



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES,
UNIVERSIDAD PONTIFICIA DE COMILLAS

E-3

EFFECTOS DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS EXPANSIVAS DE EEUU Y JAPÓN EN EL DESARROLLO ECONÓMICO DE LOS ESTADOS EMERGENTES RELACIONADOS

Autor: Eduardo Collar Olaso

Director: Mirco Soffritti

Madrid

2014



Resumen

Estados Unidos y Japón tienen una enorme influencia económica en todo el mundo, más aun en los países emergentes de sus respectivas regiones. La política monetaria expansiva que ha llevado a cabo Estados Unidos desde la crisis está llegando a su fin, con la previsible subida de los tipos de interés. Los países latinoamericanos, beneficiarios de tipos de interés bajos en Estados Unidos, ven cómo les afecta negativamente esta retirada de estímulos.

Si bien ello ha tenido un efecto negativo evidente en Latinoamérica, éste ha sido absorbido mejor de lo que se esperaba, y las expectativas de la región son positivas. Los peligros para el desarrollo económico de Latinoamérica vienen de la posible debilidad de la demanda china, de la bajada de los precios de materias primas y problemas estructurales internos de cada Estado.

Japón, tras haber pasado por una etapa de veinte años de deflación, ha puesto en funcionamiento una serie de medidas con el objeto de aumentar la base monetaria del país y de aumentar la tasa de inflación, para incentivar el consumo y aumentar la demanda de bienes y servicios.

La cuestión es importante porque la prosperidad mundial depende de ello. Solamente Estados Unidos, Japón, y el Reino Unido han adoptado esas medidas. Europa parece estar iniciándolas. Los modelos de Estados Unidos y de Japón, objeto de este trabajo, servirán de ejemplo, y por sí mismos arrastrarán la economía global.

Palabras clave: política monetaria, *quantitative easing*, *tapering*, *Abenomics*.

Abstract

The United States and Japan are States that have a influence over other States, and more so over the emerging countries of their respective regions. The USA's expanssive monetary policy since the outburst of the crisis is reaching an end, consequently pushing up interest rates. Latin American countries, beneficiaries of low interest rates in the USA, experience a negative effect due to the removal of stimuli to the US economy.

Although the removal of stimuli has had a clear negative impact in Latin America, this impact has been absorbed in a lesser negative way tan previously thought, and expectations on the region are positive. Risks for the economic development of Latin America involve a possible weakness in Chinese demand, decrease in raw material prices and internal structural problems of each country.

Japan, after having been through twenty years of deflation, has started economic policies aimed at increasing inflation and the monetary base of the country. These measures have the ultimate objective of supporting consumption and increasing demand for goods and services.

The issue is important because global prosperity depends on it. Only the US, Japan, and the UK have adopted such measures. Europe seems to be starting them. The American and Japanese models, which are the focus of this essay, will serve as an example and will afect the global economy.

Key words : monetary policy, quantitative easing, tapering, Abenomics.

ÍNDICE

I. INTRODUCCIÓN.....	5
1. Objetivos.....	3
2. Metodología.....	3
3. Marco Teórico.....	4
4. Estructura.....	6
II. EEUU Y LATINOAMÉRICA.....	7
1. Aproximación teórica a la reacción inicial en EEUU.....	7
2. Sucesión de medidas de <i>QE</i> desde noviembre de 2008.....	9
2.1 Antecedentes.....	9
2.2 <i>QE1</i>	9
2.3 <i>QE2</i>	10
2.4 <i>QE3</i>	11
2.5 Etapa Yellen.....	12
2.6 Valoración de los resultados del <i>QE</i> en la economía americana.....	13
3. La reacción en Latinoamérica ante el <i>QE</i>	14
4. Posible fin del <i>QE</i>	16
5. México y sus reformas.....	19
6. Argentina	20
III. MENOR URGENCIA EN EL <i>TAPERING</i>.....	21
1. La situación en EEUU.....	21
2. Reacción en Latinoamérica.....	21
3. Necesidad de reformas estructurales en Latinoamérica.....	25
4. El <i>Tapering</i> y Latinoamérica.....	26
IV. BRASIL.....	28
V. CAPITALES A LARGO PLAZO.....	32
VI. TRAS LA SUPERACIÓN DE LA AMENAZA DEL <i>TAPERING</i>.....	34
1. México.....	34
2. Brasil.....	35
3. Otros emergentes.....	35
VII. JAPÓN Y LAS ECONOMÍAS EMERGENTES DE SU ENTORNO.....	36
1. Reacción de Japón, el país de las dos décadas perdidas.....	36
2. Política monetaria expansiva y estímulo fiscal.....	36
3. Reformas estructurales.....	39
4. Sector exterior.....	39
5. Efectos sobre el resto de Asia.....	40
VIII CONCLUSIONES FINALES.....	44
1. Valor generado por el trabajo.....	44
2. Utilidad práctica.....	45
IX. BIBLIOGRAFÍA.....	48

LISTADO DE ABREVIATURAS UTILIZADAS EN ESTE TRABAJO

EEUU – Estados Unidos

Fed – Reserva Federal de EEUU

QE – *Quantitative Easing* – compras masivas de bonos del tesoro americano y de activos americanos con garantía inmobiliaria que la *Fed* está haciendo cada mes en el mercado secundario desde que se inició la crisis.

I. INTRODUCCIÓN

1. Objetivos

El presente trabajo se centra en analizar las políticas económicas – principalmente monetarias – de dos estados que tienen una influencia suficiente como para afectar con dichas políticas a los estados emergentes de su entorno.

El objetivo principal de este trabajo será estudiar el efecto que la retirada de los estímulos monetarios en EEUU ha tenido en las economías de los estados más próximos y especialmente relacionados con EEUU. En concreto, intentaremos determinar hasta qué punto la evolución de las principales variables macroeconómicas de dichos países se debe a los cambios en los estímulos monetarios en EEUU.

El objetivo secundario de este trabajo será descubrir las políticas económicas de Japón desde la elección de Shinzo Abe, analizar su efectividad en Japón, y determinar su efecto en las economías emergentes de su entorno.

2. Metodología

Para conseguir este objetivo se recurrió al análisis de la reacción gradual de los mercados latinoamericanos ante los cambios del sistema monetario de EEUU. El análisis se llevó a cabo observando la variación en las principales variables macroeconómicas de los países latinoamericanos tras el anuncio de las diferentes etapas de la reducción de los estímulos monetarios.

Respecto de los cambios en el sistema monetario japonés, el análisis tiene en cuenta también las políticas fiscales y de reformas estructurales que Japón adopta junto con las monetarias, así como sus efectos en el resto de Asia. El análisis es menos concreto y

determinado, pues son políticas que se encuentran en sus comienzos y todavía es pronto para juzgar su efectividad y el efecto que tendrán en las economías emergentes relacionadas con Japón.

Tratándose de una realidad en desarrollo en estos momentos – una realidad viva – no basta con utilizar como fuente estudios publicados por economistas o instituciones de prestigio, sino que es preciso centrarse en fuentes de información más inmediatas, como lo son los medios de información económica internacional: *Bloomberg*, *Reuters*, *CNBC*, *Financial Times*, *New York Times*, *The Wall Street Journal*, *Japan Times*, *Korea Herald* y *La Folha de Sao Paulo*, además de lo publicado por el Fondo Monetario Internacional y la OCDE.

Con el fin de comprender mejor el efecto de las políticas monetarias de EEUU en Latinoamérica y de Japón en Asia, resulta imprescindible introducir los antecedentes de tales políticas y obtener una visión global de la teoría aplicable a ambos casos.

3. Marco teórico

La política monetaria de EEUU tiene unos efectos inmediatos en los países emergentes, sobre todo en los del continente americano, muy dependientes de la evolución del crecimiento de EEUU, de su comercio y de la evolución del mercado de capitales.

Así como el comercio está en el origen de toda actividad económica que no sea de autoconsumo, el dinero, lo monetario, es un elemento esencial de toda relación económica en una sociedad moderna. La política monetaria americana repercute en el conjunto de la economía americana, y a través de ella afecta vivamente a las economías latinoamericanas, y no solo a sus mercados monetarios, o a sus mercados de capitales, sino a la producción, a la inversión, al consumo y al empleo.

La crisis económica iniciada en 2007, marcando sus mínimos en 2008 y 2009, golpeó con fuerza a los países desarrollados, sobre todo a Europa. Menor fue la crisis en los emergentes, y entre ellos los BRIC, más tarde BRICS – tras la incorporación de Sudáfrica – que mejoraron durante la crisis su posición relativa respecto a los países desarrollados, gracias a la propia creciente demanda de los emergentes, y muy en especial de China, gran importador de materias primas, mineras y agropecuarias, así como de otros países asiáticos.

También América Latina superó bien la crisis. Subieron los precios de los alimentos que exportaba y los de la minería. Brasil, gracias a su dimensión, permaneció casi al margen de la crisis hasta 2013. Contribuyó a ello que en la mayoría de los países de Latinoamérica se había alcanzado una cierta estabilidad política con gobiernos fundamentalmente democráticos y aceptados como tales por la población, lo que favoreció la estabilidad económica. Sin embargo, el crecimiento de Latinoamérica fue muy inferior al de los países emergentes de Asia. En la mayoría de los países latinoamericanos se prefirió el consumo al desarrollo de infraestructuras, cuyos beneficios solo son percibidos por los votantes a largo plazo.

La economía mundial se está recuperando, según la mayoría de los diagnósticos. Ello lleva al fin de muchos estímulos y, en el caso que nos ocupa, al de la política monetaria expansiva de la autoridad monetaria de EEUU, la Reserva Federal (en lo sucesivo *Fed*). Su desaparición o reducción gradual crea un nuevo contexto y un nuevo encaje de las variables presentes en los mercados, en EEUU primero, y en Latinoamérica después.

Cuando en 2013 la *Fed* anunció que ante la mejora de las perspectivas de la economía y en particular la reducción del desempleo, que había descendido y se aproximaba al 6,5%, se iniciaría un proceso de progresiva reducción de los estímulos a la economía. Estas reducciones cuantitativas (disminuciones graduales del volumen de las compras de bonos del tesoro americano y de activos americanos con garantía inmobiliaria por la *Fed*) se conocen como *tapering*.

La previsible subida de los tipos de interés en EEUU provocó el brusco descenso de la inversión de capitales estadounidenses en Latinoamérica. La alta dependencia de Latinoamérica de la inversión americana agravó la situación. No obstante, la Reserva Federal moderó después su *tapering*.

Hay por otro lado grandes diferencias en la prosperidad de unos países y otros, lo que depende en alto grado de la confianza que inspiran.

El caso de Japón es diferente. La crisis que sufre no solamente es consecuencia de la crisis global iniciada en el año 2007. Se trata de una situación de deflación que ha durado veinte años. Si bien la inflación descontrolada tiene efectos devastadores, un mínimo de inflación es necesario para mantener el mercado en tensión, mantener

creciente la demanda de bienes y servicios y llevar a un Estado hacia el crecimiento. La deflación, por el contrario, tiene el efecto de enfriar el mercado. Inversores y consumidores obtendrán en el futuro los bienes y servicios que demandan a precios menores, por lo que no tienen prisa por comprar. La demanda baja y la producción desciende.

Con las medidas de Shinzo Abe, conocidas como *Abenomics*, se pretende sacar a Japón de esa situación de deflación que ha sufrido durante dos décadas. Se marcan objetivos para subir la inflación al 2% aumentando la base monetaria, y se siguen políticas de *quantitative easing*, junto a medidas fiscales y de reforma estructural.

4. Estructura

Este trabajo analiza, en términos globales, el marco económico mundial, la economía de EEUU por una parte, y la del conjunto Latinoamérica por otra, así como la economía japonesa y la de los países asiáticos. Se trata de mundos distintos pero crecientemente interrelacionados. EEUU y Latinoamérica viven una realidad económica relativamente integrada. Japón y los países emergentes asiáticos también. Analiza su evolución reciente hasta la crisis y los programas del *QE* y de *Abenomics*, que explicaremos más adelante.

En primer lugar se expondrá la situación en el continente americano. Después analizaremos la situación en Asia.

En los primeros apartados se examina brevemente el marco de las naciones de Latinoamérica. Los países de Latinoamérica son ahora, en términos generales, más fiables para los mercados, que esperan en ellos una mayor estabilidad política y menores riesgos – políticos y económicos – aunque no en todos.

Dentro de Latinoamérica, se examinan también las grandes diferencias de marco político y de funcionamiento de las instituciones y de la economía. Hay países prósperos y otros que lo son menos. Unos que se han adaptado al contexto internacional y otros que se han aislado y no reciben inversiones. Unos son prósperos y otros parecen mal administrados. También se examinan las medidas del *QE* en EEUU y sus efectos sobre las economías latinoamericanas.

Se estudia la dinámica de las economías latinoamericanas, su evolución, los mercados de capitales, el crédito internacional, las inversiones directas o en bolsa y su evolución y futuro.

La conclusión se estructura en torno al comercio internacional de Latinoamérica y de Asia, y pretende evaluar hasta qué punto han sido afectados por el anuncio del fin del *QE*, en un caso, y por la introducción de medidas monetarias expansivas japonesas, en el otro.

II. EEUU Y LATINOAMÉRICA

1. Aproximación teórica a la reacción inicial en EEUU

EEUU se había mantenido en un estado de exceso de confianza, como el propio Bernanke reconoció cuando abandonó la *Fed*. Las autoridades y los mercados tomaron plena conciencia de la gravedad de la crisis económica a partir del hundimiento de Lehman Brothers en septiembre de 2008. La crisis era un hecho. La *Fed* tampoco quiso dejar que el ajuste lo hicieran las libres fuerzas del mercado, lo que hubiera llevado a una drástica caída de la demanda, de la producción y del empleo, sino que optó por intervenir en los mercados. Decidió usar los instrumentos que tenía a su disposición para estimular la actividad económica y crear puestos de trabajo. En palabras de Dokoupil (2014), decidió usarlos para hacer aumentar la oferta monetaria y mantener los tipos de interés a un nivel cercano a cero por ciento, especialmente los intereses de los títulos del Tesoro a largo plazo. Apoyaba así la recuperación del mercado, sobre todo el mercado inmobiliario, cuyo hundimiento había sido una de las causas centrales de la crisis. Se trataba de volver al crecimiento y a la creación de empleo.

La vía elegida fue comprar masivamente títulos del Tesoro, directamente al Tesoro o en el mercado secundario, así como títulos de deuda con garantía hipotecaria, y en menor medida obligaciones de los bancos. El precio de los títulos de deuda aumenta con la demanda. En sentido inverso se mueven los tipos de interés que se pagan por la tenencia de títulos. Según aumenta la demanda de bonos, y con ella su precio, bajan los tipos de interés a pagar a los tenedores de los bonos. Las compras se centraron en los títulos a largo plazo con el fin de que subiera su cotización y bajaran los intereses de esos títulos, abaratándose con ello la financiación, sobre todo la financiación a largo plazo, la que financiaba las inversiones en bienes de capital y en inmuebles. Y así se inyectaba, y se

sigue inyectando, dinero en la economía, y se elevaba, y se eleva, o al menos se mantenía y se mantiene, un más alto precio de los títulos de renta fija en circulación en el mercado.

Al hacer subir la cotización de los títulos en circulación en el mercado, y permaneciendo invariado su rendimiento en dólares (fijado en la correspondiente emisión), su rendimiento pasaba a ser inferior en términos porcentuales al que habían tenido cuando esos títulos valían menos. Su titular sigue recibiendo los mismos intereses en dólares, pero han pasado éstos a representar un porcentaje menor del principal, simplemente porque el principal ha subido de precio. Desde el punto de vista del mercado, los intereses han bajado porque el precio de los bonos ha subido. Y el mercado se encarga de extender la realidad de los intereses bajos, sin olvidar que los bancos pueden financiarse en la *Fed* a unos intereses cercanos al 0%.

En resumen, lo que persigue la *Fed* es financiar al Tesoro, inyectar más dinero en el mercado y, sobre todo, elevar los precios de los bonos del Tesoro y otros títulos de renta fija en circulación, para que los intereses, fijados cuando fueron emitidos, representen un porcentaje menor del nuevo y más alto precio del título, es decir, que los intereses bajen.

Y como la *Fed* compraba masivamente, los intereses bajaban y se mantenían bajos en las nuevas emisiones de títulos de renta fija, y el Tesoro tenía que pagar menos, e inversores y consumidores también pagaban menos por el dinero que tomaban a préstamo, lo que era y sigue siendo el principal objetivo perseguido: unos intereses más bajos que faciliten la inversión, el consumo, y la creación de empleo. Siendo el precio más alto, los intereses a recibir pasan a representar un menor porcentaje del precio de los títulos. Así, los intereses descienden respecto a su nuevo precio y arrastran hacia abajo los intereses de otros activos ya emitidos o por emitir. Se abarata así la financiación de la inversión y el consumo, en apoyo de la producción y el empleo.

En septiembre de 2012 el Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal decidió que en lo sucesivo adquiriría mensualmente títulos americanos con garantía hipotecaria por un total de 40.000 millones de dólares y 45.000 millones de bonos del Tesoro a largo plazo (Dokoupil, 2014). Estas medidas serían conocidas como *quantitative easing* (en adelante, *QE*).

El modelo se lo había brindado el Banco de Japón que ya estaba tomando medidas para aumentar el dinero en circulación en lugar de tomarlas para hacer bajar los tipos de interés.

2. Sucesión de medidas de *QE* desde noviembre de 2008

2.1 Antecedentes

El 15 de septiembre de 2008 Lehman Brothers solicita la declaración de quiebra. El día 17 el gobierno federal toma el control de la compañía de seguros AIG. El 29 de septiembre la Cámara de Representantes rechaza la solicitud del Tesoro para que se le autorice a adquirir títulos de instituciones financieras en apuros.

2.2 *QE* 1

El 24 de noviembre de 2008 entra en acción la *Fed*. Dos meses después de haber estado al borde del precipicio, la *Fed* anunció medidas para rebajar los costes de financiación de las economías domésticas y de los compradores de inmuebles. Anunció que compraría deuda por valor de 100.000 millones de dólares de la que eran acreedoras las grandes instituciones semipúblicas con garantía federal, bonos de crédito hipotecario o con garantía de crédito hipotecario, Fannie Mae, Freddie Mac y el Federal Home Loan Bank. Como explican Aguilar y Squire (2014), adquiriría, además, títulos con garantía hipotecaria por valor de 500.000 millones de dólares garantizados por las agencias federales, Fannie Mae, Freddie Mac, y Ginnie Mae, entre otros títulos, que juntamente con otras partidas sumaban 800.000 millones de dólares.

El Secretario del Tesoro americano, Henry Paulson, afirmó al día siguiente, el 25 de noviembre de 2008: “(...) los mercados financieros no están funcionando como nos gustaría (...) y éste es un esfuerzo por hacer frente a esa situación”.

Entre diciembre de 2008 y marzo de 2010, la *Fed* adquirió activos, en su mayoría hipotecarios, por valor de 1,7 billones de dólares (en términos americanos, 1,7 trillones de dólares). Los intereses de los créditos hipotecarios alcanzaron mínimos de varios años, poniéndose por debajo del 6%.

Unos meses después, el 18 de marzo de 2009, desveló la *Fed* su intención de adquirir bonos del Tesoro a largo plazo por valor de 300.000 millones para estimular la debilitada economía americana. La medida fue interpretada como una señal de que las

autoridades no permitirían el hundimiento de la economía y la bolsa experimentó una fuerte subida en EEUU y en el resto del mundo. El mundo advirtió que la *Fed* no temía que su balance – sus activos – alcanzara la cifra de 4 billones de dólares (en términos americanos, 4 trillones de dólares).

Subieron el oro, las acciones, y más aún, y de manera drástica, los bonos del Tesoro, bajando sus rendimientos, es decir, sus intereses, como también los de otros activos, incluidos los créditos, como no lo habían hecho desde la caída de la bolsa de octubre de 1987. El dólar cayó con fuerza.

2.3 QE 2

El 2 de noviembre de 2010 la *Fed* anunció una nueva ronda: la compra de bonos del Tesoro a largo plazo por un valor de 75.000 millones de dólares al mes, hasta junio de 2011. Un total de 600.000 millones de dólares

El 20 de Septiembre de 2011 la *Fed* anuncia la compra de 400.000 millones de dólares de bonos del Tesoro con vencimiento entre 6 y 30 años. Venderá al mismo tiempo bonos con vencimiento a menos de tres años (*debt swap*, o *operation twist*). Debía completarse antes de junio de 2012.¹

Anuncia también la compra de títulos de deuda con garantía hipotecaria garantizada por agencias federales con la liquidez que resulte del vencimiento de títulos en posesión de la *Fed*.

La escasa agresividad de esos anuncios hizo bajar el índice Dow Jones un 2,5%. Sin embargo, el partido republicano exigió a Bernanke que cesara su política de inyectar liquidez. Bernanke contestó que sería necesario hacer más, y que así lo haría.

El 19 de Junio 2012 Bernanke anuncia que aumentará los activos de la *Fed* en 267.000 millones más, para mantener bajos los intereses a largo plazo. Sin embargo, en el marco de la *operation twist* vendería títulos a corto plazo para que su balance no superara los 2,9 billones de dólares (trillones en términos americanos).

2.4 QE 3

¹ Aguilar y Squire, 2014.

El 12 de Septiembre de 2012 anunció la *Fed* la compra de 40.000 millones de dólares mensuales más, no en bonos del Tesoro, sino en títulos con garantía de agencias hipotecarias federales. Continuaría cambiando títulos a corto por otros a largo plazo (*operation twist*), y reinvertiría los ingresos procedentes del vencimiento de sus títulos hipotecarios en otros títulos a largo plazo

Anunció también que seguiría comprando títulos *open-ended*, sin límite de cantidad, hasta que los datos del empleo mejoraran sustancialmente dentro de un contexto de estabilidad de los precios.

Desde el inicio del *QE* la *Fed* había inyectado ya en la economía 2,3 billones de dólares (2,3 trillones en términos americanos).

El 12 de diciembre 2012, antes de que expirara a final de año un programa de adquisición de bonos del Tesoro a largo plazo y de venta de otros a corto, anunció la *Fed* un nuevo programa de compra de bonos del Tesoro a largo plazo por un valor de 45.000 millones al mes con el fin de contribuir a reducir el elevado nivel de desempleo.

El 13 de enero de 2013 el presidente de la *Fed*, Bernanke, expresó la opinión de que el mantenimiento del *QE* no representaba una amenaza que pudiera llevar a una “inflación significativa”.

Adelantó, sin embargo, que el *tapering* podría iniciarse en ese mismo año 2013.

Como explica Fontevecchia (2013), el 21 de mayo de 2013 volvió a pronunciar Bernanke la temida palabra *tapering* ante el Congreso. Causó desconcierto entre los congresistas y los medios, que temieron lo peor al principio y vieron después que el cambio de política no sería tan brusco. Afirmó que en los siguientes meses podría la *Fed* reducir los volúmenes de su programa de compra de bonos, que entonces sumaban la cantidad de 85.000 millones de dólares al mes. Los mercados bajaron bruscamente pero después se recuperaron. Lo estaban esperando y ya lo habían descontado.

En una entrevista ante la cadena de televisión Bloomberg emitida el 18 de junio, el presidente Obama bromeando ante su entrevistador, Charlie Rose, comparó a Bernanke con el director del FBI. Los dos habían permanecido en sus puestos más tiempo del que querían y del que era oportuno que permanecieran.

Los mercados entendieron que se iba el hombre del *QE*, cuyo segundo cuatrienio al frente de la *Fed* concluiría el 31 de enero de 2014. Se avivaron las especulaciones sobre el posible sucesor de Bernanke y sobre el futuro del *QE*.

El 19 de junio de 2013, al día siguiente, afirmó Bernanke que si la economía seguía mejorando podría la *Fed* comenzar a reducir sus compras de bonos dentro de ese mismo año y cancelarlas completamente a mediados del siguiente año 2014.

Las bolsas de valores y materias primas cayeron en todo el mundo. También bajó la cotización de los bonos, subió su rendimiento y subieron los tipos de interés en general.

Sin embargo, el 17 de septiembre de 2013, la inseguridad sobre la recuperación de la economía americana, la modestia de la recuperación del empleo y los datos de crecimiento de los precios muy inferiores al objetivo del 2% fijado por la propia *Fed* llevaron a la *Fed* a aplazar el *tapering*, por el momento, y a mantener las compras en 85.000 millones de dólares al mes. La bolsa americana alcanzó niveles record.

El 18 de diciembre de 2013 la *Fed* decidió avanzar. Redujo las compras en 10.000 millones de dólares, dejándolas en 75.000 millones al mes, tras quince meses, desde septiembre de 2012, en que, a pesar de las discusiones sobre el *tapering*, la cifra de compras de la *Fed* se había mantenido en 85.000 millones de dólares al mes.

El 29 de enero de 2014, en su última intervención como presidente de la *Fed* (ya nombrada su sucesora Janet Yellen), anunció una nueva reducción en sus adquisiciones de bonos, de nuevo en 10.000 millones de dólares al mes, dejándolas en 30.000 millones en bonos hipotecarios y 35.000 en bonos del Tesoro, 65.000 en total. Con esa última decisión, Bernanke liberó a su sucesora de la necesidad de tomar decisiones urgentes.

Pero el optimismo de los últimos meses de 2013 quedó truncado por los malos datos de la economía americana que comenzaban a llegar en esos días. Más tarde se concluiría que fue el extremo frío de ese invierno el responsable, vía transportes, del notable descenso de la actividad económica.

2.5 La etapa Janet Yellen

El 19 de marzo de 2014, Janet Yellen, en la primera reunión del FOMC de la *Fed* que presidía, hizo honor a su promesa de dar continuidad a la política de su antecesor, Ben Bernanke, de reducir gradualmente las compras de activos por la *Fed*.²

Anunció una nueva reducción de 10.000 millones de dólares mensuales en la compra de bonos, dejándola en 55.000 millones mensuales: la compra de bonos hipotecarios por la *Fed* pasaría de 30.000 a 25.000 dólares mensuales y la de bonos del Tesoro de 35.000 a 30.000.

El comité descartó los compromisos de Bernanke de ligar el fin del *QE* a que bajara el desempleo por debajo del 6,5% o como dijo más tarde, a que la tasa de inflación subiera al deseable 2%. Pero aunque la tasa de desempleo se estuviera acercando al 6,5% el nivel de salarios no subía y la inflación se mantenía a niveles que no lograban superar el 1,1% o 1,2%. En el futuro, el proceso del *tapering* dependería del desarrollo de las condiciones financieras valorado sobre una más numerosa serie de datos.

Como explica el Wall Street Journal, Yellen dijo que si el programa del *QE* continuaría su marcha descendente al mismo ritmo y en su reunión de diciembre se acordaría el final de las compras. Durante la primera mitad de 2015 podrían comenzar las elevaciones de los tipos de interés, aproximadamente seis meses después de que concluyera el programa de compra de bonos.³

El 30 de abril de 2014 la *Fed* bajó las compras a 45.000 millones mensuales.

Previsiblemente llegarán nuevas reducciones del *QE* hasta la extinción final del programa. Su ritmo pierde interés, pues siendo cada vez más bajos los montantes de las compras, decrece la importancia y atención que se presta a esas operaciones. Además, como los temores sobre la marcha de la economía americana, y la mundial, son menores, el *QE* está pasando a ser un instrumento de política económica del pasado.

2.6 Valoración de los resultados del *QE* en la economía americana

Paradójicamente, desde que se inició el *QE*, las decisiones de *QE* de la *Fed* prevalecían sobre otras circunstancias y los mercados de todo el mundo se acostumbraron a mejorar

² Sharf, 2014.

³ Real Time Economics.

sus expectativas cuando la economía americana iba mal y a degradarlas cuando iba bien, porque lo que de verdad importaba eran las decisiones de la *Fed* de comprar más o menos bonos en el mercado. Esa realidad no es argumento a favor ni en contra del *QE*.

La debilidad del *QE* como medida de política monetaria está en otro ámbito. Es efectivamente un instrumento de política monetaria que tiene como resultado el aumento de la cantidad de dinero en circulación, el descenso de los tipos de interés y el aumento de la oferta de crédito, al menos en principio, sin olvidar el elemento riesgo, que los bancos no suelen despreciar. Estimula, por tanto, en principio, el consumo y la inversión. Pero el *QE* se topa con la eterna limitación de la política monetaria: es muy efectiva para enfriar la economía, pero lo es menos para estimular el consumo y la inversión. Porque no basta que haya liquidez en el sistema. Los potenciales tomadores de crédito deben estar dispuestos a asumir nuevos riesgos y los bancos deben confiar en ellos para que el crédito fluya y se convierta en consumo e inversión.

Nadie puede asegurar que el *QE* haya contribuido a estabilizar la economía a largo plazo, pero pocos niegan que lo haya hecho a corto plazo, y su ejecución se está desactivando gradualmente porque está dejando de ser necesario. Deja de ser necesario, en EEUU, al menos en parte, por los propios efectos del *QE*.

Algo parecido puede decirse del Reino Unido con su particular política económica expansiva. En Japón siguen en pie programas para aumentar la oferta monetaria y hacer que bajen los intereses y la cotización del yen. La zona euro está iniciando una política monetaria expansiva y podría iniciar programas de *QE*.

3. La reacción en Latinoamérica ante el *QE*

Las economías latinoamericanas reaccionaron con fuerza a las políticas monetarias cuando fueron adoptadas por la *Fed*.

Al tener EEUU y los Latinoamérica unos mercados de capitales muy cercanos e interrelacionados, cuando se produjo el *QE*, y la bajada de los tipos de interés, muchos capitales anteriormente invertidos en EEUU fluyeron hacia Latinoamérica en busca de mayores retornos. Contribuyó a ello la mejora de la percepción del riesgo país de los estados latinoamericanos. Era buena opción desinvertir en EEUU y posteriormente invertir en Latinoamérica, obteniendo así unos mayores retornos.

Especialmente significativo fue el aumento masivo de las emisiones de bonos en Latinoamérica como reacción inicial a la puesta en ejecución del *QE* de EEUU. Según datos de Bank of America Merrill Lynch y del Banco Internacional de Pagos de Basilea, citados por Crisp (2014), una comparación de datos entre los cinco años anteriores al *QE*, entre septiembre de 2003 y septiembre de 2008, y los cinco posteriores, septiembre del 2008 a septiembre de 2013, los efectos fueron contundentes. Aumentó fuertemente la emisión y compra de bonos latinoamericanos.

Las emisiones de deuda de Brasil aumentaron de uno a otro período un 912%. Las de México un 479%, y en el conjunto de Latinoamérica el aumento fue del 667%.

A efectos comparativos, puede aclararse que de los datos publicados por ambos bancos se desprende también que el crédito bancario de ninguna manera siguió una evolución comparable. El crédito bancario subió en Brasil un 55% entre los dos períodos señalados, y en Colombia se alcanzó un crecimiento aún más importante, del 158%. Sin embargo, en el conjunto de Latinoamérica hubo un descenso del 5%.

Según Eyzaguirre (2014), cuando las economías desarrolladas luchaban por salir de la crisis en 2011 y 2012, Latinoamérica tenía un crecimiento sólido y estable por encima de la tendencia a largo plazo. La demanda era alta, debido a la demanda exterior de materias primas, agrícolas y mineras, que tenía su origen en el fortísimo crecimiento de las compras de China y de otros países emergentes, sobre todo asiáticos, y también debido a la demanda interior, impulsada por las altas exportaciones y por la política monetaria y fiscal expansiva de la mayoría de los países latinoamericanos.

Se percibieron signos de recalentamiento y muchos países latinoamericanos tuvieron que frenar el crecimiento de la inflación mediante elevaciones de los tipos de interés. Los más afortunados, o mejor gobernados, tomaron medidas a tiempo para que la elevación de los precios de las materias primas en los mercados internacionales, que tanto les favorecían desde el punto de vista de su balanza de pagos, de su deuda exterior, y de su capacidad de invertir, no llevara consigo elevaciones de precios y del gasto en consumo, en detrimento del ahorro y la inversión, de la inversión sana, no financiada con deuda que deben financiar generaciones futuras. Un indicador de lo que estaba ocurriendo lo podemos encontrar en los negocios de la ciudad de Miami.

Como nos explica Kaske (2012), la ciudad de Miami es la base desde la que muchas empresas americanas organizan sus negocios en Latinoamérica y muchas

latinoamericanas los suyos con EEUU. Atravesó en esos años momentos de alta prosperidad. Los precios de los inmuebles subieron en 2012 en torno al 25% y la venta de obligaciones de la ciudad aumentó, haciendo bajar los tipos de interés de sus bonos municipales al nivel más bajo desde el año 2006: 4,25% con vencimiento a 18 años. El índice de desempleo en plena crisis bajó al nivel más bajo de los últimos cuatro años. Es cierto que la prosperidad de Miami se debía a la prosperidad en Latinoamérica, que permitía hacer grandes negocios a empresas americanas, pero también a las inversiones de latinoamericanos en EEUU.

4. Posible fin del *QE*

El lento pero continuo descenso del desempleo en EEUU, la leve mejoría del sector inmobiliario y la mejora del PIB dieron en 2013 la señal de que estaba llegando el momento de poner límites a la compra masiva, mensual, de bonos del Tesoro por la *Fed*. En mayo de 2013, el presidente de la *Fed*, Bernanke, anunció que si la economía seguía comportándose bien, la inflación no superaba el límite aceptable (del 2%) y si el desempleo descendía al 6,5%, en la medida en que lo permitiera la situación de la economía americana en cada momento, iniciaría en septiembre del 2013 la anunciada reducción gradual del *QE*, el *tapering*, para posiblemente poner fin a ese programa a mediados de 2014. Es decir, interrumpir completamente la expansión monetaria, o *QE*, a mediados de 2014.

El *QE* había sido criticado por los BRICS, como forma encubierta de devaluación competitiva pensado para apoyar las exportaciones americanas a, entre otros, los países emergentes, cuyas monedas están en mayor o menor grado ligadas al dólar. Era una nueva forma de aprovecharse de ellos. Pero el anuncio del fin del *QE* tuvo sus consecuencias. Incluso en EEUU, desde que comenzó el *QE*, los buenos datos sobre la economía y el empleo producían bajadas de las bolsas, temerosas de que ya no fueran necesarios los apoyos del *QE*. Por el mismo motivo, el anuncio de Bernanke en mayo hizo caer las bolsas americanas por encima de un 4%, y más aun las de los países emergentes.

Las palabras de Bernanke del mes de mayo de 2013 – que además coincidieron con una nueva alarma griega – llevaron casi al cierre de los mercados financieros para las grandes operaciones latinoamericanas. Los índices de las cotizaciones de las acciones

latinoamericanas bajaron un 22% hasta junio, pero se recuperaron parcialmente, quedando una pérdida global del 9% para todo el año.

El anuncio de Bernanke, que provocó en EEUU una subida de los tipos de interés, sobre todo de los intereses a largo plazo – el tipo de interés de los bonos del Tesoro a 10 años se encuentra en el máximo de los dos últimos años –. Esta subida de los tipos de interés tuvo la consecuencia de atraer capitales de todo el mundo, parte de los cuales hubiera sido invertido en Latinoamérica. También produjo una desvalorización de las monedas latinoamericanas, una inflación aún mayor de la que ya había en la mayoría de esos países, y unos tipos de interés aún más altos.

Las materias primas constituyen la principal exportación latinoamericana, y han servido de base a su crecimiento, como en la mayoría de los países emergentes. Sin embargo, en 2013, los precios de las materias primas descendieron, por primera vez desde la irrupción de la crisis en 2008, como consecuencia, sobre todo, de la debilidad de la demanda china, y los mercados apuestan por unos precios relativamente bajos de las materias primas en 2014.

Como explican Xie, Thomson y Godoy (2013), las seis monedas latinoamericanas más negociadas perdieron un 9,6% de su valor respecto al dólar en 2013. Al terminar 2013, los mercados tomaban posiciones apostando por la continuación de las depreciaciones de las monedas latinoamericanas ante la expectativa de que continuara el descenso de los precios de las materias primas – tras haberse registrado en 2013 el primer descenso en cinco años, del 0,7%, consecuencia sobre todo del menor crecimiento de la economía china – y de que la elevación de los rendimientos de los bonos del gobierno americano – el más alto de los últimos dos años – siguieran bombeando capitales fuera de la región. Solamente el peso mexicano se salvaría de esa tendencia. Confluían dos circunstancias altamente negativas para la región: el descenso de las exportaciones por el fin de la fase ascendente de la demanda de materias primas y los tipos de interés crecientes en EEUU.

El crecimiento medio del PIB en la región alcanzó un 2,4% en 2013 – muy bajo para países emergentes y con una alta tasa de natalidad – comparado con un 6,4% en 2010. Las expectativas son negativas para 2014.

Se daba la paradoja, que también se ha producido en las bolsas de títulos de renta variable de todo el mundo, que la mejora de la economía americana en lugar de ser una

ventaja, era una desventaja, al relajar la política expansionista de la *Fed* y su presión para mantener bajos los tipos de interés. Las consecuencias para Latinoamérica no solo se producían porque la *Fed* tomara esas medidas. Bastaba que fueran esperadas, porque los mercados tienden a anticiparse. Los países más grandes: Brasil, Chile y Perú, con importantes déficits de balanza de pagos, se encontraban en una situación más difícil para financiarse.

El real brasileño se desvalorizó un 11% respecto al dólar americano en 2013, comparado con un descenso del 6,9% en el conjunto de los países emergentes analizados por J.P. Morgan Chase & Co. Sin embargo, se había desvalorizado un 30% desde el final de 2010, mientras que el déficit de la cuenta corriente de su balanza de pagos alcanzaba el 3,7% del PIB, la cifra más alta desde 2002.

El peso chileno también se depreció un 8,6 % en 2013, mientras que el peso colombiano y el sol peruano cayeron más del 8%.

Según La Folha de Sao Paulo, aun más grave fue el fuerte proceso de elevación de los tipos de interés de los activos a largo plazo latinoamericanos, lo que llevó a un deterioro de las expectativas de crecimiento de esos países y a la pérdida de la confianza en sus economías. Siguió la desvalorización de sus monedas y el encarecimiento de sus importaciones.⁴

El índice ponderado de las primas de riesgo de Latinoamérica, elaborado por J.P. Morgan, presentaba un diferencial de 317 puntos básicos sobre los bonos del Tesoro de EEUU al comienzo de 2013. Subió a 463 a finales de junio y volvió a bajar a 402 a finales de octubre, reflejando una cierta recuperación de la confianza.

Como argumento tranquilizador se puede destacar, en primer lugar, que, aunque la prima de riesgo y los intereses subieron en la segunda mitad de 2013, siguen siendo muy bajos si se comparan con épocas anteriores. Latinoamérica es una región que siempre ha estado necesitada de financiación (y sigue estándolo), y su coste es un elemento principal antes de que empresarios o banqueros, locales o extranjeros, y los mercados en general, tomen la decisión de invertir o de financiar a quienes invierten.

En segundo lugar, en los países de la costa del Pacífico, hoy los más prósperos, salvo Ecuador, se han desarrollado mucho los fondos de pensiones privados, presentes

⁴ O Fed mudou de ideia

muchas veces en varios de esos países, que son depositarios de una parte importante del ahorro local y lo reinvierten localmente, constituyendo un importante pilar de los mercados de renta fija y variable de esos países. Los fondos de pensiones representan en Perú el 20% de su economía, en Chile el capital que reúnen los fondos equivale al 60% del PIB, y en Colombia el 18%.

Y en tercer lugar, la enorme liquidez que tienen hoy los inversores de los países desarrollados les favorece. No solo los inversores de EEUU, sino también los asiáticos y los europeos desean invertir y diversificar sus inversiones.

Por último, los precios de las materias primas ya no están en máximos. Pero siguen siendo precios altos si se tienen en cuenta series históricas largas de precios y la estabilidad del dólar en el que normalmente se expresan.

Sin embargo, sigue habiendo riesgos. Podrían subir los tipos de interés, disminuir la liquidez y descender los precios de las materias primas.

Además, las inversiones de EEUU en Latinoamérica alcanzaron un volumen considerable en los años ochenta y han seguido una evolución creciente desde entonces, de sentido contrario a la evolución decreciente de los tipos de cambio.

5. México y sus reformas

La segunda economía más grande de Latinoamérica se vió muy afectada por el anuncio de la *Fed*, que se produjo en pleno proceso de las ambiciosas reformas acometidas por su nuevo presidente, Peña Nieto, tras haber conseguido el apoyo de los tres principales partidos. Lo abarcaban todo, desde las elecciones hasta la televisión, pasando por la energía y la educación. Pero tienen un tiempo de maduración. Los resultados de 2013 fueron decepcionantes, si bien buenos si se comparan con los de otros países de la región. El peso cayó en 2013 solamente un 1,7%.

Abrió el mercado a la competencia, en la radio y la televisión, permitiendo la entrada del capital extranjero en la extracción e industria del petróleo, rompiendo una tradición de 75 años, reformando la fiscalidad para hacerla depender menos de los ingresos por la producción de petróleo, facilitando el acceso de las economías domésticas al crédito y poniendo orden en la enseñanza frente a los sindicatos corruptos de la enseñanza.

El crecimiento del PIB descendió del 3,6% en 2012 al 1,2% en 2013. El peso sufrió la mayor caída desde 2008. La confianza de los consumidores y de los inversores se había hundido – incluidos los extranjeros – pero al conseguir finalmente en diciembre el apoyo político necesario para sacar adelante la reforma energética, que fue seguida de una recalificación positiva por Standard & Poors, el panorama comenzó a mejorar.

México ha sido extraordinariamente sensible a las decisiones adoptadas por la *Fed*. En primer lugar, como se ha dicho, el anuncio de Bernanke se produjo en un momento muy delicado, cuando el gobierno mexicano estaba llevando a efecto unas reformas de importancia histórica para México. En segundo lugar, México, parte de la NAFTA, tiene una economía que está intensamente integrada con la de EEUU y Canadá, y vivió un período de profunda incertidumbre y de gran dependencia respecto a las decisiones que podría tomar la *Fed* y respecto al momento en que podrían producirse. Además, el peso es la moneda de un país emergente más activamente negociada en los mercados y el 35% de las obligaciones de la deuda del gobierno está en manos extranjeras, lo que hace que México sea extraordinariamente sensible a las fluctuaciones de los mercados globales de capitales.

6. Argentina

En el lado de los países con una economía peor gobernada destaca, por su dimensión, Argentina. Como explica Ferro (2014), el anuncio del inicio del *tapering* llovió sobre mojado, siendo Argentina el país que lideró, entre los países emergentes, la caída de reservas de divisas y de cotización de su moneda durante la segunda mitad de 2013, a pesar de todas las intervenciones imaginables del gobierno para controlar, o impedir, la compra de dólares por argentinos que aspiraran a poner sus patrimonios a salvo fuera del país, a comprar productos extranjeros o a viajar por el extranjero. El mercado negro del dólar americano ha sido el que más ha florecido en Argentina a medida que la confianza en su propia economía se hundía.

En 2013 el peso argentino perdió un 24% de valor respecto al dólar, y ya en enero de 2014 perdió en un solo día el 11%, a pesar de los rígidos controles de cambios. El gobierno se vio incapacitado para seguir luchando contra su caída ante el progresivo descenso de sus reservas exteriores. Las reservas, que se habían mantenido en el entorno de los 50.000 millones de dólares entre los años 2003 y 2008, iniciaron entonces un

descenso que se aceleró durante la segunda mitad de 2013 hasta los 17.000 millones de enero de 2014.

Según el análisis del equipo de *Research* de Morgan Stanley, la inflación en 2013 no bajó del 25%, aunque las cifras oficiales dividen por dos ese porcentaje. Las medidas de política económica que trataban de alcanzar objetivos contrapuestos, tales como entrada de capitales y controles de movimientos de divisas, gastos para estimular el crecimiento y medidas antiinflacionarias, ahuyentaron la inversión extranjera.

III. MENOR URGENCIA EN EL *TAPERING*

1. La situación en EEUU

La actitud optimista de la *Fed* de mayo de 2013 cambió a finales de año y principios de 2014.

En diciembre de 2013 cundió la preocupación cuando el Sr. Lacker, miembro del consejo de administración de la *Fed*, adelantó su convicción de que la *Fed* rebajaría el *QE* de 85.000 millones de dólares americanos a 75.000 millones mensuales en su reunión de finales del siguiente mes de enero.

Sin embargo, después del anuncio se conocieron datos del empleo y el consumo privado, que fueron inferiores a lo esperado. Asimismo, la inflación se encontraba en el 1,1%, por debajo del objetivo del 2% que la *Fed* consideraba deseable. Por otra parte, en los círculos financieros se daba como posible que la *Fed* apoyara el descenso de los tipos de interés mediante una bajada del interés que pagaba a los bancos por sus depósitos en la *Fed*. Luego llegarían las discusiones sobre la importancia que en la debilidad de la actividad de la economía americana en diciembre y enero habían tenido el frío y las dificultades de las comunicaciones y el transporte, por lo que no debían atribuirse a otras causas.⁵

Cundió la preocupación por la marcha de la economía americana. La oportunidad de ejecución del *tapering* dejó de ser evidente porque el crecimiento en EEUU era inferior al esperado.

⁵ Hughes, 2014.

Los mercados prevén que la debilidad de las monedas, las exportaciones y las balanzas de capitales de los países latinoamericanos continúen, o más bien se agrave en 2014. El crecimiento del PIB de Brasil, Argentina y Chile se debilitará, según opiniones de economistas recogidas por Bloomberg, y el índice J.P. Morgan de cotizaciones de las seis principales divisas de la región ha descendido un 9,6% en 2013. El real brasileño seguirá bajando en 2014, según previsiones de BM & FBovespa SA

Solamente el peso mexicano se salva de la previsible desvalorización monetaria en Latinoamérica.

El crecimiento del PIB de la región, que fue del 6,40% en 2010, bajó al 2,38% en 2013 y se prevé del 2,88% en 2014, dos años de un crecimiento muy bajo para una región de muy baja renta y de muy alto crecimiento demográfico (según la media de las previsiones de analistas escogidos por Bloomberg).

Spicer (2014) nos cuenta que Yellen, en su segunda presentación desde su nombramiento al frente de la *Fed*, afirmó que la persistente baja inflación constituye en estos momentos un riesgo mayor para la economía que la elevación de los precios, por lo que la *Fed* mantendrá su política de estímulo durante algún tiempo. Tuvo cuidado de no decir cuándo subirán los tipos de interés desde su nivel próximo a cero. Pero sí dijo que la decisión dependería de la rapidez con que mejore el mercado de trabajo y la rapidez con que la inflación se acerque al objetivo del 2%.

A la pregunta de si permitiría una elevación de la inflación por encima del 2% para dar un mayor apoyo a la economía, respondió que ahora el objetivo es que suba hacia el 2%, pero que evidentemente si subiera por encima de esa cifra, la *Fed* tendría que reaccionar dada la dificultad que hay para hacer bajar la inflación si se supera ese nivel. Recordó que la zona Euro también está tratando de alcanzar un nivel más alto de inflación, como también Japón lucha contra la deflación desde hace ya quince años. La *Fed* ha mantenido el tipo básico cerca de cero desde que la crisis alcanzó su momento más profundo a finales de 2008 y, con el fin de hacer bajar los tipos de interés y de estimular la actividad ante la lenta recuperación, ha adquirido desde entonces activos por un valor de tres trillones de dólares. En marzo la inflación se mantuvo en el 1% y se crearon nuevos puestos de trabajo, pero el desempleo no descendió del 6,7%, dada la afluencia de nuevos demandantes de trabajo.

La baja inflación permite suponer que la *Fed* mantendrá unos tipos de interés bajos, habiendo un cierto consenso entre los expertos sobre una posible elevación de los tipos a mediados de 2015, previendo la propia Yellen que es posible que a finales de 2016 se esté acercando la economía americana al pleno empleo con una tasa más alta de los tipos de interés. Unas semanas antes Yellen había afirmado que solo elevaría los tipos de interés pasado un espacio de tiempo considerable desde el fin de la compra de bonos. Pero poco después, se produjo una cierta reacción en los mercados cuando afirmó que cuando decía tiempo considerable quería decir aproximadamente seis meses.

Más tarde dijo también que los tipos se mantendrán cerca del cero por ciento dependiendo de que la inflación se mantuviera lejos del 2% y el nivel de empleo lejos del pleno empleo.

Dijo que una sorpresa económica podría llevarle a interrumpir la compra de bonos. Los mercados financieros consideran probable que la compra de bonos se interrumpa antes de que acabe el año.⁶

2. Reacción en Latinoamérica

Según Guillermo Mondino, *Head of emerging markets economics and strategy* en Citi, tras la decepción del año 2013, puede esperarse en 2014 un crecimiento algo mayor en muchos países de Latinoamérica, sobre la base de la esperable recuperación de la economía de EEUU y la más modesta de Europa. Sin embargo, el crecimiento que puede esperarse en la mayoría de los países es modesto, al haberse agotado en gran medida lo que fueron motores del crecimiento, tipos de interés reales a largo plazo extraordinariamente bajos, altos precios de materias primas y el empuje estimulante de las reformas. Destaca, por su alto crecimiento, México. En menor medida, Colombia y la República Dominicana, y en el otro extremo, Argentina y Venezuela.⁷

André Loes, *Chief Economist* para Latinoamérica de HSBC, es también de la opinión de que habrá crecimiento, pero débil y desigual, según los países. Espera un alto crecimiento – del 4,1% – en México, sobre la base de su política liberalizadora y del crecimiento de EEUU. El PIB mexicano se beneficiará también de las reformas adoptadas por el gobierno, aunque el efecto se notará principalmente a partir de 2015.

⁶ Spicer, 2014

⁷ Pavoni, 2014

Colombia y Perú podrían crecer 4,7% y 5,6%, respectivamente, en 2014, sobre la base de sus políticas liberalizadoras, mientras que la economía de Chile podría crecer como en 2013, limitada por los más altos costes de su minería, tras una larga explotación, así como por la incidencia de los altos costes de la energía en el coste de las extracciones.⁸

Juan Ruiz, Economista Jefe de BBVA para Latinoamérica, manifiesta que el PIB del conjunto de las economías de Latinoamérica creció un 2,2%, aproximadamente, en 2013, cuando dos años antes crecía al 4%. Espera en 2014 un crecimiento del 2,7%, sin tener en cuenta el apoyo adicional del aumento de la demanda exterior. Espera que en 2014 estén en cabeza los tres países andinos, Chile, con un crecimiento del 4%, Colombia cerca del 5%, y Perú por encima del 5,5%. Viene después México, que tras la debilitación del crecimiento del PIB en 2013 a causa de las reformas, comenzará a sentir sus efectos beneficiosos en 2014, si sigue ejecutándolas.⁹

En su opinión, los cuatro países de la Alianza del Pacífico están recogiendo los frutos de su prudente política económica y de su esfuerzo por integrarse en la economía global.

Antonio Cortina, subdirector de investigación económica del Banco Santander, prevé que el crecimiento del PIB de Latinoamérica alcanzará un nivel similar al de 2013, en torno al 2,7%. El apoyo recibido por las economías de Latinoamérica de las inversiones chinas entre 2002 y 2011, de los altos precios de las materias primas y de la abundante liquidez que había en los mercados internacionales, están debilitándose, pasando el crecimiento de Latinoamérica a depender más de variables interiores de la región.¹⁰

Destaca las profundas diferencias entre países de las expectativas de aumento del PIB. Como factores del crecimiento diferenciados apunta al proceso de paz y a la prudente política económica a largo plazo de Colombia; ambas están funcionando. En México, las profundas reformas estructurales, sobre todo en el sector energético, previsiblemente seguirán elevando su PIB – a medida que vayan madurando – y sus efectos se notarán en la economía. También prevé una mejora de la economía chilena, pero habrá que ver la política económica que adopte el nuevo gobierno, así como sus efectos.

Rodrigo Valdés, *Chief Economist* de BTG Pactual para Latinoamérica, considera que el desarrollo tendrá que ser más equilibrado en el futuro, con un crecimiento de la

⁸ *Ibid.*

⁹ *Ibid.*

¹⁰ *Ibid.*

demanda interna en línea con la producción. Colombia crecerá en torno a un 4,5% ayudada por los altos precios del petróleo. Perú crecerá más de un 5% sobre la base de sus exportaciones mineras. Prevé una fuerte aceleración en México, que pasaría de un incremento del PIB del 1,1% en 2013 a un 3,5% en 2014. México se beneficiará de sus reformas estructurales, de la buena marcha de la economía de EEUU, y de sus propias políticas expansivas, fiscal y monetaria.¹¹

3. Necesidad de reformas estructurales en Latinoamérica

Las más urgentes son la educación, las infraestructuras y la reforma fiscal. Destaca México por las fuertes reformas acometidas a lo largo de 2013 por el nuevo gobierno.

En opinión de Guillermo Mondino – manifestaciones a *The Banker*, ya citadas – otros países han llevado a cabo reformas estructurales durante la década anterior, y debe tenerse en cuenta también que cada país tiene unas necesidades distintas a las de los demás. Por ejemplo, Colombia, donde un acuerdo del gobierno con las Fuerzas Armadas Revolucionarias de Colombia abriría el paso a un aumento del PIB importantísimo, principalmente a través de la desmilitarización del país y el acceso de grandes territorios a la producción agrícola. Otro ejemplo es Chile, donde la economía es ya más competitiva y menor la posibilidad de introducir nuevas reformas.

Hay que señalar, sin embargo, que es una característica común al conjunto de la región la insuficiencia de estímulos al aumento de la productividad, la falta de un modelo económico que sustituya al basado en la exportación de materias primas y, por último, la ausencia de una política decidida de fomento del ahorro y la inversión en infraestructuras.

Para André Loes, el descenso de la liquidez en el exterior es un estímulo poderoso que obliga a las economías emergentes a luchar por su competitividad y crecimiento. Resulta inevitable lanzarse a hacer reformas.

Juan Ruiz afirma que el ejemplo de México está siendo seguido por otros países. Se tiende hacia las reformas estructurales para hacer que se eleve la productividad y el crecimiento sostenible a largo plazo. Con menor alcance que en México, son de destacar también las reformas de Colombia para ordenar el mercado del trabajo y desarrollar las infraestructuras, así como en Perú, con su reforma de la administración pública y de su

¹¹ *Ibid.*

bolsa de valores. Chile se propone llevar a cabo reformas fiscales y educativas con el fin de lograr un más alto crecimiento a largo plazo. No son reformas indispensables, pero son pasos en la dirección correcta y que otros países no han seguido.

Antonio Cortina recuerda que la mayoría de las reformas suelen hacerse en tiempos de crisis y no de crecimiento. Destaca a Chile, donde, según la OCDE, se han hecho grandes avances en la simplificación del marco de regulaciones del mercado de productos y en la participación de las mujeres en el mercado laboral. En Brasil, la educación se ha extendido a una mayor parte de la población, se ha organizado mejor el mercado de trabajo y comienzan a desarrollarse grandes obras de infraestructura. Según Cortina, el empeoramiento de la situación fuerza a Latinoamérica a realizar reformas con más decisión.

Rodrigo Valdés piensa que las grandes reformas de México tienen el efecto de infravalorar las de los otros países; en los demás países también se llevan a cabo reformas efectivas.

Siendo el capital humano el recurso más escaso de la región, la inversión en educación da unos altos rendimientos y el nuevo gobierno de Chile se ha lanzado a un programa de reformas muy ambicioso en el terreno educativo. Otros países invierten en infraestructuras. Colombia ha iniciado un programa de concesiones para la construcción y la reparación de carreteras, cuyo lanzamiento será en 2015, y ha iniciado una reforma tributaria y formalizado acuerdos de libre comercio. También Brasil ha puesto en marcha un programa de concesiones para que el sector privado construya carreteras, líneas férreas, puertos, aeropuertos. Perú ha realizado reformas en el sistema financiero y está reformando su administración pública.

4. El *Tapering* y Latinoamérica

Guillermo Mondino resume la cuestión: la política monetaria del mundo desarrollado sigue siendo una preocupación para Latinoamérica. Si bien el *QE* de la *Fed* está descontado en todos los cálculos y sus efectos se comprenden muy bien en Latinoamérica, la subida de tipos de interés que puede iniciarse en cualquier momento representa una nueva amenaza para el flujo de capitales y la estabilidad de los tipos de cambio en Latinoamérica.

Esa incertidumbre se suma a la del posible aterrizaje duro de la economía china y a la de una posible caída de los precios de las materias primas. La caída de los precios del petróleo terminaría de hundir la economía venezolana.

André Loes confirma el riesgo que representa una posible aceleración del ritmo del *QE*. Una menor liquidez en dólares USA sin duda reduciría el flujo de capitales a la región, cuando muchos de esos países tienen un déficit de cuenta corriente por encima del 3% del PIB, como ocurre con Brasil, Chile, Colombia, y Perú, o en el caso de Argentina un gran potencial de su déficit si los controles sobre el comercio y la moneda extranjera se redujeran. De nuevo, el peligro se acumula si coincide con un bajo crecimiento en China, con la consiguiente caída de la demanda y los precios de las materias primas, siendo, una vez más, Argentina y Venezuela los más vulnerables.

Para Juan Ruiz, el mayor desafío al que se enfrenta Latinoamérica es hacer frente a la retirada de estímulos monetarios en EEUU. Se han visto grandes turbulencias en los mercados desde mayo de 2013, pero hay un dato positivo y es que la cantidad de bonos comprados por la *Fed* el último diciembre, menor de lo que se esperaba, no ha tenido un efecto sustancial en los precios de los activos. Da la impresión de que ya habían sido descontados de los precios.

Si la política de la *Fed* no se desvía de la prudencia mostrada hasta ahora, la reducción de los estímulos podrá ser absorbida por los países Latinoamérica – la mayoría de ellos – con economías más sanas: tipos de cambio flexibles, baja deuda, y una prudente cantidad de reservas internacionales que les permitan tener un margen para realizar políticas anticíclicas. De nuevo, los países de la Alianza del Pacífico son los menos vulnerables. Y sin olvidar que otros acontecimientos exteriores como fluctuaciones improbables pero posibles de la economía china o de los mercados de materias primas podrían tener efectos serios sobre las economías latinoamericanas.

Para Antonio Cortina, la *Fed* ha conseguido manejar la reducción gradual del *QE* sin que se produzcan efectos indeseables de consideración en los mercados financieros, pero en el corto plazo sigue siendo el principal riesgo al que se enfrentan los países emergentes, sobre todo los que tienen mayores dificultades para obtener financiación exterior. La *Fed* continuará evitando que sus decisiones en materia de *tapering* coincidan con cambios en los tipos de interés, aunque es inevitable que se produzcan episodios de volatilidad. Pero si el *tapering* se produce por razones oportunas,

posiblemente aumentos del PIB, y sin que sorprendan demasiado a los mercados, sus efectos en Latinoamérica deberían ser manejables.

Rodrigo Valdés considera que Latinoamérica seguirá enfrentándose a las dos amenazas a las que ya se enfrentaba en 2013: el temor a una bajada de los precios de las materias primas, que podría traer un debilitamiento del PIB chino como consecuencia de su política de dar una mayor relevancia al consumo interior en el crecimiento de la economía. Además está el peligro real de que los mercados apuesten por el fin del *QE* y hagan que se acelere la subida de los tipos de interés del dólar americano. Es una posibilidad clara para los tipos de interés a corto y medio plazo si la normalización gradual que se espera de la *Fed* pasara a parecerse a situaciones similares anteriores.

Pero hoy los países están más preparados para enfrentarse a ese tipo de peligros. Varios países tienen grandes reservas. En la región andina, los tipos de cambio flexibles y las salvaguardas contra la inflación son instrumentos defensivos. Algunos de esos países tienen incluso fondos soberanos invertidos en el extranjero.

III. BRASIL

Brasil representa aproximadamente la mitad de la economía latinoamericana. Se le dedica por ello una especial atención a su economía, una economía muy dependiente de las exportaciones de materias primas y del consumo interior.

El éxito de Lula fue convertir en consumidores a la sección más pobre de la población, con el consiguiente aumento del PIB. Pero Brasil se ha quedado sin ahorro privado y sin ahorro público, siendo el Estado incapaz de generarlo para destinarlo a la inversión.

La economía ha fallado del lado de la oferta. Su insuficiencia ha roto el equilibrio entre crecimiento e inflación. Han coexistido un bajo crecimiento con una inflación relativamente alta. La inflación se ha convertido en un freno al crecimiento, pues ha obligado al banco central, desde el segundo trimestre de 2013, a llevar a cabo una política de restricción monetaria para restablecer la competitividad de la economía, y al mismo tiempo bajar los tipos de interés para debilitar el real brasileño y aliviar la balanza por cuenta corriente.

Pero subsisten los problemas estructurales de baja inversión, alta presión tributaria y pobres infraestructuras, entre otras.

El modelo de crecimiento de los últimos años, basado en el consumo privado y la expansión crediticia se ha agotado. El excesivo intervencionismo del Estado en el funcionamiento de la economía ha generado preocupación, sobre todo porque no ha funcionado.

El alto déficit por cuenta corriente y la debilidad de los precios de las materias primas no ayudan a superar la actual situación. Los apoyos que el crecimiento tuvo en años pasados – endeudamiento de las economías domésticas y crecimiento de los salarios en términos reales – han desaparecido. Son imprescindibles reformas profundas en el ámbito tributario, en la seguridad social, en el sector financiero – para que la financiación llegue a las pequeñas empresas y a las economías domésticas – y en la política presupuestaria, para que los recursos del Estado se gasten de otra manera. Brasil necesita ahorrar más para destinar esos recursos a la inversión en infraestructuras y a la inversión privada. Se ha perdido la confianza en la economía y ello desanima la inversión en capital fijo.

Brasil necesita reformas, sobre todo en el lado de la oferta, y poner límites al intervencionismo del Estado, para que la inversión privada alcance los niveles de otros países emergentes. Los expertos esperan un crecimiento del PIB ligeramente por encima del 2% en 2014 (esa previsión varía en diferentes análisis) y un crecimiento menor en 2015, tras los Mundiales y las elecciones.

Sin embargo, Brasil cuenta con varias opciones para salir de su crisis particular. Intenta utilizar la actual fase de crecimiento moderado para reducir la inflación y adquirir competitividad exterior. Cuenta con ventajas como la credibilidad del banco central, una moneda flotante, una buena gestión de la deuda pública, estabilidad institucional, un sistema financiero sólido y una posición exterior relativamente fuerte. Mejoran poco a poco las expectativas de una recuperación basada en la inversión. Espera el gobierno brasileño mejorar su situación fiscal gracias, entre otras medidas de austeridad, al “contingenciamiento”, que consiste simplemente en ajustar los gastos – incluidas las cargas de la deuda – a los ingresos, que han descendido. Se suma a ello el anuncio del gobierno de su intención de frenar la concesión de créditos por la banca pública: *public bank lending*. El gobierno tiene asimismo en preparación concesiones para que el sector privado, sobre todo exterior, construya infraestructuras. Son en general medidas

correctoras que se encuentran en su fase inicial y que ofrecen motivos para tener una cierta confianza en el futuro de Brasil.

Rodrigo Valdés, de BTG Pactual, afirma que el descenso del desempleo ha tensado el mercado del trabajo por lo que mejorar el ritmo de crecimiento requerirá mayor inversión y una más alta productividad. Considero su afirmación cierta. Pero si lo expresamos en términos europeos, habría que añadir que la gran mayoría de la fuerza laboral brasileña, como ocurre en el resto de Latinoamérica, carece de preparación profesional, tiene una productividad que, en Europa, no justificaría el mantenimiento de sus puestos de trabajo, y unos salarios reales inferiores a las ayudas sociales que perciben en Europa quienes han dejado de cobrar el seguro de desempleo, aparte la casi inexistente cobertura médica y la baja jubilación. Hay, por tanto, bajas tasas de desempleo en Brasil, pero en esas condiciones.

La economía de Brasil tendrá que reducir gradualmente su dependencia de las materias primas y del consumo, adaptándose a los más bajos precios de las materias primas y al menor ritmo de crecimiento de la liquidez, del crédito a las economías domésticas, y al menor dinamismo de la inversión como consecuencia de la incertidumbre.

Otros retos a los que se enfrenta Brasil son la racionalización y simplificación del sistema tributario, la creación de infraestructuras esenciales para el crecimiento y la mejora de las existentes, cuya insuficiencia y mal funcionamiento representa un cuello de botella para el desarrollo. Además, será necesario un mayor ahorro, contener el déficit por cuenta corriente y destinar los recursos liberados a la inversión.¹²

Según el profesor Fred Bersten, entrevistado por la Folha de São Paulo, a lo largo de las últimas dos décadas Brasil ha sufrido un proceso de aislamiento que le ha apartado de las grandes cadenas de producción mundial, quedando atrasado, detrás de la apertura comercial.

Su comercio internacional, suma de exportaciones e importaciones, está próxima al 25% del PIB, lo que contrasta con el 50% que superan o alcanzan los principales países del mundo. Brasil ocupa el puesto 24 en el comercio mundial, muy por debajo de la posición de su PIB, séptimo del mundo.

¹² Editorial de La Folha de São Paulo, 2014

Todos los países emergentes que han cruzado la barrera tecnológica y elevado la renta per cápita de sus habitantes, en particular los asiáticos, lo han conseguido por la vía de la integración comercial. Brasil escogió un camino más fácil. Rechazó en tiempos de Cardoso su incorporación al ALCA – Área de Libre Comercio de las Américas – por miedo a la competencia de las empresas americanas, prefiriendo el área más local – y menos ambiciosa – de Mercosul, o la global y apenas operante de la OMC y la Ronda de Doha. Además, ha permanecido fuera de la mayoría de los acuerdos comerciales multilaterales que han facilitado la integración comercial de otros países. La resultante falta de incentivos y competitividad ha llevado a la pérdida de terreno de las empresas brasileñas incluso en su propio mercado. La respuesta de los últimos gobiernos ha sido una política proteccionista de sustitución de importaciones y de altos aranceles a las importaciones que han cerrado aún más el mercado.

Han ignorado que no hay competitividad sin integración y que la alta especialización requiere importar a bajo precio y sin dilación los elementos que se incorporen a la producción propia. Requiere también impuestos bajos, buenas infraestructuras, un marco administrativo que no retrase el proceso productivo, y seguridad jurídica.

La baja calidad de los productos, sobre todo los industriales, y su baja competitividad, hacen que Brasil no exporte lo necesario, contrariamente a lo ocurrido con otros países emergentes, sobre todo asiáticos.

El concepto de que el mercado interior es suficientemente grande ha facilitado el desinterés por la exportación en los gobiernos de Lula y de Dilma Rousseff, demasiado proteccionistas, y que han hecho depender excesivamente el crecimiento y el empleo del consumo interior.

El alto proteccionismo ha desincentivado la mejora de la productividad y de la calidad. Y también la alta presión fiscal en un marco de malas infraestructuras y deficiente nivel de seguridad jurídica. La respuesta del mercado ha sido producir caro y mal para el mercado interior, dificultando la supervivencia de las empresas que producen para la exportación.

El índice de la bolsa de San Paulo, el Bovespa, bajó entre enero y julio de 2013 un 26%, aunque ha habido una parcial recuperación: entre julio y diciembre ha subido un 15%. Esa pérdida de confianza solo en una pequeña parte tuvo que ver con la política de la

Fed. También hay que señalar que la ponderación de los valores dentro del índice Bovespa ha acentuado esas pérdidas porque se ponderan los valores sobre la base de las operaciones realizadas en la bolsa, y no, como ocurrirá en el futuro, sobre la capitalización en las empresas cotizadas. La quiebra de OGX, de Eike Batista, ha empujado el índice hacia abajo más de lo que lo hubiera hecho con otra ponderación.

Durante años Brasil ha sido para muchos inversores internacionales un nuevo El Dorado. La economía crecía, las empresas ganaban mucho dinero y el real se apreciaba. En 2013 el PIB ha crecido un 0,9%, tras largos años de alto crecimiento. Y es un hecho grave para una economía organizada sobre la base del alto crecimiento, con un alto índice de crecimiento demográfico, y con una considerable parte de la población viviendo en la pobreza radical. El real, refugio ideal de inversores extranjeros durante años por los altos intereses que daba, más la revalorización de la moneda, hasta 2011, ha caído desde entonces un 30%, elevando los precios de los productos importados y produciendo inflación. Es una economía intervenida, pendiente de ser liberalizada, y sin perspectivas de serlo, con precios de la gasolina subvencionados, en parte a cargo de la empresa semipública Petrobras.

IV. CAPITALES A LARGO PLAZO

Desde el punto de vista de los inversores extranjeros la situación no es tan mala. Hay vitalidad en los mercados de obligaciones, aunque siempre por detrás de los emergentes del Sudeste Asiático. Las bolsas latinoamericanas contribuyen a integrar la región, y esperan alcanzar una masa crítica que les de capacidad para financiar proyectos y empresas de tamaño regional. Fondos de pensiones cada vez más capitalizados y multinacionales regionales contribuyen a su integración económica, sobre todo en Chile, México, Colombia y Perú. Chile podría convertirse en un Luxemburgo de Latinoamérica, al tiempo que Uruguay retrocede como centro financiero del mar de la Plata.

En mayo de 2013 el anuncio de Bernanke se sumó a las anteriores dudas sobre el crecimiento de China y sobre su capacidad de demandar materias primas, y provocó la retirada de miles de millones de dólares de los países emergentes, muy en particular de Latinoamérica. En Brasil, la quiebra de OGX, del empresario Batista, dejando

obligaciones impagadas por valor de 6.000 millones de dólares, contribuyó a minar la confianza.

Pero los mercados han seguido invirtiendo en Latinoamérica. Según los datos de Rathbone (2013), durante los nueve primeros meses de 2013 han adquirido 129.000 millones de dólares de deuda latinoamericana, y 28.000 millones de dólares en acciones – frente a 25.000 millones de media durante los últimos cinco años –. Hubo en ese período fusiones y adquisiciones de empresas latinoamericanas por valor de 72.000 millones de dólares al año como media, salvo en 2012, cuando la cifra alcanzó 110.000 millones.¹³ El Institute of International Finance estima que en 2013 se invirtieron en Latinoamérica 300.000 millones de dólares de capital privado, tres veces más que entre 2003 y 2008, antes de la crisis. El capital ha seguido acudiendo a Latinoamérica.

Los países de la Alianza del Pacífico, México, Colombia, Perú y Chile, con incrementos del PIB superiores al 4% en los casos de Colombia y Chile y al 5% en el caso de Perú, previsiblemente seguirán siendo altos receptores de inversiones en 2014. Menos previsible es que lo vayan a ser Honduras, que recibió 500 millones de dólares al 7,5%, o Venezuela, que recibió 5.000 millones del China Development Bank. México, Colombia, Perú y Chile han adoptado políticas modernizadoras y son conscientes de la conveniencia de recibir inversiones extranjeras e inspirar confianza en los inversores. Disfrutan de una mayor estabilidad política y una mayor seguridad jurídica que en otros países. Naturalmente, las buenas expectativas han encarecido sus mercados de capitales. Las acciones de sus empresas cotizan con un PER alto, del 18% en México, frente al 14% del conjunto de Latinoamérica y el 11% de Brasil.

No debe omitirse que junto con las inversiones del resto del mundo en Latinoamérica, hay también inversiones latinoamericanas en el resto del mundo, crecientes a medida que las empresas latinoamericanas han ido alcanzando talla y madurez y han ido necesitando unos mercados cada vez más grandes. Concretamente España es uno de los principales receptores. Los empresarios latinoamericanos han descubierto con especial rapidez las posibilidades que ofrece el mercado español, dadas sus expectativas de crecimiento y sus precios bajos actuales.¹⁴

¹³ Bloomberg

¹⁴ Rucinski y Comlay, 2014

El buen entendimiento entre españoles y latinoamericanos que tanto facilitó las inversiones españolas en Latinoamérica está ahora jugando a favor de la inversión latinoamericana en España. Destacan las inversiones de empresas mexicanas. De gran importancia resulta la gran presencia de bancos españoles en Latinoamérica, que ha facilitado considerablemente esas inversiones.

V. TRAS LA SUPERACIÓN DE LA AMENAZA DEL *TAPERING*

1. México

A lo largo de los primeros meses de 2014 los temores se han ido desvaneciendo y comienzan a sentirse los efectos de las reformas, sobre todo por haberse ganado México la confianza de los inversores, mexicanos y extranjeros, que esperan que las reformas acaben de llevarse a cabo, con la esperada mejora de la competitividad y de nuevos avances hacia una integración aún mayor de la economía mexicana en la internacional.¹⁵

La reforma del sector energético es la que, como se esperaba, está dando unos frutos más tempranos y se espera que en este año 2014 atraiga unas inversiones extranjeras directas de alrededor de 20.000 millones de dólares americanos, a costa, eso sí, de que una parte del sector pase a manos extranjeras.

La reforma tiene que resolver profundos problemas. El número de personas que vive de la economía sumergida es el doble del de las que trabajan en puestos de trabajo registrados. Son menos productivos, desvían la carga fiscal al tercio que trabaja oficialmente, carga que la reforma fiscal hará más pesada.

La reforma fiscal se propone reducir su dependencia de los impuestos sobre el petróleo, que aportan un tercio de los ingresos federales y que son gravemente insuficientes para cubrir sus necesidades, a pesar de ser el país latinoamericano que mayores esfuerzos está haciendo en ese terreno. Es el miembro de la OCDE con la esperanza de vida más baja.

La mayoría de las reformas en curso son también necesarias en la mayoría de los países de Latinoamérica. Es urgente fomentar en la población la preocupación por la inversión, el empleo y la modernización del país, y el actual gobierno trata de que la atención de

¹⁵ Bloomberg Editor's Picks, 2013.

gran parte de la población deje de estar centrada en las drogas y la violencia. Es preciso hacer que el estado de derecho se fortalezca.

2. Brasil

Las infraestructuras son muy deficientes, prácticamente no hay ferrocarril, y el analfabetismo está muy extendido. La población está altamente endeudada. Se compra prácticamente todo a crédito. Las viviendas y coches se financian al 100%.

Sin embargo, los recursos naturales son inmensos, y hay pequeñas minorías muy capaces: empresarios, universitarios e ingenieros bien preparados, y una administración pública muy insuficiente en número pero bien preparada. Y Brasil se ha convertido en un lugar barato para invertir. Brasil vivirá en 2014 dos grandes acontecimientos: las elecciones generales y el Mundial de Fútbol. No es un año para hacer reformas.

Un mayor rigor en la política de la *Fed* aplicado sin el deseable cuidado podría hacer un gran daño a la economía brasileña, necesitada de financiación. Lo mismo cabe decir del resto de Latinoamérica.

3. Otros emergentes

Como comparación con Latinoamérica podemos tomar otros países emergentes. En el caso de Rusia, el ministro de finanzas anunció el 21 de febrero que Rusia estaba en mejor posición que otros países emergentes para enfrentarse al fin de los estímulos monetarios de EEUU, dados el superávit de balanza de pagos y el equilibrio presupuestario previstos. El ministro hizo esas declaraciones cuando salía para participar en la reunión del G-20 en Sídney, en medio de la preocupación de los países emergentes por el fin del *QE* americano. Sin duda, el Sr. Siluanov no había previsto la crisis de Ucrania.¹⁶

¹⁶ Shemetov y Korsunksya, 2014

VI. JAPÓN Y LAS ECONOMÍAS EMERGENTES DE SU ENTORNO

1. Reacción de Japón, el país de las dos décadas perdidas

En datos del Banco Mundial, su PIB, a precios constantes en yenes, ha experimentado la siguiente evolución en los últimos veinte años (media anual de cada quinquenio de 1994 a 2013): -5,5%, +1,7%, +0,5%, -2,5%.

Sin embargo en 2013 el PIB aumentó, según el Fondo Monetario Internacional (en adelante, FMI), un 1,5%, y en el primer trimestre del año 2014 también un 1,5% sobre el anterior trimestre y un 6,7% comparado con el mismo trimestre del año anterior¹⁷, el más alto crecimiento trimestral desde el tsunami de marzo de 2011. No obstante, una parte de ese crecimiento se debe a las compras masivas de las familias hasta febrero, que se han adelantado a la elevación del impuesto sobre el consumo, del 5% al 8%, a partir del 1 de abril de 2014.

La política económica japonesa ha experimentado un brusco cambio a partir de 2008. Shinzo Abe, que había sido primer ministro de Japón hasta 2007, resultó reelegido en diciembre de 2012. Se propuso cortar con la línea indolente de los anteriores gobiernos y sacar a la economía japonesa de su larga deflación. De inmediato, su gobierno adoptó drásticas medidas, con tres vectores (“tres flechas”): política fiscal de estímulo, política monetaria expansiva y reformas estructurales para aumentar la competitividad. A finales de febrero la bolsa japonesa había subido ya un 22%, el yen se había depreciado profundamente y el presidente del Banco de Japón había aceptado, por fin, fijar el objetivo de un 2% de inflación.

Los mercados internacionales apostaron por Japón, muy fuertemente al principio, con crecientes cautelas después. Hubo dudas después sobre los resultados de las medidas del gobierno. Bajó la confianza, y con ella, la bolsa de Tokio, aunque poco si se compara con las grandes subidas anteriores.

2. Política monetaria expansiva y estímulo fiscal

Según el *Regional Economic Outlook: Asia Pacific*, del FMI, son los dos vectores principales de las reformas.

¹⁷ Korea Herald, 9 de junio de 2014

Durante el año 2013 la confianza, la demanda de las familias y la producción industrial han mostrado fortaleza, aunque el crecimiento de los salarios ha sido muy bajo. Los precios altos de los títulos mobiliarios (ahorro) y la expansión del crédito han sostenido la demanda. La debilidad del yen ha servido de apoyo a las exportaciones, aunque menos de lo esperado.

La carga del déficit público y la deuda y la necesidad de avanzar hacia un mayor equilibrio fiscal compromete de antemano el objetivo de una política fiscal de estímulo. Asimismo, el aumento de las inversiones públicas y la disminución de la presión fiscal sobre las empresas compensarán en parte los efectos de la elevación del impuesto sobre el consumo y la gradual disminución de las medidas reactivadoras.

La debilidad del yen y el aumento de la oferta monetaria deberían facilitar un marco favorable de financiación para la demanda privada. Sin embargo, el crecimiento podría descender hasta el +1% en 2015. Los próximos meses son cruciales en este sentido, como veremos más adelante.

En un documento de la Spring Conference de la prestigiosa Brookings Institution, sin duda anterior al mes de abril, Hausman y Wieland (2014) reconocen que el gobierno japonés ha conseguido un aumento de la producción, pero dudan de sus efectos a largo plazo, sobre todo porque la política monetaria no les parece creíble.

Para ellos la “flecha” más importante es la política monetaria: objetivos de una inflación del 2% antes de 2015, grandes compras de bonos del Tesoro por el Banco de Japón y el objetivo de multiplicar por 2 la base monetaria. La inflación japonesa se mantuvo por debajo del 2% desde 1991. Desde 1993 a 2012 el PIB ha crecido solamente un 0,8% al año como media. Aceptan que se alcance a corto plazo la inflación que se ha fijado como objetivo el Banco de Japón, pero la rechazan por no creíble a largo plazo, y consideran que las expectativas se encuentran más cerca del 1,5%. Concluyen que los resultados limitados de esa política monetaria se deben en parte a que el objetivo del 2% no ha sido aceptado como creíble.

Sin embargo, *Regional Economic Outlook: Asia Pacific* del FMI espera que la inflación alcance el 2,8% en 2014, pero advierte que de ese porcentaje alrededor de un 1% se debe al aumento del impuesto sobre el consumo. Prevé el FMI que la inflación descienda al 1,7% en 2015, y espera que se mantenga después entre el 1% y el 2%.

Volviendo a los estudios de Hausman y Wieland (2014), las previsiones del sector privado tienden a concluir que las *Abenomics* (como se conoce a la serie de medidas introducidas por Shinzo Abe) podrían tener el efecto de empujar al alza el crecimiento en Japón hasta situar el PIB en 2021 un 3,1 % por encima del que hubiera alcanzado sin tales políticas. La consideran una realización modesta que no resolverá la cuestión del insuficiente crecimiento de Japón. Rechazan el argumento según el cual el comportamiento de la bolsa adelanta los buenos resultados de la economía. El Nikkei creció un 77% y el Topix un 70% entre octubre de 2012 y diciembre de 2013. Pero si la bolsa es un deficiente precursor de la evolución de los dividendos, no puede serlo mejor del PIB.

Es posible, pero improbable, para Hausman y Wieland, que el Banco de Japón consiga que la inflación se sitúe en el 2%. Contribuirían a ello las presiones políticas ante el temor a un mayor descenso de las pensiones y los salarios en términos reales. Habría que lograr su elevación, lo que daría confianza – y dinero – al consumidor y reduciría la incertidumbre sobre el logro de la inflación propuesta.

Valoran positivamente la elevación del impuesto sobre el consumo del 5% al 8% a partir del 1 de abril, cuyos efectos y posibles perturbaciones habrá que ver.

No dicen que seguirá otra elevación al 10% en 2015, ni que en 1997, cuando la economía por fin comenzaba a crecer, el gobierno elevó el impuesto sobre el consumo del 3% al 5% para enfrentarse a la enorme deuda pública. Y como consecuencia la economía dejó de crecer y los ingresos del Estado descendieron.

En principio es una medida muy razonable, si se tiene en cuenta el alto déficit del Estado japonés – 11,5% del PIB en 2013, en pleno *Abenomics* –, y la gigantesca deuda (el FMI prevé que la deuda del Estado japonés alcance el 242% del PIB en 2014, según.¹⁸ Es, sin embargo, una deuda interior, en manos de japoneses, y cada vez más, del Banco de Japón, lo que nos recuerda al *QE* de EEUU.

Según el Korea Herald, en abril de 2014 el gasto de las economías domésticas bajó un 13,3%, y como consecuencia descendió también la producción industrial y las importaciones, aunque aumentaron las exportaciones y mejoraron las expectativas empresariales.

¹⁸ Ujikane, 2013.

El Japan Times de 7 de junio, reflejando una común preocupación japonesa, se centra en la depreciación del yen y en la inflación. Se ha conseguido elevar la inflación, pero es una “inflación mala”: precios en ascenso con una demanda descendente. Ha subido el coste de los alimentos un 3,2% en un año, y de la energía, como consecuencia del cierre de las centrales nucleares y de la caída del yen, siendo la casi totalidad de la energía importada. Si no suben los sueldos y los ingresos de las empresas, empresas y economías domésticas gastarían menos. Bajaría la demanda global. En abril bajaron las ventas un 4,4% respecto a abril de 2013, y la producción un 2,5% respecto al mes anterior. Según datos del Ministerio de Asuntos Interiores y Comunicaciones citado por el referido Japan Times, los ingresos de las “familias que perciben sueldos” bajaron en abril un 7,1% respecto al mismo mes del año anterior, en términos reales. El encarecimiento de las importaciones, consecuencia de la depreciación del yen, seguirá contribuyendo a aumentar la inflación. Considero que se trata de una crítica comprensible.

El FMI se mantiene cauto. Ha afirmado que el actual proceso de expansión monetaria del Banco de Japón tendrá que mantenerse durante un largo período de tiempo, y el banco tendrá que estar dispuesto a actuar con rapidez si la inflación o el crecimiento no alcanzan sus objetivos.

3. Reformas estructurales

En lo que se refiere a las reformas estructurales, no se sabe aún con precisión en qué van a consistir. Se ha desregulado el sector energético, se trata de poner orden también en la cerrada, subvencionada y sobreprotegida agricultura japonesa, pequeña pero con gran fuerza política, y con vieja moral de resistencia. Se propone igualmente hacer una reforma laboral hacia una mayor flexibilidad en los salarios y en las prácticas de las empresas, cuyos empleados mayoritariamente no solo permanecen en la misma empresa toda la vida sino que incluso no cambian nunca de actividad dentro de ella. La reforma trata también de incorporar definitivamente a la mujer al mercado laboral y a puestos de mayor responsabilidad. Para ello, el gobierno está facilitando incluso la inmigración temporal de personas que cuiden de menores y ancianos. Se ha dicho poco de la reforma de la administración pública, que tiene, eso sí, la ventaja de ser menos numerosa en términos relativos, que en Occidente.

4. Sector exterior

La balanza de pagos de Japón empeoró en 2013, arrastrada por la balanza comercial, a pesar de la caída del yen. Los negocios no florecen con las incertidumbres y se espera que esa situación mejore, apoyada en el bajo valor del yen.¹⁹

La balanza de servicios mejoró y experimentó un cambio significativo. Japón tenía un alto déficit estructural en esa balanza, pero la bajada del yen hizo que los japoneses viajaran mucho menos al extranjero y los extranjeros mucho más a Japón, con el resultado de una balanza muy positiva.

Los rendimientos de inversiones en el exterior han aumentado fuertemente, en parte por la desvalorización del yen.

En conjunto se espera una mejora.

5. Efectos sobre el resto de Asia

Valorar los efectos de las reformas japonesas – *Abenomics* – en el resto de la región asiática es complejo, como lo afirma el informe del Fondo Monetario Internacional de abril de 2014 “*Good for Japan, good for Asia. Regional Economic Outlook: Abenomics — Temporary Stimulus or a Break with the Past?*”

Deben tomarse principalmente en cuenta, según el referido informe, el tipo de cambio, la variación de la renta en Japón, los efectos en las relaciones financieras y el comercio.

Anteriores estudios del FMI concluyeron que las reformas de Japón – si lograban sus objetivos – tendrían, en términos generales, efectos positivos sobre la región, a través, sobre todo, del aumento de las exportaciones a Japón y de las inversiones japonesas en esos países. Pero esos beneficios variaban de país a país, favoreciendo menos a aquellos, como Corea, cuyas exportaciones compiten más directamente con las japonesas.

El FMI considera que puede afirmarse que los efectos han sido muy limitados. Cita las siguientes posibles causas:

El ritmo de incremento de las exportaciones japonesas ha sido inferior al previsto, si se tiene en cuenta la magnitud de la desvalorización del yen, lo que puede deberse a varias causas:

¹⁹ Japan Times, 9 de junio de 2014

El desfase en la adaptación del mercado a los nuevos precios, el conflicto político con China sobre las islas en litigio, la expectativa de una parte del mercado de que el yen se recuperaría después del descenso de su valor – lo que han aprovechado los importadores de productos japoneses para no trasladar la rebaja de los precios a los bienes importados –. También han podido influir el aumento de la producción de las filiales de empresas japonesas en el exterior y la mejora de la calidad de la producción de los competidores en esos países, alertados ante la llegada de los productos japoneses a menor precio.

Las importaciones japonesas han continuado creciendo a pesar de los más altos precios de los productos importados expresados en yenes, al principio a causa de las mayores importaciones de productos energéticos – cierre de las centrales nucleares –, pero también porque aumentó la demanda de bienes de consumo y de inversión, consecuencia de que la economía japonesa estaba creciendo.

Durante los últimos meses de 2013 y los primeros de 2014 la balanza de capitales japonesa ha experimentado un aumento de las inversiones extranjeras en acciones de empresas japonesas apenas compensado por las compras japonesas de títulos de renta fija en el exterior, con un saldo favorable a Japón.

Han aumentado las inversiones directas y el crédito bancario de Japón, sobre todo en Indonesia, Tailandia y Vietnam, siguiendo la tendencia anterior a invertir en mercados relativamente próximos con alto crecimiento, sin que parezca que hayan influido en ello las medidas de política económica y el descenso de valor del yen.

Podría presentar un problema el descenso persistente de los salarios reales en Japón. Según conclusiones de los servicios del FMI, utilizando modelos de simulación (Flexible System of Global Models (FSGM)) el descenso de los salarios reales no debería tener mayores consecuencias por sí mismo, pero sí las tendría si llevara consigo un debilitamiento de la confianza del consumidor y del inversor. Si la bajada de los salarios indujera una menor confianza en el inversor, el crecimiento del PIB se debilitaría. El resto de Asia se vería afectado, sobre todo por la consiguiente revalorización del yen y las menores importaciones japonesas, en un contexto de condiciones financieras más restrictivas.

El tipo de cambio es más importante para las economías que compiten con Japón, como China y Corea, mientras que el crecimiento de la economía japonesa es lo más

importante para los demás países asiáticos. De tal manera que si el descenso de la confianza estuviera acompañado de elevaciones de la cotización del yen, el efecto neto sobre sus socios comerciales sería escaso, o incluso positivo para algunos países. Si los tipos de interés a largo plazo subieran en Japón, descendería el crecimiento, con efectos negativos sobre sus socios comerciales.

Pero hay efectos positivos que aún no se han transmitido a los demás países asiáticos. Un buen resultado de las negociaciones sobre aumentos salariales, así como las medidas de política fiscal y las reformas estructurales podrían muy bien mejorar la confianza y estimular el consumo y la inversión. Ello elevaría la tasa de crecimiento en Japón y tendría efectos positivos sobre Asia.

El alto crecimiento de las economías emergentes, antes y durante los primeros años de la crisis económica que comenzó en 2008 en los países desarrollados, se ha moderado en los últimos años. Ha ocurrido también en China e India, y en los cinco países de la ASEAN: Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia. El crecimiento del PIB en esos países descendió como media un 1%, salvo en Filipinas e Indonesia, que han mantenido un alto ritmo de crecimiento.

Para Kyodo News, citado por el Japan Times en “Abenomics not aiding Asia: IMF”, en conjunto la nueva política económica del primer ministro Abe ha producido unos efectos muy limitados en los otros países asiáticos. Es general la opinión de que las medidas, si consiguen sus objetivos, son positivas para toda Asia, si bien algo menos para Corea y China, como ya se ha dicho.

Pero también es general la opinión de que el gobierno de Abe debe aplicar tenazmente las medidas anunciadas, y otras que resulten necesarias, para sacar adelante sus planes. Una vuelta atrás sería un desastre.

El PIB del conjunto de Asia creció un 5,2% en 2013 y podría alcanzar un 5,4% en 2014 (algo más de lo esperado a principios de año), hasta un 5,5% en 2015. Asia teme volatilidades procedentes de otras partes del mundo, siendo especialmente preocupantes las que pudieran empeorar las condiciones de financiación exterior.

Preocupa – Changyong Rhee, director para Asia y Pacífico del FMI – la volatilidad de los movimientos de capitales, los tipos de cambio, los mercados de valores y las

obligaciones de los estados, resultado de rápidos cambios de la confianza en países, sectores y empresas.

Sin embargo, cabe esperar una mejora de la demanda exterior, consecuencia de la recuperación de las economías desarrolladas, que junto a la estabilidad de la demanda interior asiática, mantendría el crecimiento.

Una sólida mejora de las economías desarrolladas – incluido Japón – si efectivamente se produce, puede jugar un papel decisivo en las economías asiáticas, cuyo crecimiento depende fundamentalmente de las exportaciones.

Sin embargo, ese mismo crecimiento de los más desarrollados representa también un peligro porque puede llevar a aumentos de los tipos de interés en EEUU y a un endurecimiento de las condiciones de la financiación exterior para Asia.

Chang afirma que una disminución del crecimiento mayor de lo esperado en China, unido al riesgo de un insuficiente empuje de las reformas del gobierno japonés para conseguir un crecimiento fuerte, son las dos principales amenazas que pesan sobre las economías asiáticas en estos momentos.

Preocupa la complejidad y debilidad del sistema bancario chino y la gran cantidad de activos de difícil salida que acumula. Preocupa el sistema financiero no bancario – el *shadow banking system* – que representa un riesgo profundo para la segunda economía del mundo, con sus productos financieros elaborados y poco fiables.

Otro motivo de preocupación es la elevada deuda de los gobiernos locales, que representa más del 30% del PIB de China y, dada la dudosa capacidad de esos gobiernos para hacer frente a sus obligaciones, contribuye a hacer vulnerable el sistema bancario. El sistema bancario chino representa un peligro, no solo para la economía china sino para la economía global.

Aunque no se produzca una crisis bancaria, el saneamiento del sistema, necesario para alcanzar un crecimiento sostenible y equilibrado, tendrá previsiblemente un alto coste. Dado el dinamismo de la economía china es posible que se supere razonablemente bien, pero es mejor no ignorar sus riesgos para la región asiática, e incluso para la economía mundial.

Otro problema importante es el sector inmobiliario, que ha crecido con gran rapidez. Hay, por toda China, enormes barrios recién construidos sin habitar, gran cantidad de créditos que no serán devueltos, y desde hace años circulan rumores sobre el posible estallido de la burbuja inmobiliaria.

El crecimiento de la economía china ha sido un fenómeno de tal dimensión y rapidez que no es prudente rechazar ningún pronóstico.

Se espera que el crecimiento de China descienda al 7,5% del PIB en 2014 y al 7,3% en 2015.

VII. CONCLUSIONES FINALES

Se ha expuesto el funcionamiento del *QE* americano y su gradual desactivación a medida que la *Fed* consideraba que podían reducirse las compras de activos.

La reacción en Latinoamérica fue muy positiva cuando se inició el *QE*, y de gran preocupación cuando se anunció el inicio del *tapering*. Es cierto que ese anuncio se hizo ignorando las preocupaciones del resto del mundo, y de Latinoamérica en particular. Pero el *tapering* se ha llevado a cabo con menor urgencia de lo anunciado, y sus consecuencias han sido menores de lo que se temía en Latinoamérica.

Hoy en Latinoamérica preocupa más la coyuntura internacional, y sobre todo la marcha de la economía china, de la que dependen en gran medida sus exportaciones de materias primas. Lo importante es China.

En lo que se refiere al despertar de la economía japonesa que el gobierno Abe se ha propuesto, es un plan duro, difícil, y sin precedentes. Un plan que no sería realizable en Occidente.

Los otros países asiáticos serán beneficiarios del mismo y desean que salga bien, aunque endurezca la competencia para sus exportaciones. Saben que la prosperidad de Japón contribuirá a su propia prosperidad. El fracaso de las *Abenomics* sería desastroso para Japón y malo para toda Asia. Sin embargo, como en Latinoamérica, lo importante es China.

1. Valor generado por el trabajo

Este trabajo confirma la existencia de una estrecha interrelación económica entre áreas geográficas distintas: EEUU y Latinoamérica por un lado, y Japón y el resto Asia, por otro. Confirma también interdependencia entre economías desarrolladas y emergentes, porque el inversor también depende del mercado en el que ha invertido.

El trabajo se centra en los mercados de capitales, que reaccionan de inmediato ante todo cambio en el marco en el que actúan, pero los efectos del cese de la expansión monetaria – del *QE* – se dejan sentir también sobre el comercio. Obviamente, quien sufre un empeoramiento de su situación económica compra menos, con lo que traslada a otros su mal. Si un país emergente compra más porque su economía es próspera, se benefician quienes le venden bienes y servicios, y a través de ellos, todos.

Sin embargo, siendo la dependencia mutua, el débil, en este caso Latinoamérica, sufre más cuando la situación empeora.

2. Utilidad práctica

En primer lugar, en cuanto a EEUU y Latinoamérica, este trabajo analiza los efectos de la decisión económica de desactivar la aplicación de una decisión anterior. Y la necesidad de hacerlo con prudencia, evitando daños en la propia economía, y también en el exterior, sobre todo si la decisión la toma un gigante económico como es EEUU, algo que la *Fed* ha tenido poco en cuenta.

Las intervenciones en los mercados tienen sus peligros. Resuelven unos problemas pero crean otros. La intervención de la *Fed* ha contribuido a paliar los efectos de la crisis, estimulando la economía americana, y a partir de ella las de otros países, muy especialmente los latinoamericanos. Acostumbrados a esos estímulos, su cese resulta doloroso. El estímulo crea hábito.

La utilidad práctica de este trabajo está en que ayuda a tomar conciencia de que las intervenciones producen efectos secundarios, también en economía, y que deben ser adoptadas con gran prudencia, y desactivadas después con la misma prudencia.

Cosa distinta es otro tipo de intervención: la necesidad de poner límites a las conductas de los agentes económicos, y para eso está la ley. Pero también debe haber un marco claro dentro del cual puedan moverse los mercados libremente pero sin permitir abusos que violen los derechos de los más débiles y que pongan en peligro a la economía en

general, que es un bien común. Fue la falta de normas que prohibieran esas conductas una de las causas de la profundidad de la crisis de la que aún no hemos salido. Se está avanzando en EEUU, en la UE y en otras economías hacia la instauración de marcos legales que impidan abusos de tan graves consecuencias y que faciliten el tráfico de los negocios legítimos que deben desarrollarse en los mercados. Latinoamérica fue también víctima de esos abusos, como todo el mundo.

En una fase posterior, puede debatirse si la *Fed* actuó con la prudencia y consideración debida hacia otros países cuando anunció, en mayo de 2013, el gradual pero rápido abandono de la política de expansión monetaria, *QE*. Lo mismo cabría decir de las políticas económicas restrictivas de Alemania y el Norte de Europa, cuando un mayor gasto en esos países, favorecidos por las agencias de calificación, podía haber ayudado a sacar de la crisis al Sur de Europa y, junto al *QE*, hubiera contribuido a aliviar la crisis en todo el mundo.

Merece la pena recordar que EEUU actuó con gran responsabilidad después de la Segunda Guerra Mundial financiando la recuperación de Europa y de Japón (aunque no la de los países del Tercer Mundo). Lo hizo en interés propio, para generar prosperidad en países que pronto se convertirían en sus clientes. Así fue, y llevó a EEUU a un largo período de prosperidad.

En la actual crisis, ni EEUU ni la Unión Europea, más precisamente el Norte de Europa, han sabido actuar con ese sentido de la responsabilidad, o tal vez de la utilidad de ayudar a otros en interés propio. Alemania se ha ocupado casi exclusivamente de sus intereses nacionales, y a través de su autoridad sobre el Banco Central Europeo ha hecho que la zona euro esté sometida a la política monetaria que más ha convenido a Alemania. Algo especialmente visible en los primeros años que siguieron a la creación del euro, en los que la política monetaria del Banco Central Europeo fue claramente expansionista, llevando al sur de Europa, que necesitaba entonces una política económica restrictiva y antiinflacionaria, a un gasto desbocado, a la inflación y al desequilibrio de la balanza de pagos. No habiendo posibilidad de devaluar, la economía siguió creciendo sobre la base de una creciente deuda pública y privada y de una productividad y competitividad decrecientes. Cuando convino frenar la economía alemana se aplicó el remedio de la austeridad para toda la zona euro, también para el sur

de Europa, necesitado entonces de la recuperación de la demanda de las economías del Norte, lo que no quisieron hacer.

Es verdad que el protagonismo de EEUU, Europa y Japón ha decrecido. Hay nuevos e importantes protagonistas entre los emergentes. Pero cuando la *Fed* adopta medidas nuevas o anuncia que dejará de ejecutar las ya vigentes, lo hace tomando todo tipo de precauciones. Su ejecución dependerá del estado del empleo y la inflación en EEUU. La *Fed* tiene en cuenta muchas veces la situación de la economía mundial y la necesidad de mejorarla, pero como parte de los intereses de EEUU. Lo que pueda ocurrir en Latinoamérica no suele mencionarse.

Tanto la Unión Europea, como EEUU y otros países, ante las dificultades para salir decididamente de la crisis, observan atentamente los resultados de una política tan arriesgada. La vieja Europa tiene además algunos puntos comunes con Japón, como la antigüedad de algunas de sus estructuras y, sobre todo, una población en vías de envejecimiento.

Sin embargo, y aunque es pronto para saber si las medidas del gobierno sacarán a Japón de la deflación o la hundirán aún más, el sentido solidario de los japoneses ante los males colectivos está haciendo que apoyen muy mayoritariamente las políticas del gobierno e invitan a ser optimistas. Algo notable cuando los salarios reales y las pensiones reales descienden fuertemente, como el conjunto de las rentas familiares, mientras las empresas, pequeñas y grandes, reciben el beneficio de una menor presión fiscal.

En esa actitud no solamente hay motivos económicos de aspiración a un mejor nivel de vida futuro, sino también prudentes y moderadas razones de orgullo nacional. Hay una cierta aspiración a hacer de Japón un país fuerte y más autónomo de la tutela americana que les ha acompañado desde la II guerra mundial, sin caer en la aún menos deseable tutela china. Las disputas sobre la soberanía de las islas del sur, con China, y sobre las islas del norte, con Rusia, están muy presentes en la mente de los japoneses. Es comprensible que deseen tener una economía fuerte y unas fuerzas armadas en consonancia con su potencia económica.

Las *Abenomics* son, en cualquier caso, unas medidas serias frente a la deflación en un país dispuesto a hacer ese esfuerzo. Sin embargo, nadie puede garantizar el éxito.

La preparación de este trabajo ha contribuido, no solo a una mejor comprensión de las interrelaciones entre diferentes regiones del mundo, sino también de las regionales de Latinoamérica y Asia, de sus problemas, y de su lugar en la economía mundial.

Entre personas, los problemas de cada uno deben resolverse teniendo en cuenta a los demás y poniéndose de acuerdo y colaborando con ellos. También en las relaciones internacionales, económicas o no. La economía de un miembro de la economía internacional repercute en los demás, y los remedios tienen que servir a todos.

No debe ignorarse tampoco que se han acercado las distancias entre países desarrollados y los que no lo son, los que se llamaban subdesarrollados. La economía del mundo, como la humanidad, es una, y tiende a serlo cada vez más.

X. BIBLIOGRAFÍA

Los datos, conceptos, razonamientos o ideas contenidos en este trabajo están tomados en su mayor parte de noticias y artículos publicados, en su mayoría por internet, en las revistas y periódicos citados en este apartado. Se indica la fuente en la medida en que haya sido razonablemente posible hacerlo, pues los datos e ideas de distintos autores se entremezclan. Distinguir las fuentes con mayor escrúpulo llevaría a un texto excesivamente minucioso, denso, y centrado en las fuentes – que en la mayoría de los casos, además, proceden de otras fuentes no mencionadas por sus autores – a costa del contenido del trabajo y de una mínima fluidez en la exposición. Por ello, a veces se cita a varios autores, cuyas aportaciones se presentan fundidas entre sí y con las de otros autores no citados.

Aguilar, B. y Squire, S. (2014). A short history of QE and the market. *Market Watch*.
Extraído el 15 de marzo de 2014 desde:
<http://projects.marketwatch.com/short-history-of-qe-and-the-market-timeline/#>

Arslanalp, S. y Lam, W. R. (2013). Outlook for interest rates and japanese bank's risk exposures under Abenomics. *International Monetary Fund*.
Extraído el 25 de mayo de 2014 desde:
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13213.pdf>

Blinder, A.S. (2013). *After the music stopped: the financial crisis, the response and the work ahead*. Nueva York: Penguin Books.

Collins, C. y Huefner, F. y Koepke, R. (2014). Capital flows to emerging market economies. *Institute of International Finance Research*.

Extraído el 5 de febrero de 2014 desde:

<http://www.iif.com/emr/capflows201401.php>

Crisp, A. (2014). How QE brought a bond boom to Latin America. *The Banker*.

Extraído el 7 de marzo de 2014 desde:

<http://www.thebanker.com/Banker-Data/Bank-Trends/How-QE-brought-a-bond-boom-to-Latin-America>

Dokoupil, M. (2014). Bernanke says Fed could have done more during the crisis. *Reuters*.

Extraído el 4 de marzo 2014 desde:

<http://uk.reuters.com/article/2014/03/04/uk-usa-bernanke-speech-idUKBREA2311420140304>

Editorial. (2014). *Atrás da curva*. *Opinião, Folha de São Paulo*.

Extraído el 21 de mayo de 2014 desde:

<http://www1.folha.uol.com.br/opiniao/2014/05/1454553-editorial-atras-da-curva.shtml>

Editorial. (2014). Abe treading on lions' tails. *Sentaku Magazine*. Traducción: *The Japan Times*.

Extraído el 10 de junio de 2014 desde:

<http://www.japantimes.co.jp/opinion/2014/06/10/commentary/japan-commentary/abe-treading-lions-tails/#.U5hKpjmRqJU>

Eyzaguirre, N. (2012). Bridging the gap: how official financing can ease the pain of adjustment. *The International Monetary Fund*.

Extraído el 2 de mayo de 2014 desde:

<http://blog-imfdirect.imf.org/2012/08/03/bridging-the-gap-how-official-financing-can-ease-the-pain-of-adjustment/>

Ferro, S. (2014). Argentina leads the emerging markets 'bloodbath'. *Data Dive, Reuters*.

Extraído el 2 de junio de 2014 desde:

<http://blogs.reuters.com/data-dive/2014/01/24/argentina-leads-the-emerging-markets-bloodbath/>

Fontevicchia, A. (2013). Bernanke's QE dance: Fed could taper in next two meetings, tightening would collapse the market. *Forbes*.

Extraído el 2 de febrero de 2014 desde:

<http://www.forbes.com/sites/afontevicchia/2013/05/22/bernankes-qe-dance-fed-could-taper-in-next-two-meetings-tightening-would-collapse-the-market/>

Harjani, A. (2014). China, Japan key threats to Asia's economic Outlook: IMF. *CNBC*.
Extraído el 7 de junio de 2014 desde:
<http://www.cnbc.com/id/101618030>

Hausken, K. y Ncube, M. (2013). Quantitative easing and its impact in the US, Japan, the UK and Europe. Nueva York: SpringerBriefs in Economics.
<http://www.reuters.com/article/2014/03/04/us-usa-bernanke-speech-idUSBREA230I420140304?feedType=RSS&feedName=everything&virtualBrandChannel=11563>

Hausman, J.K. y Wieland, J.F. (2014). Abenomics preliminary analysis and outlook. *Brookings Papers on Economic Activity: Spring 2014 Conference*.
Extraído el 6 de junio de 2014 desde:
<http://www.brookings.edu/about/projects/bpea/papers/2014/abenomics-preliminary-analysis-and-outlook>

Hughes, K. (2014). Fed's Lacker sees \$10 billion taper on table at next meeting. *Reuters*.
Extraído el 23 de mayo de 2014 desde:
<http://www.reuters.com/article/2014/01/10/us-usa-fed-lacker-idusbrea090m120140110>

International Monetary Fund. Regional economic outlook: Asia Pacific, April 2014. *International Monetary Fund*.
Extraído el 9 de junio de 2014 desde:
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2014/apd/eng/areo0414.pdf>

Kaske, M. (2012). Miami lowers borrowing costs as Latin-America hub: muni credit. *Bloomberg*.
Extraído el 17 de febrero de 2014 desde:
<http://www.bloomberg.com/news/2012-12-05/miami-lowers-borrowing-costs-as-latin-america-hub-muni-credit.html>

Kyodo, N. (2014). 'Abenomics' not aiding Asia: IMF. *The Japan Times*.
Extraído el 7 de junio de 2014 desde:
<http://www.japantimes.co.jp/news/2014/04/29/business/abenomics-not-aiding-asia-imf/#.U5ndGjmRqJU>

Luebsdorf, B. (2014). Yellen suggests roughly 6 month gap before rate increases after QE ends. *Real Time Economics*.
Extraído el 19 de marzo de 2014 desde:
<http://blogs.wsj.com/economics/2014/03/19/yellen-suggests-roughly-6-month-gap-before-rate-increases-after-qe-ends/>

Newman, G. (2014). Latin America: starting point matters. *Morgan Stanley Research*.
Extraído el 7 de junio de 2014 desde:
http://www.morganstanley.com/institutional/research/pdf/GMA_20140528.pdf

- Pavoni, S. (2014). Latin America's economic prospects in 2014. *The Banker*.
Extraído el 5 de marzo de 2014 desde:
<http://www.thebanker.com/ftauthor/view/Silvia+Pavoni>
- Rathbone, J.P. (2013). South American women in power. *The Financial Times*.
Extraído el 4 de febrero de 2014 desde:
<http://blogs.ft.com/the-world/2013/11/south-american-women-in-power/>
- Rucinski, T. y Comlay, E. (2014). Latin American 'reconquest' well-placed for Spanish recovery. *Reuters*.
Extraído el 5 de febrero de 2014 desde:
<http://www.reuters.com/article/2014/01/08/us-spain-latam-investments-idusbrea070m920140108>
- Schaede, U. (2014). Abenomics needs cheap nuclear power to work. *Korea Herald*.
Extraído el 9 de junio de 2014 desde:
<http://www.koreaherald.com/view.php?ud=20130604001068>
- Sharf, S. (2014). Fed cuts monthly asset purchases to \$55 billion maintaining taper pace, market awaits yellen remarks. *Forbes*.
Extraído el 23 de marzo de 2014 desde:
<http://www.forbes.com/sites/samanthasharf/2014/03/19/fed-cuts-monthly-asset-purchases-to-55-billion-maintaining-pace-of-taper-market-awaits-yellen-remarks/>
- Shemetov, M. y Korsunksya, D. (2014). Russia says better positioned than peers to deal with U.S. policy impact. *Reuters*.
Extraído el 5 de junio de 2014 desde:
<http://uk.reuters.com/article/2014/02/21/russia-economy-siluanov-idUKL6N0LQ15R20140221>
- Shipley, D. y O'Brien, T. (2013). Mexico's amazing year. *Bloomberg Editorial*.
Extraído el 18 de mayo de 2014 desde:
<http://www.bloombergview.com/articles/2013-12-31/mexico-s-reforms-are-just-a-good-start>
- Spicer, J. (2014). Weak U.S. prices, not inflation, the threat now: Fed's Yellen. *Reuters*.
Extraído el 7 de junio de 2014 desde:
<http://www.reuters.com/article/2014/04/16/us-usa-fed-yellen-idusbrea3f1a420140416>
- Ujikane, K. (2013). Japan unveils record 2014 budget draft as debt burden mounts. *Bloomberg*.
Extraído el 21 de marzo de 2014 desde:
<http://www.bloomberg.com/news/2013-12-21/japan-unveils-record-budget-even-as-abe-trims-new-bond-sales.html>

Xie, Y. y Thomson, E. y Godoy, D. (2013). Latin America's rout seen extending into next year. *Bloomberg*.

Extraído el 21 de marzo de 2014 desde:

<http://www.bloomberg.com/news/2013-12-27/latin-america-s-rout-seen-extending-into-next-year-currencies.html>