paz, colaboración y prosperidad sin precedentes. De lo contrario, podría colapsar tan completamente como ocurrió con la globalización previa a la Primera Guerra Mundial, entre 1914 y 1945.

La globalización es la integración de la actividad económica allende fronteras, acompañada de otras formas de integración, sobre todo de personas e ideas. Está determinada por la interacción de tres fuerzas: tecnología, instituciones y política.

A lo largo de la historia, la *innovación tecnológica e intelectual* ha sido la fuerza motriz de la globalización. Ha reducido el costo del transporte y la comunicación, haciendo cada vez más viable el intercambio económico rentable a distancias mayores que, a la larga, se cristalizará.

Aun antes de la revolución industrial, la capacidad del hombre para navegar los mares en embarcaciones a vela facilitó el nacimiento de imperios mundiales, el movimiento

transoceánico de gente y la expansión del comercio mundial. Pero la evolución tecnológica se aceleró luego de la revolución industrial, dando lugar a nuevas oportunidades.

La locomotora a vapor, el barco a vapor y el telégrafo impulsaron la globalización de fines del siglo XIX y principios del siglo XX. En la actualidad, los impulsores de la globalización son el buque portacontenedores, la aeronave a reacción, Internet y el teléfono móvil.

La integración de las comunicaciones y la computación constituye la revolución tecnológica de nuestra época. Hacia 2014, había 96 suscripciones de teléfonos móviles y 40 usuarios de Internet por cada 100 habitantes. Veinte años antes, nada de esto era significativo. La información es cada vez más digital y el mundo está cada vez más interconectado. Esto constituye una transformación revolucionaria.

Las *instituciones* también importan. Históricamente, los imperios facilitaron el comercio de larga distancia. Esto también fue así antes de la época moderna y, más aún, con los imperios marítimos europeos de los siglos XVI al XX. Actualmente, las instituciones que facilitan el comercio de larga distancia son pactos y organizaciones multilaterales: la Organización Mundial del Comercio (OMC), el FMI y los clubes regionales, como la Unión Europea.

También importan las instituciones semipúblicas y privadas. Pensemos en las empresas mercantiles privilegiadas, especialmente la Compañía Británica de las Indias Orientales, y posteriormente, a partir del siglo XIX, las sociedades por acciones de responsabilidad limitada. También son importantes los mercados organizados, especialmente los mercados financieros, que evolucionaron desde lo rudimentario hasta las redes mundiales de la actualidad que funcionan las 24 horas del día.

Si bien la tecnología ha facilitado las oportunidades de integración económica, las instituciones no han evolucionado en este contexto. Los imperios han surgido y desaparecido. Cuando los imperios europeos desaparecieron luego de la Segunda Guerra Mundial, la mayoría de los países recientemente independizados se apartaron del comercio internacional, por considerarlo explotador.

Esto trae a la mente el tercer impulsor: *la política*. La tendencia de estos países hacia el autoabastecimiento fue un giro de la política. El retroceso más importante de todos fue el colapso mundial de la globalización que siguió a las dos guerras mundiales y a la Gran Depresión. El orden monetario se desintegró y el comercio pasó a restringirse cada vez más.

Tras la Segunda Guerra Mundial, en las economías de alto ingreso se propagó una liberalización limitada, principalmente del comercio y de la cuenta corriente, con el auspicio de Estados Unidos de Norteamérica. Luego, a fines de la década de 1970 y las de 1980 y 1990, en todo el mundo se propagó la liberalización del mercado interno, la apertura del comercio internacional, y la distensión de los controles del intercambio.

En este proceso fueron cruciales la “reforma y apertura” de China a fines de los años setenta bajo el liderazgo de Deng Xiaoping; la elección de Margaret Thatcher como primera ministra en 1979 y de Ronald Reagan como presidente de Estados Unidos de Norteamérica en 1980; el lanzamiento del “mercado común” de la Unión Europea en 1985; la Ronda Uruguay de las negociaciones sobre el comercio multilateral, que comenzaron en 1986 y finalizaron ocho años después; el colapso del imperio soviético entre 1989 y 1991; la apertura de India luego de su crisis cambiaria de 1991; la decisión de instaurar la unión monetaria de Europa, tomada en 1992; la creación de la OMC en 1995, y el ingreso de China en la OMC en 2001.

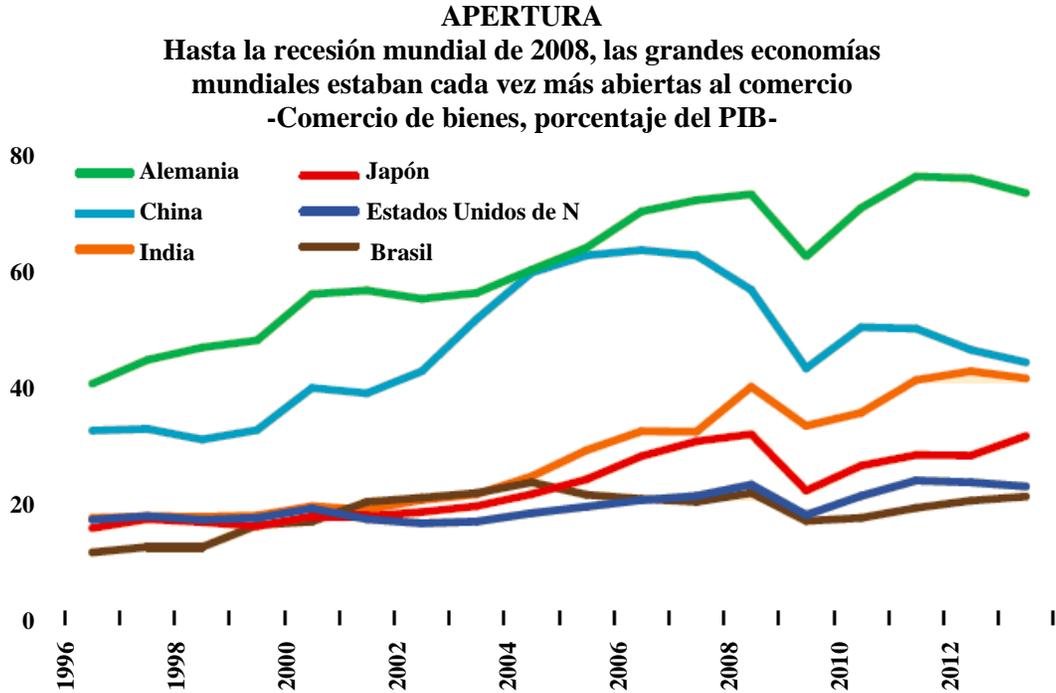
Aceptación de los mercados

Estos cambios implicaban el rechazo de la planificación centralizada y el autoabastecimiento, y la aceptación de los mercados, la competencia y la apertura. Esto no es un imperio mundial. Por primera vez en la historia, una economía mundial integrada conecta las actividades ubicadas en un gran número de Estados independientes con la meta común de la prosperidad.

Funcionó, aunque no a la perfección. Según el Instituto Mundial McKinsey (2014), los flujos de bienes, servicios y finanzas crecieron del 24% de la producción mundial en 1980 a un máximo de 52% en 2007, justo antes de la Gran Recesión. Entre 1995 y 2012, la relación entre el comercio de bienes y la producción mundial aumentó del 16 al 24 por ciento.

Virtualmente todas las economías se volvieron más abiertas al comercio. El porcentaje del comercio de bienes (exportaciones más importaciones) respecto al Producto Interno Bruto (PIB) de China creció de niveles insignificantes en los años setenta al 33% en 1996 y al 63% en 2006, antes de desplomarse durante la crisis financiera. En el caso de India el porcentaje aumentó del 18% en 1996 al 40% en 2008 (gráfica siguiente).

Un importante motor de la expansión del comercio fue la disponibilidad de mano de obra barata en las economías emergentes. Antes de la Primera Guerra Mundial, la gran oportunidad era incorporar tierras subutilizadas, especialmente de las Américas, a la producción para el mercado mundial. Ahora, la mayor oportunidad es incorporar como trabajadores, y luego como consumidores y ahorristas, a miles de millones de personas que anteriormente estaban aisladas.



Nota: El comercio de bienes incluye todas las exportaciones e importaciones del país.

FUENTE: Base de datos de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (2014).

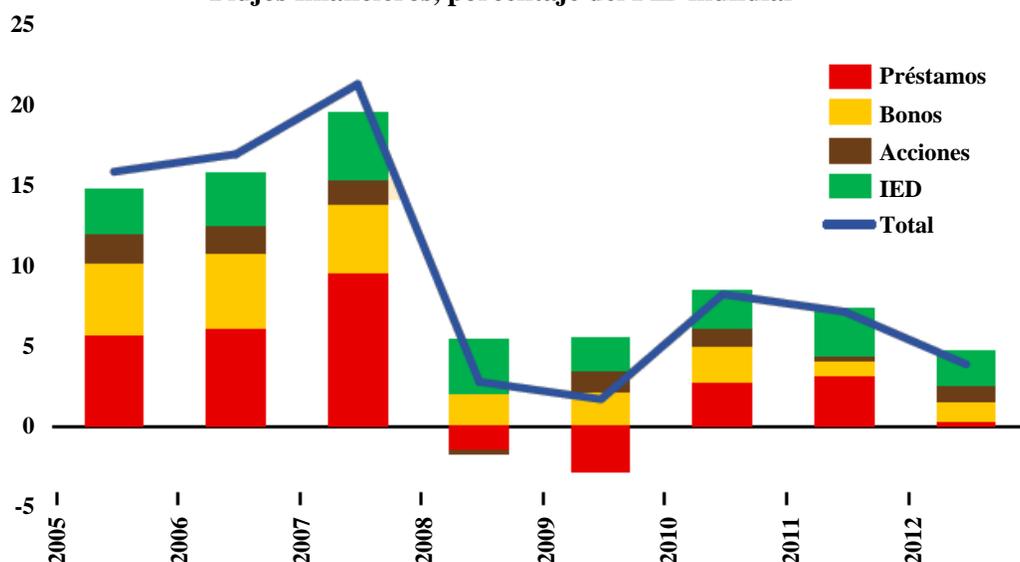
Como era de esperar, el comercio en el que participaron las economías emergentes explotó. En 1990, el 60% del comercio de bienes tenía lugar entre economías de alto ingreso, el 34% entre economías de alto ingreso y de mercados emergentes, y apenas el 6% entre economías de mercados emergentes. Hacia 2012, estas cifras pasaron a ser el 31, 45 y 24%, respectivamente.

Las empresas internacionales son actores centrales. Esto se constata, entre otras cosas, por el crecimiento de la Inversión Extranjera Directa (IED).

En 1980, la IED era insignificante. Hoy día, es un flujo cuantioso (en promedio, un 3.2% de la producción mundial entre 2005 y 2012) y estable. Resultó provechosa por partida triple: como fuente de transferencia de conocimientos, como medio para promover la integración económica internacional, y como forma estable de financiamiento.

Otras áreas de financiamiento han sido mucho menos estables. El total de los flujos financieros internacionales llegó a un máximo del 21% de la producción mundial en 2007, antes de colapsar al 4% en 2008 y al 3% en 2009. Luego siguió una leve recuperación, pero incluso hacia 2012 los préstamos al exterior, la emisión de bonos y el flujo de inversión de cartera en acciones no habían recuperado sus niveles previos a la crisis. Los préstamos al exterior, predominantemente de la banca, fueron especialmente volátiles, como sucede usualmente en las crisis (gráfica siguiente).

FINANCIAMIENTO INESTABLE
Con la excepción de la inversión extranjera directa, el financiamiento externo fue muy inestable en los años previos y posteriores a la crisis financiera mundial de 2008
-Flujos financieros, porcentaje del PIB mundial-



Nota: IED es inversión extranjera directa, que implica la propiedad extranjera de una empresa.
 FUENTE: Instituto Mundial McKinsey (2014).

Si bien el comercio, el financiamiento y la comunicación han crecido rápidamente, la migración de personas no aumentó en igual medida. Aunque el número de viajeros internacionales y de estudiantes extranjeros creció sensiblemente, la migración aumentó virtualmente al mismo ritmo que la población mundial, a pesar de las grandes diferencias de los salarios reales. En cierta medida, los flujos comerciales y de capital

son sustitutos de la migración de personas. Sin embargo, persiste una gran presión por el desplazamiento de personas desde los países pobres hacia los más ricos.

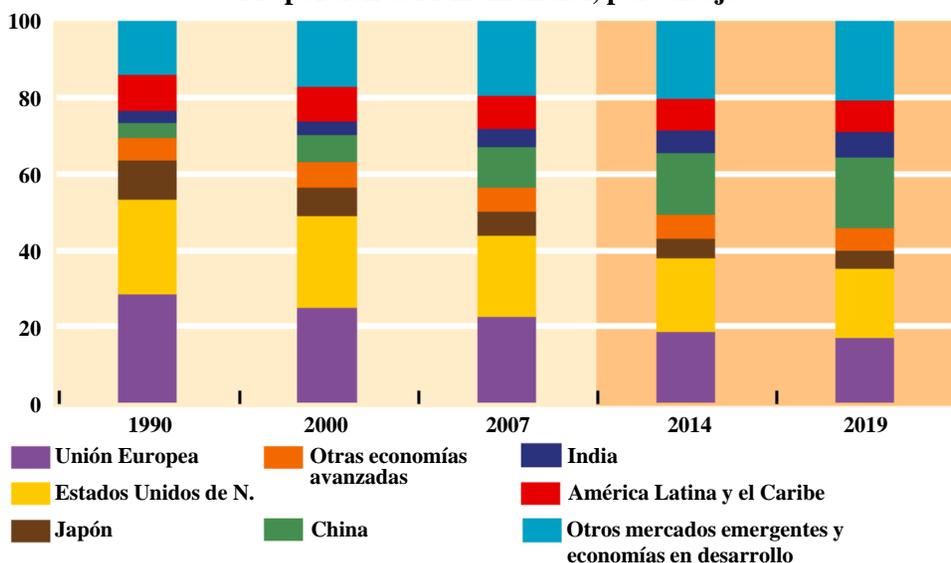
Por lo tanto, la globalización ha implicado un aumento de la actividad económica a través de las fronteras. Pero la historia es más compleja en lo referente a la prosperidad.

La era de la globalización ha impulsado cambios rápidos de la ubicación de la actividad económica. En 1990, la proporción de economías de alto ingreso en la producción mundial a paridad de poder adquisitivo (o PPA, el tipo de cambio al que deben convertirse las monedas para comprar la misma cantidad de bienes y servicios en cada país) era 70%, donde el 28% correspondía a la Unión Europea y el 25% a Estados Unidos de Norteamérica. Hacia 2019, según el FMI, este total se reducirá al 46 por ciento.

En el mismo período, se estima que la proporción de China crecerá del 4 al 18% y la de India del 3 al 7%. El veloz crecimiento de las economías emergentes más prósperas, que provocaron este cambio, no habría ocurrido sin el acceso al comercio y a los conocimientos técnicos que la globalización proporcionó (gráfica siguiente).

TRASLADO DEL PODER

Las economías avanzadas, entre ellas, Estados Unidos de Norteamérica y la Unión Europea, representan una proporción decreciente del PIB mundial, mientras que las proporciones de China e India aumentan
 -Proporción del PIB mundial, porcentaje-



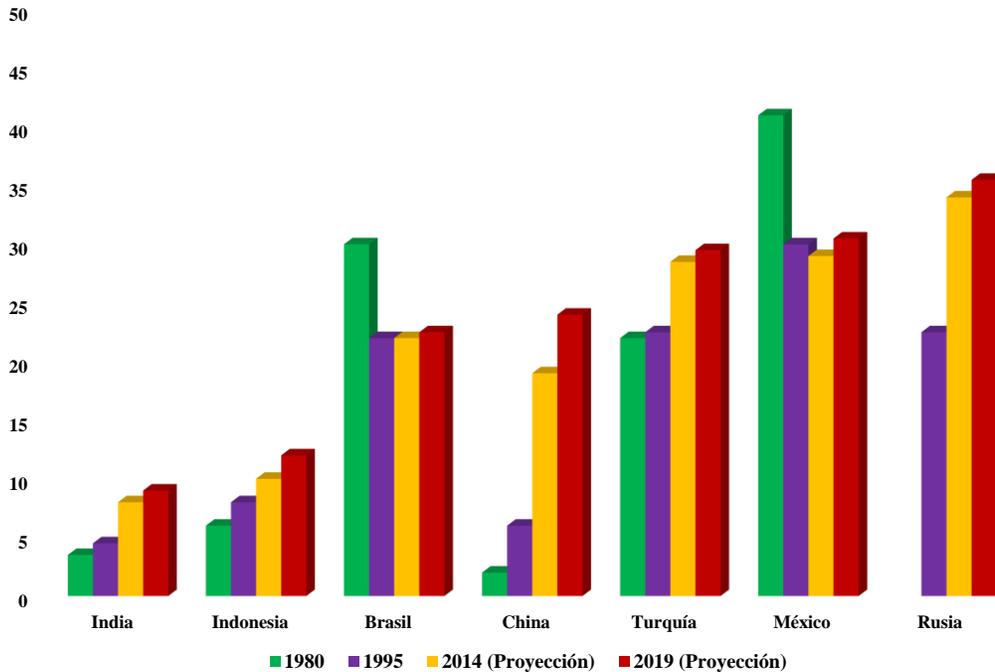
Nota: Los datos de 2014 y 2019 son pronósticos. El PIB se mide en función de la paridad de poder adquisitivo, es decir el tipo de cambio al que deben convertirse las monedas para comprar la misma cantidad de bienes y servicios en cada país.

FUENTE: FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO), abril de 2014.

También tuvo lugar cierto grado de convergencia en los niveles de vida (gráfica siguiente). Se estima que el PIB per cápita de China, en comparación con el de Estados Unidos de Norteamérica, crecerá del 2% en 1980 al 24% en 2019. Este desempeño es extraordinario desde cualquier punto de vista. China ha pasado a ser un país de ingreso medio, estimándose que su PIB per cápita a PPA será mayor que el de Brasil en 2019. Asimismo, India ha registrado convergencia, aunque a una escala más moderada. A Indonesia y Turquía también les ha ido bastante bien. Pero se estima que en 2019 Brasil y México serán más pobres respecto a Estados Unidos de Norteamérica que en 1980. Resulta difícil aprovechar las oportunidades que ofrece la globalización.

NIVELES DE VIDA CONVERGENTES

Desde 1980, algunas economías de mercados emergentes grandes (aunque distan mucho de ser todas) han mejorado su PIB per cápita con respecto al de Estados Unidos de Norteamérica -PIB per cápita, porcentaje del PIB per cápita de Estados Unidos de Norteamérica-



Nota: Los datos de 2014 y 2019 son pronósticos. El PIB se mide en función de la paridad de poder adquisitivo, es decir el tipo de cambio al que deben convertirse las monedas para comprar la misma cantidad de bienes y servicios en cada país. El orden de los países se basa en el PIB per cápita relativo estimado para 2019, y va de menor (India) a mayor (Rusia).

FUENTE: FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO), abril de 2014.

Disminución de la pobreza masiva

La era de la globalización ha traído una extraordinaria disminución de la pobreza masiva, también debido principalmente a China. En Asia oriental y el Pacífico, la proporción de la población que vive con menos de 1.25 dólares por día (a PPA) disminuyó, asombrosamente, del 77% en 1981 al 14% en 2008 (Banco Mundial, 2014). En Asia meridional, la proporción de la pobreza extrema disminuyó del 61% en 1981 al 36% en 2008. Sin embargo, en África subsahariana la proporción de personas en extrema pobreza era del 51% en 1981 y apenas disminuyó al 49% en 2008.

Por último, la globalización ha estado asociada con cambios complejos de la distribución de ingresos a nivel nacional e internacional. Branko Milanovic (2012), economista del Banco Mundial, señala que el grado de desigualdad entre las personas de todo el mundo se ha mantenido más o menos constante en la era de la globalización: el aumento de la desigualdad interna de la mayoría de las economías ha compensado el aumento de los ingresos promedio de algunas economías emergentes grandes con respecto a los de los países ricos. También demuestra que el 5% superior de la distribución del ingreso mundial obtuvo grandes aumentos de ingreso real y el 1% superior obtuvo aumentos muy grandes entre 1988 y 2008. También les fue bastante bien a las personas ubicadas entre los percentiles 10 a 70 inferiores.

Sin embargo, a dos grupos les fue relativamente mal: el 10% inferior, los más pobres del mundo, y las personas ubicadas en los percentiles 70 a 95 inferiores, que son los grupos de ingreso medio a bajo de los países de alto ingreso. Por lo tanto, el aumento provechoso a nivel mundial de los ingresos reales estuvo vinculado a una desigualdad creciente en muchos de los países de alto ingreso. Las explicaciones son complejas, pero la globalización seguramente está incluida en ellas.

¿Qué podría deparar el futuro?

La tecnología seguirá impulsando la integración. En breve, casi todos los adultos y muchos niños probablemente tendrán un dispositivo móvil inteligente que brinde acceso instantáneo a toda la información disponible en Internet. Volverá esencialmente gratuita la transmisión de todo lo que puede digitalizarse: información, finanzas, entretenimiento, y mucho más. La explosión del intercambio es indudable.

Si bien algunas áreas de la tecnología están avanzando mucho, otras, tales como el costo del transporte de bienes y personas, no están mejorando en grado significativo. Esto indica que los avances tecnológicos crearán muchas más oportunidades para el intercambio de ideas e información que para el de bienes o personas.

El futuro de las instituciones y políticas es más dudoso. Tal vez el fracaso institucional y político más obvio tuvo lugar tras la liberalización y globalización del financiamiento. Hubo 147 crisis bancarias entre 1970 y 2011 (Laeven y Valencia, 2012), algunas de importancia mundial, sobre todo la crisis asiática de 1997–1998 y la Gran Recesión de 2008–2009, y la subsiguiente crisis en la zona del euro. Estos shocks tuvieron enormes costos económicos y financieros. A pesar de los esfuerzos por robustecer el sistema financiero y aumentar la eficacia de la regulación y la supervisión, el éxito sigue siendo incierto.

Monedas flotantes

El sistema monetario guarda estrecha relación con el desorden financiero. A partir de 1971, el régimen mundial ha sido de monedas flotantes, con el predominio del dólar de Estados Unidos de Norteamérica. Esto ha demostrado ser factible, aunque bastante inestable, pero es probable que el estándar del dólar flotante perdure, porque ninguna otra moneda ni ningún otro régimen mundial tienen esperanza de lograr el consenso necesario, al menos en el futuro inmediato.

La política comercial ha sido relativamente sólida, y las economías de alto ingreso contuvieron bastante bien la recaída en el proteccionismo. Sin embargo el intento de culminar la Ronda de Doha de las negociaciones del comercio multilateral en esencia fracasó, y el futuro de los planes ambiciosos (y controversiales) en materia de acuerdos comerciales multilaterales es incierto. El apogeo de la liberalización del comercio puede haber terminado. El crecimiento del comercio mundial de bienes también puede haberse desacelerado en forma permanente.

Algunos gobiernos están procurando controlar Internet. Pero lo más probable es que estos intentos no detendrán el flujo de actividad comercial, aunque podrían restringir la posibilidad de los ciudadanos de acceder a opiniones políticas molestas. Mientras tanto,

es probable que en los próximos años las restricciones sobre el movimiento de personas aumenten y no disminuyan.

Si bien las economías se han vuelto más interconectadas, los gobiernos siguen proporcionando seguridad, implementando leyes, regulando el comercio y gestionando el dinero. Si el comercio fluye libremente, más de una jurisdicción se ve afectada y, por definición, todos los involucrados deben atenerse al marco jurídico y regulatorio en el que se llevan a cabo las transacciones.

Este contraste entre las dimensiones económicas y políticas de nuestro mundo globalizado es fuente de imprevisibilidad. Cuanto más fluya el comercio, más será lo que los Estados deberán acordar para profundizar la coordinación de sus instituciones y políticas, como resulta evidente en la Unión Europea. Dicha integración también puede generar tensiones, como lo demostró la crisis de la zona del euro. En la actualidad, para muchos países sigue siendo impensable un grado de integración comparable.

Por estas razones, la globalización seguramente seguirá siendo algo limitada. La gente comercia más con sus conciudadanos que con extranjeros. En parte, esto se debe a la distancia. Pero también es una cuestión de confianza y transparencia.

En definitiva, los gobiernos deben aceptar la apertura. Al hacerlo, tendrán en cuenta las realidades políticas internas. Lamentablemente, en un mundo con muchos países de crecimiento lento y desigualdad creciente, especialmente los de alto ingreso, la durabilidad de dicho consentimiento no puede darse por sentada. Los seres humanos siguen siendo tribales y los Estados siguen siendo rivales.

En 1910, en el apogeo de la globalización previa a la Primera Guerra Mundial, un político y periodista británico que escribió *La Gran Ilusión*, donde sostenía que la guerra sería económicamente fútil. Tenía razón. Intelectualmente, ahora los líderes de

casi todos los países coinciden: los conflictos no pueden mejorar la prosperidad de sus naciones. Sin embargo, como lo demostraron los sucesos de 1914, aunque la guerra sea ruinosa no garantiza que se evitará, si bien las armas nucleares han elevado el costo de los conflictos a alturas inimaginables.

Aunque se mantenga la paz entre las grandes potencias, tal vez no continúe la cooperación necesaria para asegurar una economía mundial cada vez más integrada y próspera. El mayor de los desafíos que se avecinan es manejar el poder decreciente de Occidente y el ascenso de China y otros mercados emergentes. La historia demuestra que ni la tecnología ni la economía garantizan el futuro de la globalización a corto y mediano plazo, sino las decisiones políticas. La responsabilidad que recae sobre todos nosotros es administrar sabiamente las oportunidades que ofrece la globalización.

Fuente de información:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2014/09/pdf/wolf.pdf>

¿Un paso más hacia Brexit? (Project Syndicate)

El 26 de agosto de 2014, la organización Project Syndicate (*PS*) publicó los comentarios de Peter Sutherland⁹ en torno a la independencia de Escocia de la Unión Europea. A continuación se presenta la información.

El referéndum sobre la independencia de Escocia, que se celebrará el próximo 18 de septiembre, llega en un momento en el que aumenta la oposición en el Reino Unido a su permanencia en la Unión Europea. Es algo importante, porque Escocia es la base más sólida de sentimiento proeuropeo en el Reino Unido.

⁹ Peter Sutherland es Presidente de la Escuela de Economía de Londres y Representante Especial del Secretario General de las Naciones Unidas para la Migración Internacional y el Desarrollo, ex Director General de la Organización Mundial del Comercio, Comisionado Europeo para la Competencia y Fiscal General de Irlanda.

Por ejemplo, una encuesta hecha en fecha anterior de este año determinó que, si el pasado mes de junio se hubiera celebrado un referéndum en todo el Reino Unido sobre la continuidad de su pertenencia a la Unión Europea (UE), el 47.1% habría votado a favor de la salida y el 39.4% a favor de la permanencia, pero una encuesta de opinión hecha en febrero de 2014 mostró que en Escocia el 48.7% habría votado a favor de la permanencia del Reino Unido en la UE y el 35.4% a favor de la salida. Otras encuestas de opinión han mostrado una actitud constante y marcadamente más positiva para con la UE en Escocia que en Inglaterra.

Naturalmente, resulta prematuro sacar conclusiones definitivas de esas cifras. El referéndum sobre la salida de la UE que ha propuesto el Primer Ministro podría no celebrarse, independientemente del éxito (sea cual fuere el significado de este término) de su prometida “renegociación” de las condiciones de la permanencia de Gran Bretaña, pero, a consecuencia de diversas cuestiones aparentemente menores, la probabilidad de la salida de Gran Bretaña parece estar aumentando, lo que modifica fundamentalmente la importancia de la votación en Escocia.

Por ejemplo, la propuesta del relativamente desconocido Presidente de la Cámara de los Lores del Reino Unido, como miembro británico de la nueva Comisión Europea, fue simplemente el último de una serie de errores británicos respecto de la UE. El portavoz del Primer Ministro dijo el pasado mes de julio que, en su primera reunión con el nuevo Presidente de la Comisión, el Primer Ministro intentaría conseguir una cartera prestigiosa, como, por ejemplo, la del Mercado Interior, para el Presidente de la Cámara de los Lores del Reino Unido. La oficina del Presidente de la Comisión Europea contestó con frialdad que las carteras importantes de la nueva Comisión serían para figuras políticas importantes y que del Presidente de la Comisión Europea “nada debía al Primer Ministro”.

En vista de la oposición del Primer Ministro a la candidatura de Jean-Claude Juncker para la presidencia de la Comisión, el maltrato al que la prensa británica ha sometido al Presidente de la Comisión Europea y la falta de centralidad de Presidente de la Cámara de los Lores dentro de la política británica, podría estar justificado el nerviosismo del Primer Ministro respecto del anuncio por el Presidente de la Comisión Europea de los nombramientos para la nueva Comisión. Al fin y al cabo, este último tiene muchos políticos veteranos a los que acomodar y el de su aprobación por el Parlamento Europeo no es un asunto menor. Y, aunque tal vez no fuera de extrañar que al Primer Ministro no le entusiasmara la candidatura del Presidente de la Comisión Europea, la vehemencia de su oposición fue asombrosa.

No cabe duda de que el Primer Ministro quería tranquilizar a los miembros de su Partido Conservador que dudan de su fervor euroescéptico. Aún así, el supuesto comentario del funcionario, en el sentido de que, si triunfaba la candidatura del Presidente de la Comisión Europea, sería más probable que el Reino Unido saliera de la UE, fue extraño e inquietante, entre otras cosas porque cualquier renegociación de las condiciones de la permanencia de Gran Bretaña se haría primordialmente con los demás Estados miembros, no con la Comisión.

La tentativa del Primer Ministro de frustrar la candidatura del Presidente de la Comisión Europea reflejó su fracasado intento de impedir la aprobación del pacto fiscal de la UE en 2012. Sobreestimó la disposición y capacidad de la canciller de Alemania para apoyar la posición británica. Muchos alemanes influyentes se muestran reacios a ayudar al Primer Ministro de Escocia en lo que consideran su autocreado problema europeo. No permitirán a su canciller mucho margen al respecto, aun cuando ella lo desee.

Si los asesores del Primer Ministro sobrestimaron el apoyo que podrían recibir de la canciller alemana y otros, subestimaron claramente el poder y la eficacia del Parlamento Europeo. Durante muchos meses, este último había dejado bien claro que tenía ideas

concretas sobre cómo ejercería sus nuevas competencias, concedidas por el Tratado de Lisboa, sobre la presidencia de la Comisión, pero el rápido acuerdo posterior a las elecciones entre los grupos mayores del Parlamento de apoyar al actual Presidente de la Comisión Europea cogieron desprevenido al Primer Ministro.

Lejos de aumentar la influencia británica, las amenazas de retirada han socavado la credibilidad e influencia del gobierno del Primer Ministro dentro de la UE, pues sus colegas han dejado de sentirse inclinados a concertar avenencias importantes con un Reino Unido que dentro de dos años podría haber dejado de ser miembro de la UE. Tradicionalmente, los Jefes de Estado y los gobiernos de la UE intentan ayudarse mutuamente con sus problemas políticos internos, pero en el Consejo Europeo es cada vez mayor la sensación de que el Primer Ministro está abusando de su buena voluntad.

Así, pues, su afirmación de que la elección del Presidente de la Comisión Europea haría más difícil garantizar la continuidad del Reino Unido en la UE corre el riesgo de convertirse en una profecía de seguro cumplimiento. Presentar la candidatura del Presidente de la Comisión Europea como una importante cuestión política de principio y al Primer Ministro manteniéndose —heroica pero fracasadamente— solo contra las oscuras fuerzas del federalismo y la centralización, podría no haber hecho otra cosa que reforzar los sentimientos ingleses de distanciamiento respecto de Europa. Eso es menos probable que ocurra en el caso de Escocia.

Si Cameron continúa como Primer Ministro después de las elecciones generales que se celebrarán en 2015, afrontará una batalla muy ardua para la renegociación de las condiciones de permanencia británica en la UE, por la resistencia no sólo de sus colegas europeos, sino también de su propio Partido Conservador, que parece próximo a propugnar la retirada británica. De hecho, resulta difícil ver cómo podría mantener un reelegido Cameron la unidad del Partido Conservador sin refrendar una votación a favor del no en el referéndum sobre el resultado de su renegociación.

La de la permanencia de Gran Bretaña a la UE será una de las más importantes cuestiones en juego en las elecciones del año próximo. Sería una tragedia que los votantes británicos se pronunciaran sin entender plenamente las consecuencias europeas de su opción. Sin embargo, una cosa parece segura: si en el próximo septiembre Escocia vota a favor de la independencia, sería mucho menos probable que un referéndum en el resto del Reino Unido sobre la continuidad de su permanencia en la UE diera la victoria a los que desean seguir en ella.

Fuente de información:

<http://www.project-syndicate.org/commentary/peter-sutherland-says-that-if-scotland-votes-for-independence-in-september--the-uk-will-be-likelier-to-leave-the-eu/spanish>

¿Hará default Venezuela? (Project Syndicate)

El 5 de septiembre de 2014, la organización Project Syndicate (*PS*) publicó los comentarios de Ricardo Hausmann y Miguel Ángel Santos¹⁰ en relación con la situación económica y financiera en Venezuela. A continuación se incluye el contenido.

¿Hará default Venezuela? Los mercados temen que sí. Por esa razón, los bonos de la deuda externa venezolana rinden 11 puntos porcentuales más que los del Tesoro estadounidense, 12 veces más que los de México, 4 veces más que Nigeria y el doble de lo que paga Bolivia. En mayo pasado, Venezuela hizo una emisión “privada” por 5 mil millones de dólares en bonos a 10 años con cupones del 6%. Para poder colocarla, tuvo que dar un descuento del 40% por lo que apenas recibió 3 mil millones. La diferencia, 2 mil millones, es la compensación que demandan los inversionistas por tomar el riesgo del país.

¹⁰ Ricardo Hausmann, ex ministro de Planificación de Venezuela y fue economista en jefe del Banco Interamericano de Desarrollo, es profesor de Práctica de Desarrollo Económico de la Universidad de Harvard, donde también es director del Centro para el Desarrollo Internacional. Miguel Ángel Santos es investigador senior en el Centro para el Desarrollo Internacional de Harvard.

Se aproximan los primeros días de octubre, en donde el Gobierno de Venezuela debe afrontar 5 mil 200 millones de dólares en pagos de servicio de deuda. ¿Pagará? ¿Tiene suficientes fondos líquidos? ¿Reunirá los fondos mediante una venta apresurada de CITGO, filial de PDVSA, la empresa petrolera estatal de Venezuela?

Es una buena pregunta. Otra pregunta diferente es si Venezuela debería pagar. Es cierto, qué deberían hacer los gobiernos no está totalmente divorciado de qué es lo que efectivamente harán, pues en general la gente hace lo que debe. Pero las preguntas que involucran “debe hacer” traen consigo juicios morales que no están presentes en las preguntas que involucran “hará”, y por eso suelen ser mucho más complejas.

Uno podría decir que siempre que se pueda cumplir con las obligaciones asumidas, eso es lo que se *debería* hacer. Es lo que la mayoría de los padres enseñan a sus hijos.

Pero el cálculo moral se complica cuando es imposible cumplir con todos los compromisos y se hace necesario decidir cuáles cumplir y cuáles no. Hasta ahora, bajo el ex Presidente y su sucesor, Venezuela ha optado por pagar religiosamente sus bonos de deuda externa, gran parte de los cuales están en manos de venezolanos ricos y bien relacionados.

Un popular cantante venezolano, probablemente tendría un orden de prioridades diferente. Diagnosticado con cáncer hace algunos meses, debió lanzar una campaña en las redes sociales para poder conseguir las medicinas necesarias para su tratamiento. La gran escasez de medicamentos y material quirúrgico en Venezuela es una consecuencia directa de un default de 3 mil 500 millones de dólares del gobierno con importadores de farmacéuticos.

Algo similar ocurre en el resto de la economía. Los retrasos con importadoras de alimentos alcanzan ya 4 mil 200 millones, lo que ha producido una grave escasez en productos de la canasta básica. En el sector automotriz, el incumplimiento supera los 3

mil millones de dólares, lo que ha resultado en el colapso del transporte por falta de repuestos. A las aerolíneas se les deben otros 3 mil 700 millones, lo que ha llevado a varias a suspender sus vuelos y redujo la oferta de cupos en 50 por ciento.

En Venezuela, los importadores deben esperar seis meses luego de que sus productos pasan por la aduana para poder adquirir dólares previamente autorizados. Dado que el gobierno ha optado por incumplir estas obligaciones, muchos importadores han venido acumulando una abundante cantidad de moneda local. Durante un tiempo, la falta de acceso a divisas fue compensada con préstamos de proveedores extranjeros y casas matrices, pero las deudas acumuladas y las pérdidas debido a las sucesivas devaluaciones han acabado con su paciencia y cerrado el crédito.

La lista de *default* es interminable. Venezuela está también en mora con los proveedores, contratistas y socios en joint-ventures de PDVSA, con lo cual las exportaciones de petróleo han caído 45% en relación con 1997, y su producción apenas roza la mitad de lo que el plan de 2005 había previsto para 2012.

Más aún, el Banco Central de Venezuela también ha incumplido con su obligación de mantener estabilidad de precios, habiendo casi cuadruplicado el dinero en circulación en 24 meses, lo que ha hecho que el bolívar pierda el 90% de su valor en el mercado negro y que la tasa de inflación sea la más alta del mundo. Para colmo de males, el Banco Central también ha incumplido con su obligación de publicar la inflación y otras estadísticas esenciales.

Venezuela funciona con cuatro tipos de cambio, donde el más fuerte está 13 veces por encima del más débil. Así las cosas, no ha de sorprender que el arbitraje cambiario sea el negocio más rentable en el país, lo que ha impulsado la corrupción venezolana a las posiciones más altas de la clasificación mundial.

Todo este caos es consecuencia de un déficit fiscal colosal que ha sido cubierto a través de creación de dinero, represión financiera, endeudamiento y default —aún a pesar de la bonanza petrolera que se deriva de un precio del barril de 100 dólares—. El gobierno del actual presidente de Venezuela, en lugar de atacar las causas del problema, ha decidido complementar los controles cambiarios y de precios con el cierre de las fronteras y la colocación de lectores de huellas dactilares de los compradores, supuestamente para evitar el “acaparamiento”. Esto constituye una violación a las libertades más básicas de los venezolanos que no se observa en Bolivia, Ecuador y Nicaragua; tres países que presumen de una ideología similar pero mantienen un único tipo de cambio y una tasa de inflación de un dígito.

¿Debería Venezuela hacer default? Si las autoridades adoptaran políticas con sentido común y buscaran el apoyo del Fondo Monetario Internacional y otros prestamistas multilaterales, como lo suele hacer la mayoría de países en problemas, se le aconsejaría renegociar la deuda externa. De esa forma, el peso del ajuste se compartiría con otros acreedores, como ya ha ocurrido en Grecia, y la economía ganaría tiempo para recuperarse, particularmente en la medida que empiecen a madurar nuevas inversiones en las reservas petroleras más grandes del mundo. Los tenedores de bonos harían bien reemplazando sus papeles actuales por instrumentos de más largo plazo que se beneficiarían de la recuperación económica.

Nada de esto va a suceder bajo el mandato del actual mandatario, quien carece de la capacidad, capital político y voluntad para moverse en esa dirección. Pero el hecho de que su gobierno haya decidido incumplirle a los 30 millones de venezolanos para pagarle religiosamente a Wall Street no debe ser interpretado como una señal de rectitud moral. Es más bien una muestra de su decadencia moral.

Fuente de información:

<http://www.project-syndicate.org/commentary/edmund-s--phelps-argues-that-restoring-humanities-education-is-the-key-to-building-innovative-economies/spanish>

La democracia en el siglo XXI (Project Syndicate)

El 1º de septiembre de 2014, la organización Project Syndicate (PS) publicó los comentarios de Joseph E. Stiglitz¹¹ en torno a la democracia en el siglo XXI. A continuación se presenta el contenido.

La recepción en Estados Unidos de Norteamérica, y en otras economías avanzadas, del reciente libro *Capital in the Twenty-First Century* da testimonio de la cada vez mayor preocupación sobre la creciente desigualdad. El libro refuerza aún más la colección ya abrumadora de pruebas sobre la vertiginosa alza de la proporción de ingresos y riqueza en la parte más alta de la distribución del ingreso y la riqueza.

Además, ofrece una perspectiva diferente sobre los 30 o más años posteriores a la Gran Depresión y a la Segunda Guerra Mundial: ve a este período como una anomalía histórica, tal vez causada por la inusual cohesión social que los eventos catastróficos pueden estimular. En dicha época de rápido crecimiento económico, la prosperidad fue ampliamente compartida, y todos los grupos avanzaron; sin embargo, aquellos grupos en la parte inferior vieron mayores ganancias porcentuales.

El autor también arroja nueva luz sobre las “reformas” que promocionaron Ronald Reagan y Margaret Thatcher en la década de los años ochenta como potenciadoras del crecimiento del cual todos se beneficiarían. De manera posterior a dichas reformas sobrevino un crecimiento más lento y una mayor inestabilidad a nivel mundial, y además, el crecimiento que sí aconteció benefició en su gran mayoría a aquellos en la parte superior de la distribución.

¹¹ Joseph E. Stiglitz es premio Nobel de Economía y profesor de la Universidad de Columbia, fue presidente del Consejo de Asesores Económicos del presidente Bill Clinton y se desempeñó como vicepresidente senior y economista en jefe del Banco Mundial. Su libro más reciente en coautoría con Bruce Greenwald, es “Creando una sociedad del conocimiento: un nuevo enfoque para el crecimiento, el desarrollo y el progreso social”.

Pero el trabajo del autor del libro mencionado va más allá: plantea problemas fundamentales tanto sobre la teoría económica como sobre el futuro del capitalismo. El autor documenta un gran incremento en la relación riqueza/producción. En la teoría estándar, tales incrementos estarían asociados con una caída en el rendimiento del capital y un aumento en los salarios. Sin embargo, hoy en día el rendimiento del capital no parece haber disminuido, a pesar de que los salarios sí disminuyeron. (En Estados Unidos de Norteamérica, por ejemplo, los salarios medios han disminuido alrededor de un 7% en las últimas cuatro décadas).

La explicación más obvia es que el incremento en la riqueza medida no corresponde a un incremento en el capital productivo —y los datos parecen ser consistentes con esta interpretación—. Gran parte del incremento en la riqueza provino de un incremento en el valor de los inmuebles. Antes de la crisis financiera del año 2008, se pudo evidenciar en muchos países la presencia de una burbuja inmobiliaria; incluso hasta ahora, puede no se haya “corregido” dicha situación de manera completa. El aumento en el valor también puede representar la competencia entre los ricos por bienes que denotan una “posición” —una casa en la playa o un apartamento en la Quinta Avenida de la ciudad de Nueva York—.

A veces, un aumento en la riqueza financiera medida corresponde a casi nada más que un simple desplazamiento desde la riqueza “no medida” hacia la riqueza medida —y estos desplazamientos pueden, en los hechos, reflejar un deterioro en el desempeño de la economía en general—. Si aumenta el poder monopólico o las empresas (como por ejemplo los bancos) desarrollan mejores métodos para la explotación de los consumidores comunes, ello se mostrará como mayores ganancias y, cuando dichas ganancias se capitalizan, se mostrarán como un aumento en la riqueza financiera.

No obstante, cuando lo anteriormente detallado sucede, el bienestar social y la eficiencia económica por supuesto que caen, incluso de manera simultánea a un

aumento oficial en la riqueza medida. Nosotros simplemente no tomamos en cuenta la disminución correspondiente al valor del capital humano —es decir, no tomamos en cuenta la disminución de la riqueza de los trabajadores—.

Por otra parte, si los bancos tienen éxito en el uso de su influencia política para socializar las pérdidas y retener más y más de sus ganancias mal habidas, la riqueza *medida* en el sector financiero aumenta. No medimos la disminución correspondiente a la riqueza de quienes pagan impuestos. Del mismo modo, si las corporaciones convencen a los gobiernos para que éstos paguen más de lo debido por sus productos (tal como las grandes compañías farmacéuticas pudieron lograrlo), o si las corporaciones obtienen acceso a recursos públicos a precios por debajo de los precios del mercado (tal como las empresas mineras pudieron lograrlo), aumenta la riqueza financiera medida que se informa, a pesar de que existe una disminución en la riqueza de los ciudadanos comunes.

Lo que hemos estado observando —estancamiento de los salarios e incremento en la desigualdad, incluso a medida que la riqueza aumenta— no refleja el funcionamiento de una economía de mercado que se considera como normal, sino que refleja lo que yo denomino como “capitalismo sucedáneo” (en inglés *ersatz capitalism*). El problema puede que no sea cómo los mercados *deberían* funcionar o cómo dichos mercados funcionan en los hechos, pero puede que el problema se ubique en nuestro sistema político, mismo que no ha logrado garantizar que los mercados sean competitivos; y además, dicho sistema político ha diseñado reglas que sustentan mercados distorsionados en los que las corporaciones y los ricos pueden (y por desgracia sí lo hacen) explotar a todos los demás.

Los mercados, por supuesto, no existen en un espacio vacío. *Tienen* que haber reglas del juego, y éstas son establecidas a través de procesos políticos. Los altos niveles de desigualdad económica en países como Estados Unidos de Norteamérica y, cada vez

más en países que han seguido el modelo económico de dicho país, conducen a la desigualdad política. En un sistema como el que se describe, las oportunidades para el progreso económico se tornan, a su vez, en desiguales, y consecuentemente refuerzan los bajos niveles de movilidad social.

Por lo tanto, el pronóstico del libro mencionado en este reporte sobre niveles aún más altos de desigualdad no refleja las inexorables leyes de la economía. Simples cambios—incluyendo la aplicación de niveles más altos de impuestos a las ganancias de capital y las herencias, un mayor gasto para ampliar el acceso a la educación, la aplicación rigurosa de las leyes antimonopolio, reformas a la gobernanza corporativa que contengan los salarios de los ejecutivos, y regulaciones financieras que frenen la capacidad de los bancos para explotar al resto de la sociedad— reducirían la desigualdad y aumentarían la igualdad de oportunidades de manera muy notable.

Si logramos tener las reglas del juego correctas, podríamos incluso ser capaces de restaurar el crecimiento económico rápido y *compartido* que caracterizaba a las sociedades de clase media de la mitad del siglo XX. La principal interrogante a la que nos enfrentamos hoy en día realmente no es un cuestionamiento sobre el capital en el siglo XXI. Es una pregunta sobre la democracia en el siglo XXI.

Fuente de información:

<http://www.project-syndicate.org/commentary/joseph-e--stiglitz-blames-rising-inequality-on-an-ersatz-form-of-capitalism-that-benefits-only-the-rich/spanish>