

# ¿Cómo están progresando las cinco economías en rescate de la eurozona?



Estimados lectores:

Cinco años después de entrar en su primer programa de asistencia financiera, Grecia está en la búsqueda de un nuevo rescate. Con este nuevo rescate griego en los titulares, pensamos que sería un buen momento para evaluar cómo les ha ido a las cinco economías en rescate de la eurozona (ver figura 1 abajo).

Irlanda ha tenido el mejor desempeño hasta la fecha: pasó su nivel de PIB precrisis en el tercer trimestre del año pasado. España ha visto acelerar su crecimiento y su sector bancario se recupera y continúa adoptando reformas estructurales. Portugal está también en una mejor posición ahora que cuando entró en el programa, pero una carga de gran deuda pública dice que su economía tiene aún vulnerabilidades. Chipre está en su etapa de “reforma, reforma, reforma” de su programa, pero está progresando.

Particularmente pertinente a Grecia, también hemos puesto atención a los controles de capital. Esto basado en un análisis de países que han implementado controles de capital desde 2000, hemos encontrado tres características que pueden ayudar a lograr un buen resultado: 1) procesos claros y consistentes; 2) retirada cautelosa; y 3) fuertes fundamentos macroeconómicos o instituciones robustas.

Además de esto, hemos echado un vistazo a las tendencias recientes de inversión en Alemania, Francia, Italia y Holanda. Francia y Holanda han revertido casi a sus niveles precrisis, pero Alemania, y particularmente Italia, no. Mirando hacia adelante, los desarrollos clave por los que estaremos esperando en la eurozona serán:

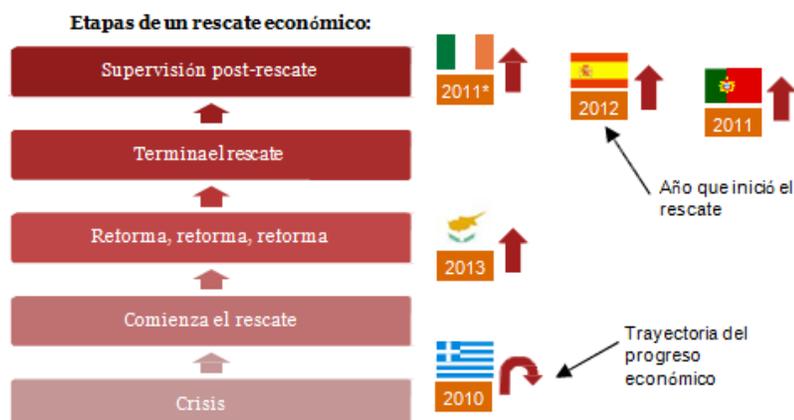
1. Respuestas de políticas a cualquier “tambaleo” en las discusiones del rescate griego, particularmente en el período previo al pasado de 20 de agosto, cuando Grecia debió pagar alrededor de €3.2bn al BCE;
2. Signos de fortalecimiento del crecimiento en la periferia cuando el estimado inicial del PIB se publicó el 14 de agosto, y
3. Preparaciones para las pruebas de esfuerzo de los bancos que se espera comiencen en el primer trimestre de 2016.

El último mes también ha visto algunos eventos mundiales de importancia que los negocios deben tener en cuenta. En Estados Unidos, un crecimiento del segundo trimestre razonablemente fuerte de 2.3% (en una tasa anual) hace que un aumento en la tasa al final de este año sea muy probable. Un acuerdo nuclear con Irán también fue anunciado, que como discutimos en nuestro GEW de mayo, pudiera preparar el camino para mayor comercio y trabajos en la economía iraní.

## Richard Boxshall

PwC | Economista Sénior

**Fig 1: Los recientes eventos en Grecia lo han ubicado nuevamente en las etapas iniciales a pesar de ser el primero que entró al rescate en 2010.**



\*El rescate de Irlanda fue acordado en diciembre 2010, pero el primer pago del préstamo se hizo en enero de 2011. Fuente: PwC análisis, Comisión Europea

# Actualización económica: ¿Qué pasó con la inversión empresarial en la eurozona?

La figura 2 muestra que el desempeño poscrisis de la inversión empresarial en la eurozona ha sido variado. Específicamente, las economías de Francia y Holanda, del núcleo de la eurozona, están casi en los niveles precrisis, pero Alemania no, y los niveles de inversión de Italia están ahora alrededor de 30% por debajo que en 2007. ¿Qué factores de oferta y demanda han impulsado estas tendencias?

## Demanda

Por el lado de la demanda, tres de las cuatro economías en las cuales nos enfocamos aún tienen brechas significativas de producción. En 2014, la brecha promedio de producción no ponderada de Francia, Italia y Holanda era de alrededor de 4% del PIB potencial. Esto puede hacer que los negocios estén reacios a invertir hasta que se utilice la capacidad extra. Alemania está operando cerca de su capacidad, lo que hace que su rendimiento de inversión relativamente débil sea algo sorprendente. Esto pudiera, sin embargo, reflejar que algunas de las más grandes compañías alemanas están enfocando su nueva inversión en mercados extranjeros de mayor crecimiento, incluyendo a China, en lugar de un mercado doméstico de un crecimiento más modesto y mayor costo.

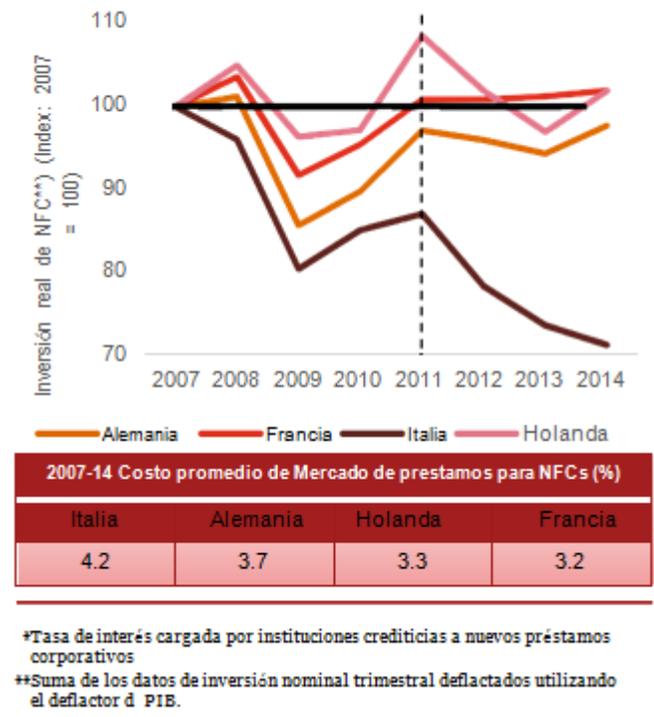
## Oferta

Puede que también existan factores de oferta que ayuden a explicar esta tendencia. En la tabla de abajo, la Figura 2 muestra que el costo promedio de mercado de los préstamos para sociedades no financieras (NFC, por sus siglas en inglés) varía entre países, y que los países que tienen los costos más altos – Alemania y particularmente Italia – también tienen un desempeño relativamente más débil en promedio desde 2007.

En el caso de Alemania, esto ocurrió a pesar de que los bonos del Estado a largo plazo eran los más bajos en el grupo, sugiriendo una prima de riesgo de préstamos corporativos más alta.

Italia tenía los costos de préstamos más altos durante el período, y un vistazo más cercano a los números muestra que su prima de riesgo de país se incrementó significativamente en 2011, en el momento álgido de la crisis de la eurozona, lo cual explica su lamentable rendimiento en las inversiones después de 2011.

**Fig 2: Después de 2011, la recuperación de la inversión corporativa se detuvo.**



# Vuelven los controles de capital.

Al final de junio, Grecia se convirtió en el más reciente ejemplo de una economía que recurre a controles de capital. Puso restricciones para regular flujos de capital tanto doméstica como internacionalmente.

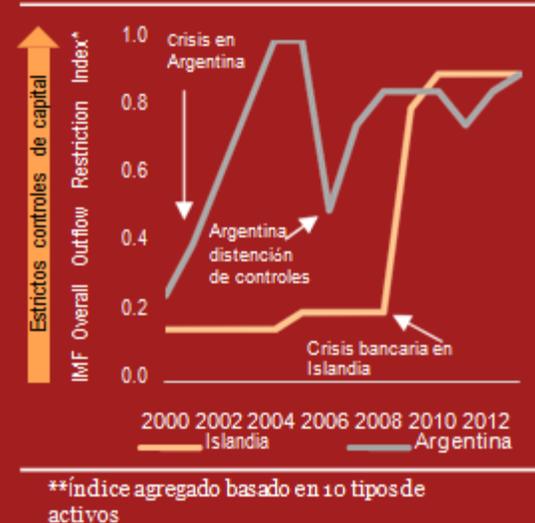
Aunque esto va en contra del espíritu de la libertad de movimiento de capital dentro de la Unión Europea, tanto el ejemplo chipriota como el griego muestra que los controles de capital pueden ser un mal necesario (pero esperamos que sea solo temporal) en tiempos de crisis financiera.

El principal objetivo de los controles de capital es brindar estabilidad a una economía y a su sector financiero. No hay una forma correcta o equivocada de hacer esto. Sin embargo, hemos estudiado la claridad, retiro e implementación de restricciones de gastos para una selección

de países, y creo que hay tres criterios que pueden asegurar la efectividad de controles de capital.

1. Procesos claros y consistentes deben ser establecidos rápidamente  
 Para los negocios y los hogares, la claridad de información en las reglas que sustentan los controles de capital es fundamental. Esto les ayuda a planificar con anticipación y ajustarse conforme al mismo. Para negocios en particular, significa que pueden negociar de antemano con sus suplidores domésticos y en el extranjero en los términos de pago. Además, pueden anticipar la probable baja en demanda, que resulta de los consumidores que enfocan sus gastos en bienes y servicios vitales. Dicha claridad asegurará que las importaciones vitales continúen fluyendo y evitarán que la economía llegue a un alto.

**Fig 3: La experiencia de Argentina con controles de capital ha sido de altas y bajas**



En Chipre, por ejemplo:

- Las transacciones de negocios “normales” se limitaron inicialmente a €25,000 domésticamente y €5,000 en el extranjero por día; y
- Se estableció un comité para considerar aplicaciones para transferencias esenciales entre estos límites y €200,000, y responder dentro de las 24 horas.

Estos simples y rápidos procesos minimizaron la incertidumbre, particularmente para los negocios, y pueden contrastar con el caso griego, en donde aún las grandes compañías tienen que acceder a suministros vitales a través de conexiones y subsidiarias extranjeras.

2. Todo se trata sobre el momento  
Restricciones en gastos de capital pueden inhibir el crecimiento económico al desalentar la inversión extranjera. Sin embargo, remover restricciones de capital muy rápidamente también puede tener consecuencias negativas en la economía.

Por ejemplo, Argentina relajó sus restricciones de gastos en 2006 después de un continuo fortalecimiento de 2001 a 2004. Pero un año más tarde, las restricciones tuvieron que incrementarse una vez más para detener la fuga de capitales (ver figura 3). En Chipre, las restricciones se removieron por completo

después de alrededor de dos años. Durante este período, las autoridades cumplieron con un conjunto de metas preestablecidas que prepararon el camino para que se levantaran gradualmente los controles.

Islandia, en donde las restricciones se enfocaron principalmente en mercados de capital más que en pagos per se, tomó casi 7 años para comenzar la fase de retiro final (esta empezó en 2015, pero no se muestra en la tabla, ya que los datos están disponibles solo hasta 2013). La lección es simple: los controles de capital deben ser únicamente un recurso temporal, pero la reliberalización deberá darse con precaución y claridad para evitar un agudo aumento en fuga de capitales que pudiera forzar a que se reestablezcan los controles.

3. La implementación es más efectiva bajo ciertas condiciones.

El FMI discute que las restricciones de salida son más efectivas si están apoyadas por fundamentos macroeconómicos más fuertes o instituciones más robustas.<sup>1</sup> Si un país demuestra debilidad en estas áreas, entonces la efectividad de los controles de reducir salidas netas pudiera disminuir.

Volviendo al ejemplo griego, antes de establecer controles de capital, Grecia tenía un pobre crecimiento del PIB y su futuro en la eurozona era cuestionable. Al mismo

tiempo, sus bancos dependían mucho de la asistencia limitada de liquidez de emergencia del Banco Central Europeo. Aunque esto no significa que los controles de capital no pueden ser “exitosos” en Grecia, sugiere que quienes se encargan de las políticas requieren de un cuidadoso monitoreo para asegurarse de que los controles sean implementados apropiadamente y logren sus objetivos dado al clima macroeconómico que cada vez empeora.

En años recientes, se han implementado restricciones de salida en tiempos de crisis económica y financiera. Dichas crisis son frecuentemente impulsadas por la incertidumbre. Si los controles de capital son para ayudar a prevenir mayor colapso económico, la incertidumbre sobre sus reglas y retiro deben mantenerse a un absoluto mínimo.

<sup>1</sup>Efectividad de Restricciones de Salida de Capital, Documento de Trabajo del FMI, enero 2014.

Estos simples y rápidos procesos minimizaron la incertidumbre, particularmente para los negocios, y pueden contrastar con el caso griego, en donde aún las grandes compañías tienen que acceder a suministros vitales a través de conexiones y subsidiarias extranjeras.

## 5 años de rescates en la eurozona, pero ¿dónde está cada economía ahora? Riesgos de contagio griego aparentemente manejables

### Riesgos de contagio griego aparentemente manejables

Las largas negociaciones del rescate a Grecia han despertado interrogantes sobre el riesgo de contagio a otras economías periféricas. En años recientes, el bloque ha sufrido cambios clave:

- Institucionalmente, el Banco Central Europeo (BCE) puede ahora actuar legalmente como prestamista de último recurso a los Estados de la eurozona comprando bonos soberanos;
- La mayoría de las economías periféricas ha lidiado con temas de flujo en sus finanzas públicas y externas, y ahora están registrando positivos (o cerca de positivos) balances de presupuestos primarios y balances de cuenta corriente; y
- Se ha mejorado el entorno económico negativo, ya que se espera que la eurozona crezca en 1.5% en nuestro escenario principal, lo más rápido desde 2011.

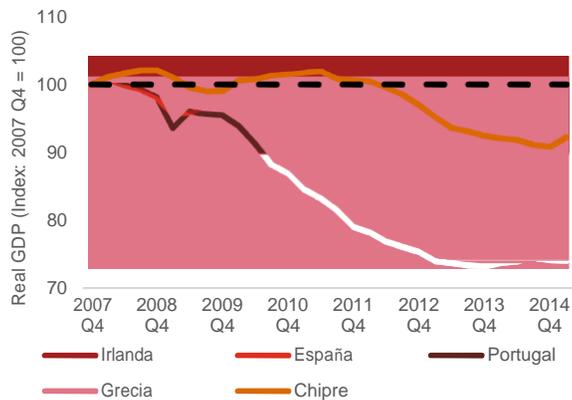
Sin embargo, la crisis griega presenta una mayor inquietud sobre dónde se encuentran las otras economías en su camino hacia la recuperación. La figura 1 muestra el camino, de principio a fin, de la forma típica que se espera que un programa de rescate se desarrolle. A continuación, nuestra evaluación del progreso hasta la fecha:

Irlanda ha tenido el mejor desempeño: A la fecha, Irlanda ha sido el símbolo de la reforma económica en las economías periféricas. Irlanda creció en 5.2% en términos reales en 2014 y esperamos que la producción se expanda 3.9% más este año. De hecho, la figura 4 muestra que Irlanda fue la primera de las economías periféricas que recibió un rescate en mejorar su nivel precrisis, lo que logró en el tercer trimestre del año pasado (el PIB irlandés también está sobre su nivel precrisis).

Tanto un euro débil como una mayor competitividad (La figura 5 muestra que su tipo de cambio efectivo y real ha bajado 7.6% desde 2010) han ayudado a impulsar el sector de exportaciones de Irlanda. Esto ha tenido un efecto desproporcionado en la economía, ya que las exportaciones equivalen a alrededor del 114% del PIB. Para los hogares irlandeses ha habido una baja significativa en la tasa de desempleo a menos de 10%, la cual es menor a la de Francia e Italia.



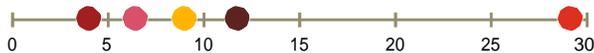
**Fig 4: Irlanda es la única economía rescatada que ha vuelto a su nivel precrisis de PIB.**



Fuente: PwC análisis, Eurostat, CSO

**Fig. 5: Los objetivos de los rescates son mejorar la sostenibilidad fiscal, estabilidad del sector financiero.**

**Sostenibilidad fiscal** – cambio en el saldo presupuestario entre el año anterior al rescate y 2014 (puntos porcentuales del PIB)



**Estabilidad del sector Financiero** – cambio en la cartera de cobros vencidos como % del total de los préstamos brutos desde el trimestre anterior al rescate (puntos porcentuales)

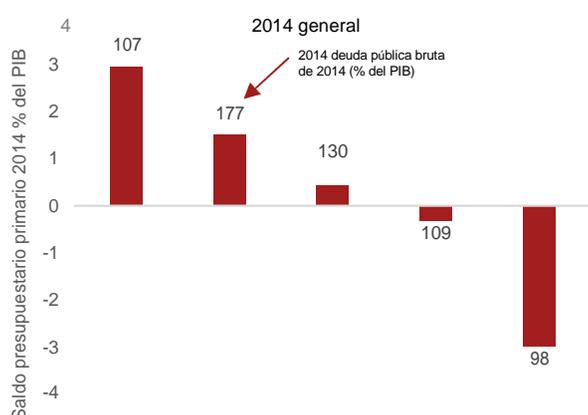


**Competitividad** – variación en el tipo de cambio efectivo y real, deflactada por los costos laborales unitarios nominales, entre el año anterior al rescate y 2014 (%)



Fuente: PwC análisis, IMF, Eurostat

**Fig 6: España es la única de las economías en rescate con una relación entre la deuda pública y el PIB de menos de 100%**



**España – La reestructuración del sector financiero está funcionando:**

Enfocándonos en los bancos españoles (los cuales fueron los principales receptores de fondos de rescate), la relación de préstamos morosos con el total de los préstamos brutos –una medida clave para la salud de las carteras de los bancos– permanece baja. De hecho, en 7.7%, el más bajo entre los países que recibieron rescate en la periferia. El desempeño del sistema financiero de un país está intrínsecamente ligado a un desempeño económico general. Para España, esperamos que un fuerte crecimiento de alrededor de 3% este año (más rápido que Alemania o incluso que el Reino Unido) mejore gradualmente la rentabilidad del sistema financiero y reduzca aún más las proporciones de préstamos morosos, los cuales están proyectados a reforzar la base de capital de sus bancos.

España también ha mantenido el *momentum* de su reforma estructural durante los 12 últimos meses con políticas dirigidas a reducir su tasa de desempleo a mediano plazo. Por estas razones, España se ubica en los primeros lugares de nuestro camino de rescate, y se espera que supere el nivel de su PIB precrisis para 2017.

**Portugal está caminando, pero aún hay trabajo que hacer:** Portugal también ha progresado desde el principio del rescate, pero no al mismo grado que Irlanda o España. La economía está pasando por una mejora cíclica, y crece en 2014 por primera vez desde 2010. Pero aún tiene que tratar algunos temas estructurales. Por ejemplo, su relación deuda pública y PIB es de 130%, la segunda más alta de las cinco economías del rescate (ver figura 6). También, Portugal ha sido la que menos progreso ha tenido en la mejora de su competitividad, como se muestra en el tipo de cambio efectivo y real en la figura 5, lo que pudiera afectar sus prospectos de crecimiento a largo plazo.

**Grecia está de vuelta en el punto de partida, y Chipre se está disparando:** Recientes eventos han vuelto a Grecia al punto de partida. Ha quedado detrás de Chipre, que ahora ha cambiado la atención de las reformas a las finanzas públicas –ya que el gobierno publicó un excedente primario de 2.9% del PIB– a las reformas estructurales en los mercados de salud y telecomunicaciones. Chipre está por lo tanto aún en la etapa de “reforma, reforma, reforma” de su programa, pero está haciendo un buen progreso.

**¿Qué sigue para la periferia de la eurozona?**

Pensamos que hay tres cosas en que los negocios deberían poner atención en la eurozona durante las próximas semanas y meses. Primero, la respuesta de políticas a cualquier “tambaleo” en las recientes discusiones de rescate de Grecia. Segundo, cualquier signo de fortalecimiento en el crecimiento en la periferia (el estimado rápido del PIB de la eurozona se publicó el 14 de agosto), y tercero, las preparaciones para las pruebas de estrés de los bancos por la Autoridad Bancaria Europea (ABE) que se llevarán a cabo el próximo año.

A más largo plazo, el tema principal que las economías periféricas deberán tratar es la alta deuda pública (y en algunos casos, privada). Lograr altos superávits primarios debería ayudar por lo menos a estabilizar los niveles de la deuda pública. Pero los beneficios reales se alcanzarán a través de tasas más fuertes de crecimiento del PIB nominal, particularmente una vez que los niveles de inflación vuelvan a su tasa meta de alrededor de 2%.

# Proyecciones: Agosto 2015

Participación del PIB mundial			Crecimiento del PIB real				Inflación			
	PPA*	TCM*	2014f	2015f	2016f	2017-21f	2014f	2015f	2016f	2017-21f
Global (tasa de cambio del mercado)		100%	2,8	2,7	3,2	3,1	2,3	1,8	2,6	2,5
Global (tasas de PPA)	100%		3,4	3,3	3,8	3,6				
Estados Unidos	16,1%	22,5%	2,4	2,4	2,7	2,5	1,6	0,3	1,8	1,9
China	16,3%	13,4%	7,6	7,0	7,0	5,7	2,1	1,9	1,8	3,0
Japón	4,4%	6,0%	-0,1	1,1	1,7	1,3	2,7	1,4	1,5	1,9
Reino Unido	2,4%	3,8%	3,0	2,6	2,4	2,3	1,5	0,3	1,7	2,0
Eurozona	12,2%	17,4%	0,8	1,5	1,7	1,8	0,5	0,1	1,4	1,4
Francia	2,4%	3,7%	0,4	1,3	1,4	1,9	0,6	0,1	1,1	1,2
Alemania	3,4%	5,0%	1,6	1,7	1,9	1,6	0,8	0,2	1,8	1,7
Grecia	0,3%	0,3%	0,7	-1,5	0,7	2,5	-1,4	-0,8	0,3	1,4
Irlanda	0,2%	0,3%	5,2	3,9	4,0	2,5	0,3	0,4	1,3	1,5
Italia	2,0%	2,8%	-0,4	0,6	1,2	1,3	0,2	-0,1	1,8	1,4
Holanda	0,7%	1,1%	0,8	1,4	1,6	1,9	1,0	1,2	1,1	1,3
Portugal	0,3%	0,3%	0,9	1,5	1,7	1,8	-0,2	0,1	0,8	1,5
España	1,5%	1,8%	0,7	3,0	2,5	2,2	-0,2	-0,5	1,1	1,2
Polonia	0,9%	0,7%	3,5	3,5	3,4	3,2	0,2	-0,6	1,4	2,5
Rusia	3,3%	2,4%	0,6	-5,0	-0,5	1,9	7,8	15,0	8,0	4,3
Turquía	1,4%	1,0%	2,9	2,8	3,5	3,7	8,9	7,7	6,8	6,2
Australia	1,0%	1,9%	0,7	2,6	2,0	2,9	2,6	2,5	2,6	2,5
India	6,8%	2,7%	7,0	7,5	7,9	6,1	3,8	-1,5	4,3	6,0
Indonesia	2,5%	1,1%	1,2	4,9	5,0	5,4	6,4	6,8	5,8	5,1
Corea del Sur	1,6%	1,8%	3,3	3,1	3,5	3,5	1,3	1,0	2,0	2,9
Argentina	0,9%	0,7%	0,5	0,8	1,8	2,1	-	20,0	25,0	-
Brasil	3,0%	3,0%	0,1	-0,9	0,7	3,1	6,3	8,0	6,0	4,8
Canadá	1,5%	2,3%	2,4	1,3	2,1	2,2	1,9	1,1	1,9	2,1
México	2,0%	1,7%	2,1	2,7	3,3	3,9	4,0	3,0	3,3	3,1
Suráfrica	0,7%	0,5%	1,5	1,8	2,0	3,2	6,1	4,8	5,6	5,3
Nigeria	1,0%	0,7%	6,2	4,0	4,5	6,0	8,1	10,5	10,0	7,3
Arabia Saudita	1,5%	1,0%	3,5	2,6	3,0	4,4	2,7	2,3	3,0	3,4

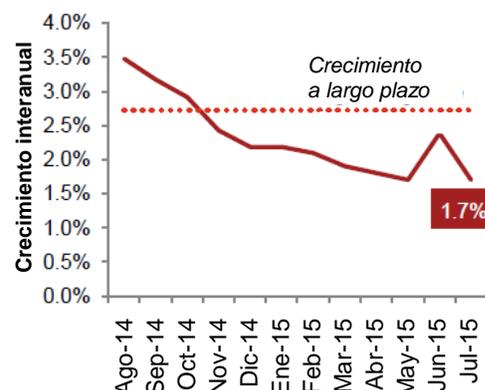
Fuentes: Análisis de PwC, Autoridades de Estadísticas Nacionales, Datastream y el FMI. Todos los indicadores de inflación se relacionan con el IPC, con la excepción del indicador Indio, que se refiere al Índice de Precios al por Mayor. Las proyecciones de inflación de Argentina utilizan el Índice IPCNu publicado por el INDEC. Proporcionaremos una proyección de inflación 2016 y 2017-2021 una vez que una serie de datos temporal más larga esté disponible. También note que las tablas mostradas forman nuestro principal escenario de proyecciones y como tal están sujetas a incertidumbres considerables. Recomendamos a nuestros clientes que consideren una gran variedad de escenarios alternos.

## Perspectiva de tasa de interés de las principales economías

	Estado actual	Expectativa	Reunión
Reserva Federal	0-0,25% (diciembre 2008)	Tasa para empezar a subir más tarde en 2015	16-17 septiembre
Banco Central Europeo	0,05% (septiembre 2014)	Tasa en espera hasta al menos finales de 2016	3 de septiembre
Banco de Inglaterra	0,5% (marzo 2009)	Primer aumento esperado a comienzos del 2016	6 de agosto

## Índice Global del Consumidor

El crecimiento en el gasto del consumidor se estabilizó en julio, aunque permaneció por debajo de su tasa de crecimiento de largo plazo. Los mercados de valores globales repuntaron en respuesta a noticias más positivas en la eurozona, ya que la posibilidad de la salida de Grecia es menor. La confianza del consumidor y del comercio mejoró ligeramente, combinado con una producción industrial más fuerte en Europa y China. Esto apunta a una posible mejoría en el gasto del consumidor en los próximos meses.



El IGC provee una orientación anticipada sobre el gasto del consumidor y los prospectos de crecimiento en las 20 economías más grandes del mundo. Para mayor información, por favor visite [www.pwc.co.uk/globalconsumerindex](http://www.pwc.co.uk/globalconsumerindex)

# *Creando valor para nuestros clientes, nuestra gente y nuestras comunidades en un mundo cambiante.*

[www.pwc.com/interamericas](http://www.pwc.com/interamericas)

Le ayudamos a entender cómo los grandes cambios económicos, demográficos, sociales y ambientales afectan su organización, al establecer panoramas que identifiquen oportunidades de crecimiento y riesgos. Le ayudamos a tomar decisiones estratégicas y tácticas, operacionales, de precios y de inversión, que apoyan la creación del valor del negocio. Trabajamos junto a usted para lograr un crecimiento sostenible.

Con oficinas en 157 países y más de 195,000 personas, estamos entre las redes líderes de servicios profesionales en el mundo. Ayudamos a las organizaciones y a los individuos a crear el valor que están buscando, a través de la entrega de calidad en nuestros servicios de auditoría, impuestos y consultoría.

© 2015 PwC. Todos los derechos reservados. PwC se refiere a la red de PwC y/o una o más de sus firmas miembros, cada una de las cuales es una entidad legalmente separada. Ver [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) para más detalles.

Este contenido es para propósitos de información general, y no debe ser usado como sustituto para consultas con asesores profesionales.