

3 EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

1 Introducción

En el año 2009 la economía mundial siguió sufriendo las consecuencias de la crisis financiera y experimentó una profunda recesión...

... que alcanzó especial intensidad en algunas economías desarrolladas

Los fuertes estímulos fiscales y monetarios y los apoyos al sector financiero mitigaron el impacto de la crisis

La profundidad de la crisis y la respuesta de las políticas económicas fueron, en general, más moderadas en las economías emergentes

En el conjunto de 2009, la economía mundial experimentó una profunda recesión y la primera caída de la actividad global desde 1946. La recesión tuvo su origen en la grave crisis financiera que se desencadenó en septiembre de 2008, la más virulenta desde la Gran Depresión, cuyas consecuencias siguieron condicionando la evolución de la economía y los mercados financieros globales. El punto más agudo de la caída se produjo en los primeros meses del ejercicio. Tras estabilizarse en el segundo trimestre, la economía mundial inició una mejora progresiva que, aunque con altibajos y diferencias significativas entre países, se ha venido consolidando hasta el momento actual.

El colapso de las transacciones financieras y comerciales, y el hundimiento de las demandas internas, tras el rápido aumento de la incertidumbre que llevó aparejada la crisis, provocaron una contracción del PIB global del $-0,6\%$ en el conjunto del año, quebrando la trayectoria de crecimiento previa y provocando una importante pérdida de producto y riqueza (véanse cuadro 3.1 y gráfico 3.1). La caída de la actividad fue especialmente intensa en las economías desarrolladas ($-3,1\%$), donde el deterioro de los sistemas financieros fue más severo. Entre estas, el descenso del producto tendió a ser mayor en las economías más abiertas, como Japón (-5%) o Reino Unido (-5%), mientras que en Estados Unidos fue más moderado ($-2,4\%$). El ajuste dio lugar a fuertes pérdidas de empleo y a incrementos muy acusados de las tasas de desempleo en numerosos países, entre ellos Estados Unidos.

La caída de la actividad y del empleo hubiera sido notablemente mayor de no haber mediado una rápida reacción de las políticas económicas, que se concretó en cuantiosos planes de estímulo fiscal (de casi 2 puntos del PIB en las economías avanzadas) y en un impulso monetario extraordinariamente intenso, instrumentado mediante tipos de interés cercanos a cero en la mayoría de países industrializados y el desarrollo de una batería de medidas no convencionales, que dieron lugar a un crecimiento sin precedentes de los balances de los principales bancos centrales. Asimismo, los apoyos al sector financiero fueron decisivos para evitar un colapso del sistema y para cortar la realimentación entre la caída de la actividad y el deterioro de la situación de las instituciones financieras. Estos apoyos se desplegaron de forma coordinada a escala internacional, coordinación que se mantiene en el proceso de reformas financieras, regulatorias y supervisoras que se está desarrollando en el ámbito del G 20.

Aunque las economías emergentes también se vieron notablemente afectadas por la crisis y la mayoría pasó por una recesión, en su conjunto registraron un crecimiento positivo en 2009 [2,3%, casi 4 puntos porcentuales (pp) menos que en 2008]. Destacan China e India, con avances superiores al 8,5% y al 5,5%, respectivamente, que estuvieron entre las pocas economías que contribuyeron positivamente al crecimiento global durante el período recesivo. Por el contrario, en otras áreas emergentes —en particular, Europa del Este ($-4,1\%$) y América Latina ($-2,1\%$)— la actividad retrocedió notablemente. En estas economías, con la salvedad de China, los estímulos fiscales tendieron a ser más reducidos que en las economías avanzadas y se pusieron en marcha algo más tarde, en parte por las incertidumbres ligadas al acceso a la financiación, pero también por el menor impacto de la crisis. La respuesta de las políticas monetarias fue también notable, aunque, en general, tuvo un carácter más convencional que en las desarrolladas. Los tipos de interés se redujeron sustancialmente, pero no se acercaron al límite de cero, salvo alguna excepción. Los apoyos externos —bilaterales o multilaterales— y el uso de las reservas internacionales se revelaron como importantes factores de amortiguación de la crisis en muchos de estos países.

	2007	2008	2009	2009			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
ESTADOS UNIDOS							
PIB (a)	2,1	0,4	-2,4	-3,3	-3,8	-2,6	0,1
IPC (a)	2,9	3,8	-0,3	0,0	-1,2	-1,6	1,4
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-5,2	-4,9	-2,9	-4,4	-3,8	-3,2	-2,9
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,7	-6,6	-12,5				
JAPÓN							
PIB (a)	2,4	-1,2	-5,2	-8,9	-5,7	-5,2	-1,0
IPC (a)	0,0	1,4	-1,4	-0,1	-1,0	-2,2	-2,0
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	4,8	3,2	2,8	2,6	2,4	2,4	2,8
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,4	-4,2	-10,3				
ZONA DEL EURO							
PIB (a)	2,7	0,6	-4,1	-5,1	-4,9	-4,1	-2,1
IAPC (a)	2,1	3,3	0,3	1,0	0,2	-0,4	0,4
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	0,4	-0,8	-0,4	-1,7	-1,4	-1,1	-0,4
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-0,6	-2,0	-6,3				
REINO UNIDO							
PIB (a)	2,6	0,5	-5,0	-5,4	-5,9	-5,3	-3,3
IPC (a)	2,3	3,6	2,2	3,0	2,1	1,5	2,1
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-2,7	-1,5	-1,3	-1,7	-1,8	-1,7	-1,3
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,7	-4,8	-10,9				
CHINA							
PIB (a)	13,0	9,6	8,7	6,2	7,9	9,1	10,7
IPC (a)	4,8	5,9	-0,7	-0,6	-1,5	-1,3	0,7
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	11,0	9,4	5,8				
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	0,6	-0,4	-2,2				
AMÉRICA LATINA (b) (c)							
PIB (a)	5,8	4,2	-2,1	-2,8	-4,0	-2,6	1,3
IPC (a)	5,4	7,8	6,4	7,6	6,7	5,9	5,4
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	0,7	-0,5	-0,2	-0,7	-0,6	-0,7	-0,2
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-0,3	-0,5	-2,6				
NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE NO UEM (b) (d)							
PIB (a)	6,0	4,1	-3,4	-3,6	-4,5	-3,7	-2,1
IPC (a)	4,4	6,5	3,6	4,2	3,8	2,5	2,0
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-8,2	-7,2	-1,6	-6,2	-4,5	-3,1	-1,6
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-1,9	-3,5	-6,6				
PRO MEMORIA: CRECIMIENTO DEL PIB (e)							
Mundial	5,2	3,0	-0,6	-2,8	-2,3	-1,1	1,4
Países desarrollados	2,8	0,5	-3,2	-4,5	-4,4	-3,5	-1,0
Países emergentes	8,3	6,1	2,4	-0,6	0,3	1,8	4,4
PRO MEMORIA: INFLACIÓN (e)							
Mundial	4,0	6,0	2,5	2,2	1,1	0,5	1,9
Países desarrollados	2,2	3,4	0,1	0,6	-0,3	-0,9	0,7
Países emergentes	6,5	9,2	5,2	4,2	2,8	2,3	3,4

FUENTES: Banco de España, Fondo Monetario Internacional y estadísticas nacionales.

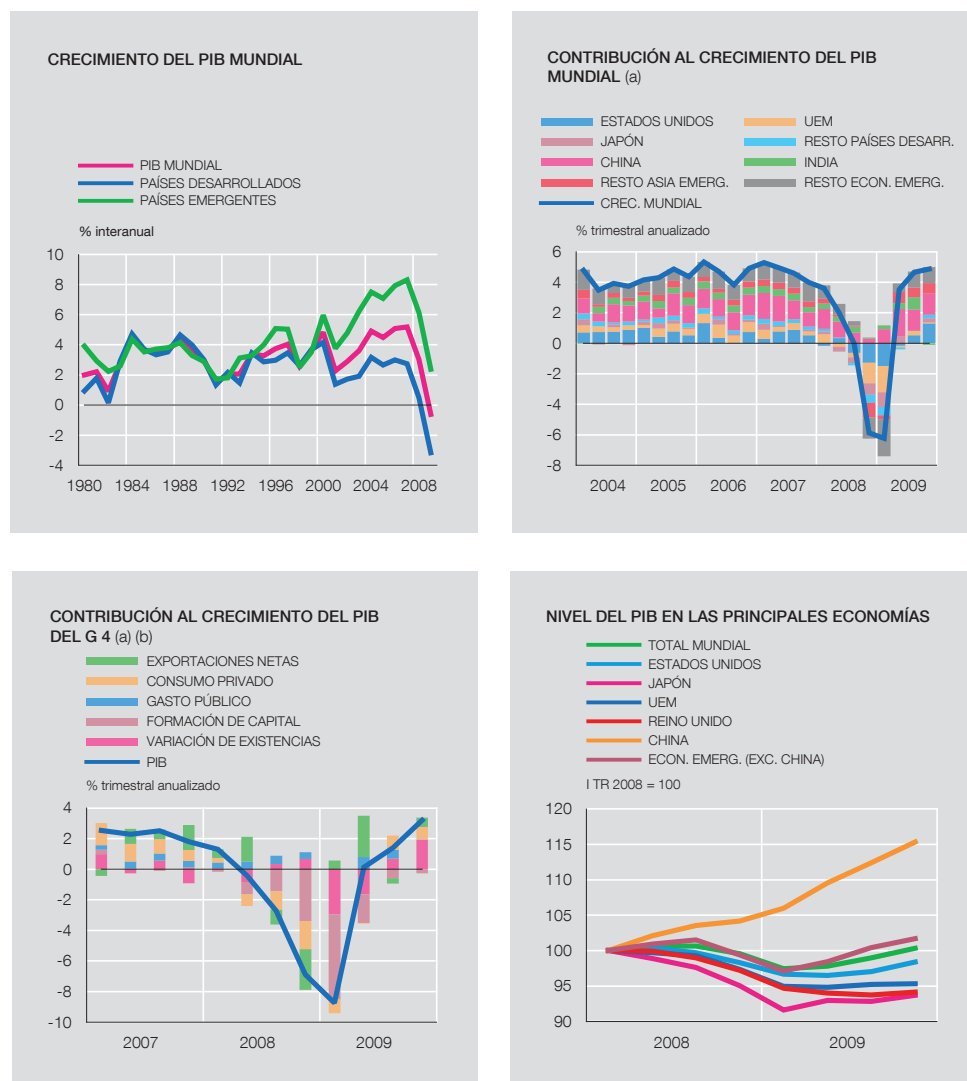
a. Tasa de variación interanual.

b. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial en el año previo, en PPC, según información del FMI.

c. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.

d. Letonia, Lituania, Estonia, República Checa, Hungría, Polonia, Bulgaria y Rumanía.

e. Los datos trimestrales se han calculado a partir de una muestra de países que representan el 90% del PIB mundial.



FUENTES: Datastream, JP Morgan, Eurostat, estadísticas nacionales y Banco de España.

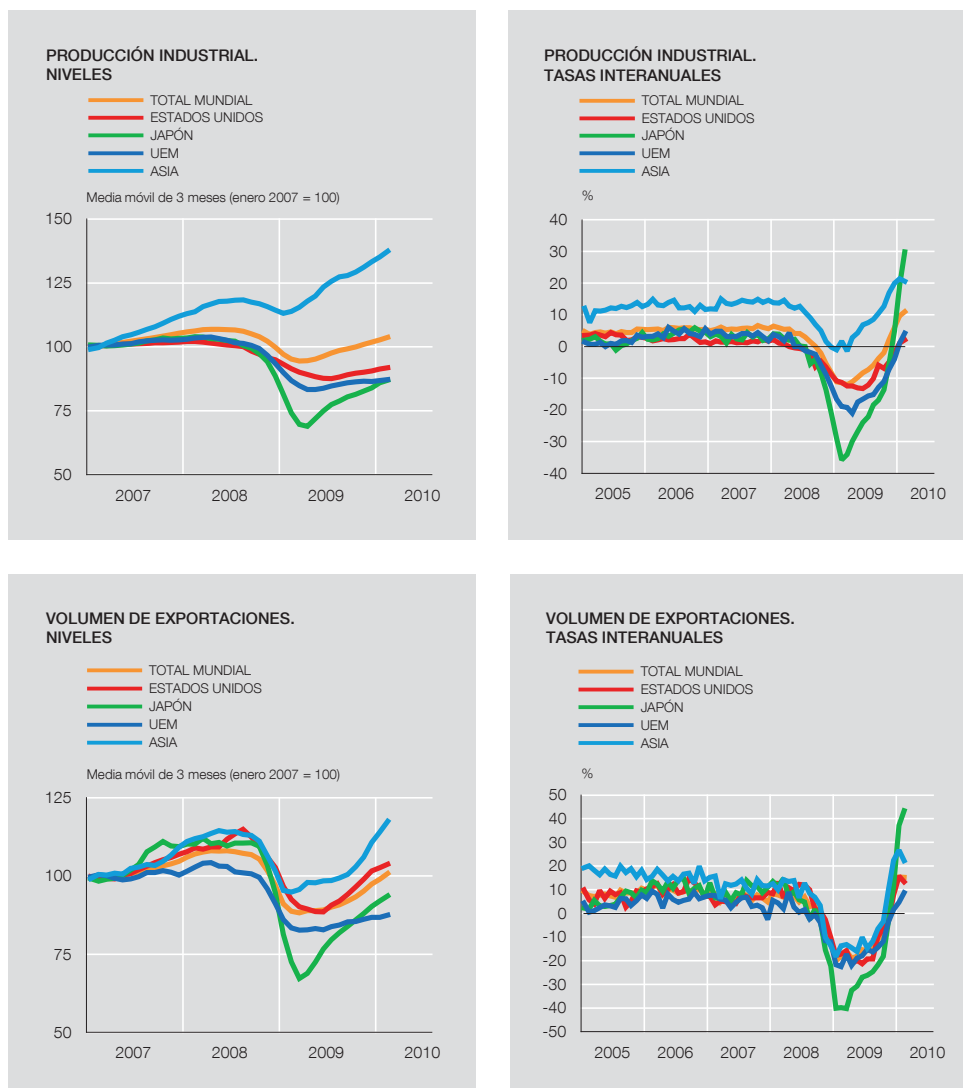
a. Contribución, en puntos porcentuales, a la variación trimestral anualizada del PIB.
 b. Agregado de Estados Unidos, UEM, Japón y Reino Unido.

La recesión vino acompañada de un desplome del comercio, de los flujos de capitales...

La crisis afectó severamente a los flujos comerciales y financieros internacionales. El comercio mundial se redujo en torno al 13%, en volumen, en el conjunto de 2009, y los flujos internacionales de capitales se desplomaron (véase gráfico 3.2), si bien ambos se recuperaron a lo largo del año, destacando el repunte del comercio a partir del segundo trimestre del año. Los desequilibrios globales se corrigieron parcialmente en el año, debido, sobre todo, al impacto de la recesión —pues la reducción de la demanda interna fue relativamente mayor en los países más deficitarios— y a la caída del precio de las materias primas.

... y de las tasas de inflación

Las tasas de inflación experimentaron un recorte drástico en 2009, propiciado por la apertura de unas brechas de producción extraordinariamente amplias y por la intensa corrección de los precios de las materias primas (energía, metales y alimentos) registrada entre mediados de 2008 y el primer trimestre de 2009, que dio lugar a un descenso del 33% en la media del año (véase gráfico 3.3). En los países avanzados la inflación fue prácticamente nula en el conjunto de 2009 (3,3 pp menos que el año anterior) y se redujo en más de 4 pp en las economías emergentes, hasta el 3,1%. Durante buena parte del año, la inflación se mantuvo en registros negativos en muchos países, experimen-

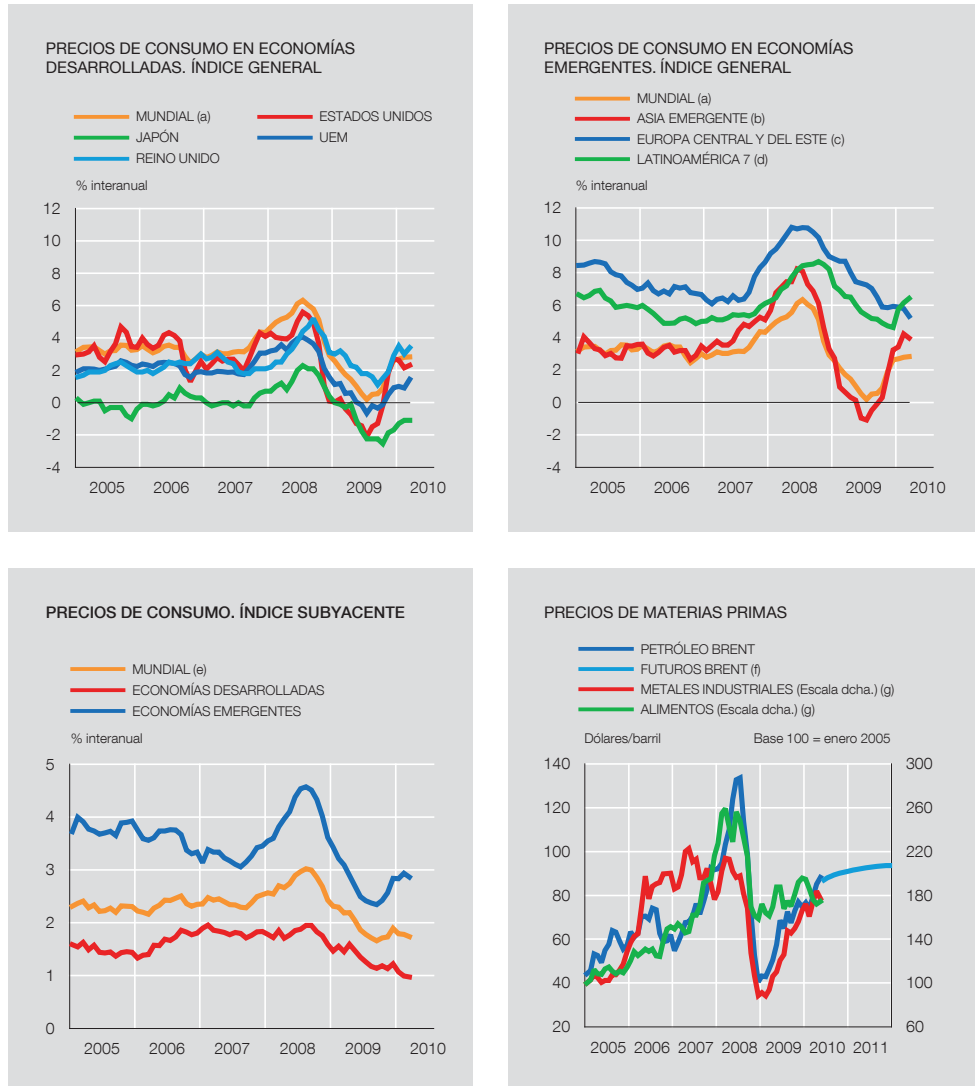


FUENTES: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Datastream y Banco de España.

tando un repunte a partir del cuarto trimestre. No obstante, las tasas de inflación subyacente se mostraron mucho más estables. Esta ausencia de presiones inflacionistas favoreció que las políticas monetarias contribuyeran a apoyar la actividad económica y financiera.

Tras tocar fondo a principios de 2009, la actividad tendió a recuperarse gradualmente, sostenida por los apoyos públicos

Las cifras para el conjunto del año 2009 ocultan la gradual mejora de la situación económica y financiera que tuvo lugar en el transcurso del año. Al inicio del ejercicio, la crisis financiera de septiembre de 2008 se estaba extendiendo aún con virulencia: la actividad se desplomaba, mientras que el sistema financiero se hallaba en una posición crítica. Sin embargo, el año concluía con una reactivación económica en marcha, en un entorno de cierta normalización financiera, y cabe señalar que, a pesar de la magnitud de la crisis, la reversión fue más rápida de lo esperado. En todo caso, aunque las economías emergentes han experimentado un fuerte rebote en la actividad, la dinámica de la recuperación en las economías desarrolladas está siendo más lenta que en episodios anteriores. En cualquier caso, la recuperación, que sigue dependiendo en gran medida de los estímulos fiscales y monetarios aún en vigor, tiene una mayor intensidad en Estados Unidos y en Japón que en la UE. Por todo ello, la retirada de las medidas de apoyo, sobre todo en el ámbito monetario y financiero, está siendo muy cautelosa y fundamentalmente pasiva, a medida que dejan de ser necesarias.



FUENTES: Datastream, Goldman Sachs, estadísticas nacionales y Banco de España.

- a. Agregado calculado a partir de datos de 57 países que representan el 90% del PIB mundial.
- b. India, China, Hong Kong, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwán y Tailandia.
- c. Rusia, Ucrania, Turquía, Polonia, República Checa, Hungría, Estonia, Letonia, Lituania, Bulgaria y Croacia.
- d. Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.
- e. Agregado calculado a partir de datos de 45 países que representan el 83% del PIB mundial.
- f. Futuros del Brent de la semana del 27 de abril al 3 de mayo de 2010.
- g. Índices de Goldman Sachs.

No obstante, las perspectivas económicas a medio plazo siguen rodeadas de una notable incertidumbre, debido al complejo legado que deja la crisis

En los primeros meses de 2010, los indicadores económicos y financieros siguieron mejorando, aunque el intenso deterioro experimentado por las cuentas públicas a raíz de la crisis recrudesció también algunas tensiones, que se han manifestado con particular intensidad a partir de abril. Las perspectivas económicas a medio plazo son inciertas, pues las consecuencias de la crisis económica y financiera lastrarán la capacidad de crecimiento de las economías —sobre todo, de las desarrolladas— en los próximos años. En particular, existen dudas de que, una vez que los apoyos públicos terminen, la recuperación conserve suficiente dinamismo, dado el contexto de elevado desempleo, redimensionamiento del sistema financiero, ajuste todavía incompleto de los balances financieros del sector privado y elevadas necesidades de financiación del sector público. No obstante, este ajuste, que era inevitable dados los excesos pasados, puede y debe dar lugar a un crecimiento más sostenible para la economía mundial en el medio plazo.

2 Evolución económica y financiera

A lo largo de 2009, la evolución económica y financiera global ha atravesado por diferentes fases, arrancando de una situación de partida muy difícil, en los primeros meses, cuando los efectos de la crisis y la incertidumbre extrema aún mantenían paralizados los mercados financieros y la actividad. Hacia final de ese primer trimestre, las economías empezaron a tocar fondo y se inició una fase de recuperación de los mercados financieros y de cierta estabilización económica. Por último, desde el segundo semestre la mejora de la situación financiera se fue consolidando y la actividad se ha recuperado.

2.1 LA SITUACIÓN DE PARTIDA: DESPLOME DE LA ACTIVIDAD Y PARÁLISIS EN LOS MERCADOS

Al comienzo de 2009, los mercados de financiación se mantenían paralizados y la volatilidad era muy elevada...

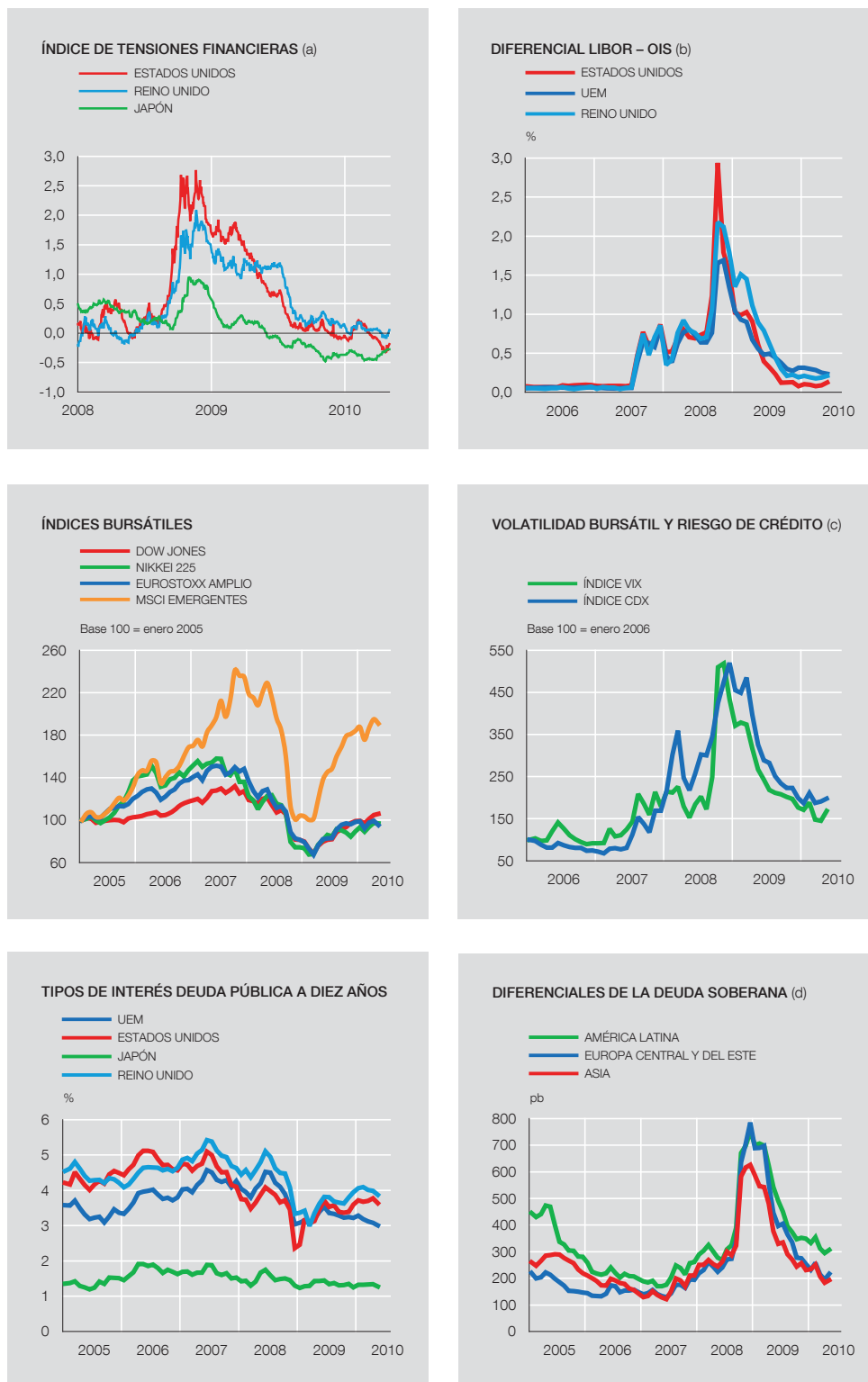
Al inicio de 2009, la materialización del riesgo de colapso sistémico no se había descartado plenamente, y la situación financiera era extremadamente frágil y dependiente de los apoyos otorgados por las autoridades. Los mercados financieros seguían paralizados por la falta de confianza y la extrema incertidumbre sobre la cuantía de las pérdidas que deberían asumir los sistemas financieros de las principales economías, mientras que la magnitud del impacto de la crisis sobre la actividad económica se hacía patente. Como se observa en el gráfico 3.4, la volatilidad se mantenía en niveles muy elevados, los mercados bursátiles caían, los diferenciales interbancarios reflejaban el mantenimiento de tensiones extremas en los mercados de financiación y el dólar seguía actuando como moneda refugio. Esta situación requirió el reforzamiento de las ya sustanciales medidas de apoyo financiero, lo que terminó favoreciendo una reactivación incipiente de las emisiones de deuda, aunque solo en segmentos específicos, como las emisiones del sector financiero con garantía pública o las de empresas no financieras con elevada calificación crediticia. Los mercados financieros emergentes, por su parte, continuaban afectados por la paralización de los flujos internacionales de capitales, aunque la situación tendía a estabilizarse, salvo en algunas economías de Europa del Este, donde la volatilidad se mantenía elevada como consecuencia de la alta dependencia de la financiación exterior de sus instituciones financieras y del elevado endeudamiento del sector privado, denominado en muchos casos en moneda extranjera.

... mientras que se intensificaba el desplome de la actividad y del comercio internacional

Paralelamente, la actividad económica inició el año inmersa en la fase de parálisis y contracción aguda de la producción, el comercio, la inversión y el empleo iniciada en el último trimestre de 2008. Se estima que la caída del producto mundial alcanzó una tasa intertrimestral anualizada superior al 6% en el primer trimestre de 2009, mayor aún que la experimentada en el cuarto trimestre de 2008, mientras que se destruía empleo a un ritmo acelerado y las tasas de paro aumentaban rápidamente, de un modo más acusado en las economías industrializadas (véase gráfico 3.5). La contracción del producto fue prácticamente generalizada y simultánea, salvo destacadas excepciones —como China e India—, que, no obstante, experimentaron una desaceleración. Esta caída brusca de la actividad se vio especialmente reflejada en los datos de producción industrial, que, a escala global, cayó un 11,7% entre mayo de 2008 y marzo de 2009, aunque en el caso de Japón se contrajo un 33,7%. En el extremo opuesto, cabe apuntar el comportamiento positivo de la producción en las dos economías asiáticas mencionadas antes. Por su parte, la caída de la actividad y la disminución de la financiación al comercio, en un contexto de creciente importancia de las cadenas de producción transnacionales, propiciaron una caída del comercio mundial del 19% en los cuatro primeros meses de la crisis, y del 13% en el conjunto de 2009 (véase gráfico 3.2). Esta contracción del comercio, la primera desde 1982, contribuyó a una reducción generalizada de los desequilibrios exteriores, apoyada también en la corrección a la baja del precio de las materias primas.

En las economías desarrolladas la demanda interna se contrajo de modo muy acusado

En las economías avanzadas se agudizó la recesión que había comenzado el año anterior. La demanda de bienes de consumo duradero y de inversión, que son especialmente sensibles al aumento de la incertidumbre, experimentaron el mayor ajuste y fueron los principales factores detrás del abrupto descenso de la demanda y de la actividad en esos tri-



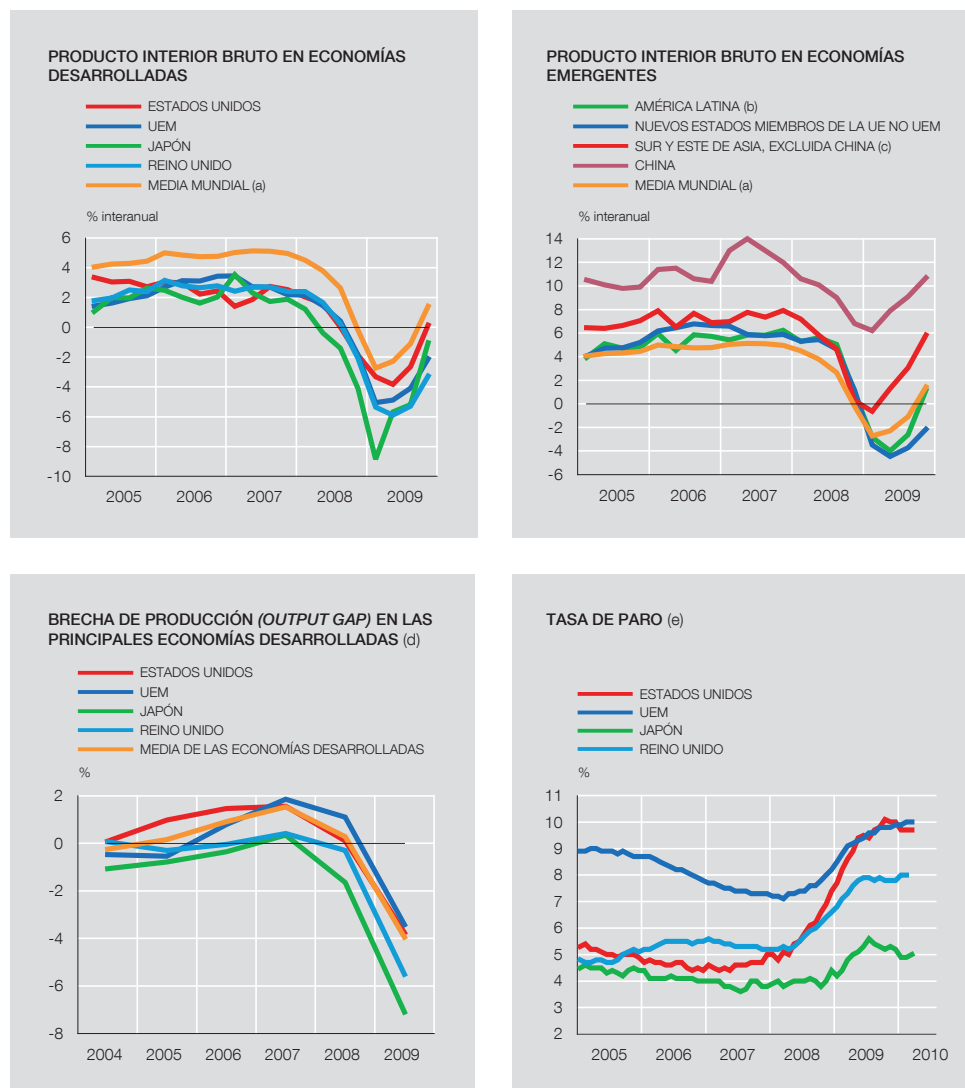
FUENTES: Datastream y Bloomberg.

a. Índice que identifica episodios de estrés financiero utilizando datos de variables relativas a los mercados de valores, sector bancario y tipos de cambio. Un aumento (disminución) del índice refleja un aumento (disminución) de la tensión en los mercados financieros y, por tanto, un efecto negativo (positivo) sobre la actividad económica.

b. Diferencial a tres meses. Estados Unidos: LIBOR – Swap OIS tipo efectivo Fed Funds; Reino Unido: LIBOR – Swap SONIA; UEM: EURIBOR – Swap EONIA.

c. Índice VIX (Volatilidad bursátil del índice Standard & Poors 500) e índice de riesgo de crédito CDX Investment Grade de Estados Unidos a cinco años.

d. EMBI + para América Latina y EMBI Global para Asia y Europa Central y del Este.



FUENTES: Datastream, Fondo Monetario Internacional (WEO) y Banco de España.

- a. Elaboración propia a partir de datos de 57 países que representan el 90% del PIB mundial. Los agregados se han calculado utilizando el peso de los países en la economía mundial en el año previo, en PPC, según información del FMI.
- b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c. India, Singapur, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas.
- d. Estimaciones del FMI.
- e. Porcentaje de la población activa.

mestres. El severo deterioro de los mercados laborales y el estrangulamiento del crédito, derivado de la situación financiera, contribuyeron al comportamiento contractivo de la demanda privada. Asimismo, las existencias iniciaron un profundo proceso de ajuste. De este modo, en el primer trimestre de 2009 la caída de la inversión y de las existencias explica casi la totalidad de la contracción de la actividad en las cuatro principales economías desarrolladas, como se observa en el gráfico 3.1. Por su parte, las economías emergentes recibieron el impacto simultáneo del colapso de la demanda externa y del freno a las entradas de capitales, a lo que se añadió, en algunas de ellas, la caída del precio de las materias primas. De hecho, las economías emergentes con una mayor apertura comercial y financiera, y más dependientes del precio de las materias primas, estuvieron entre las más afectadas. Sin embargo, cabe destacar que el impacto de la crisis en los sistemas bancarios de estas economías fue limitado, dada su escasa exposición a los activos tóxicos y también su limitada dependencia de la financiación exterior, con la excepción de Europa del Este.

La inflación continuó reduciéndose por la retracción de la demanda y por el ajuste del precio de las materias primas

Tras alcanzar un máximo en julio de 2008, la inflación entró en una senda de rápida caída, que se prolongó en el inicio de 2009, estimulada por el desplome de la actividad y por la corrección de los precios de las materias primas, que se redujeron en un 60% entre julio de 2008 y febrero de 2009 (véase gráfico 3.3). No obstante, las expectativas de inflación de largo plazo se mantuvieron estables en las economías avanzadas. En las economías emergentes, por su parte, también prosiguió la moderación de los precios, si bien con intensidad distinta entre regiones, siendo más acusada en Asia y menos en América Latina, donde, además, se había iniciado con cierto retardo.

Las respuestas de política económica fueron rápidas y contundentes al inicio de la crisis en tres frentes: política monetaria, apoyos al sector financiero y política fiscal

La urgencia por frenar la espiral contractiva en que estaba inmersa la economía mundial explica la rapidez, intensidad y coordinación de las respuestas de política económica a partir de octubre de 2008. Con esas medidas se pretendía estabilizar los mercados, salvaguardar las instituciones financieras, mitigar la caída de la demanda privada y, en definitiva, restablecer una base mínima de confianza sobre la cual fundamentar la reactivación económica.

Por el lado de la política monetaria, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas redujeron rápidamente los tipos oficiales tras el desencadenamiento de la crisis, en ocasiones de forma simultánea y coordinada. De este modo, al final del primer trimestre de 2009 la mayoría de ellas había alcanzado su límite inferior, cercano a cero (véase gráfico 3.6). Al tiempo, incrementaron fuertemente la provisión de liquidez al sistema financiero e implementaron una serie de medidas no convencionales, que incluyeron en algunos casos un apoyo directo a segmentos específicos de los mercados financieros, y que se tradujeron en una fuerte expansión de los balances de los bancos centrales, como se describe en el recuadro 3.1 para los casos de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra.

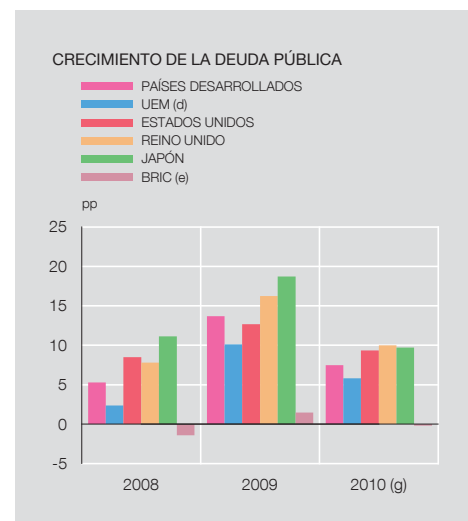
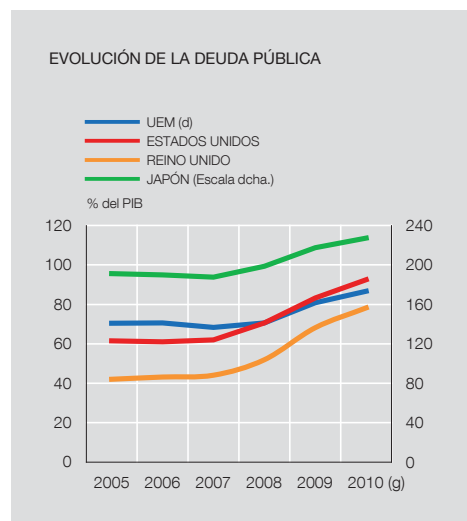
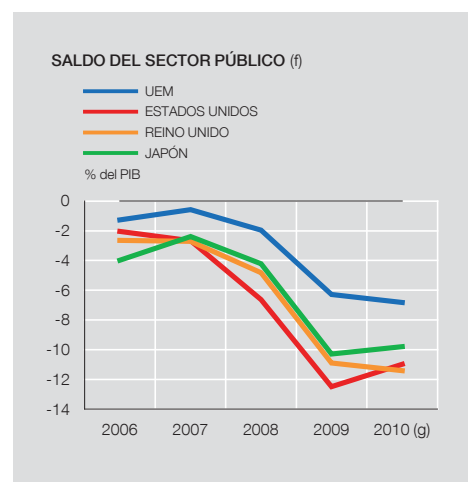
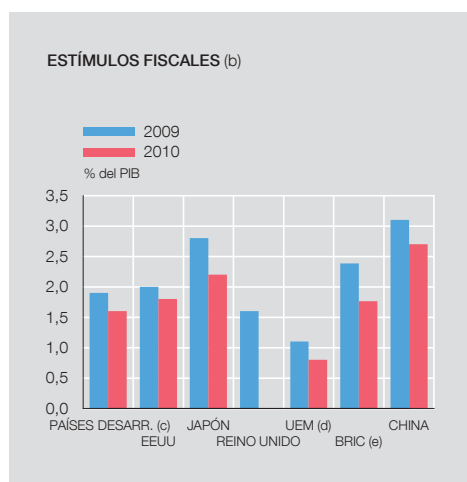
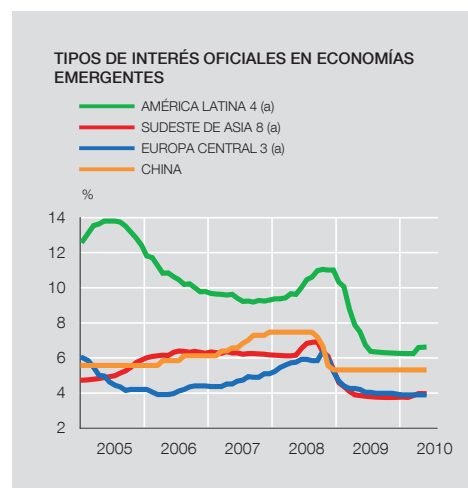
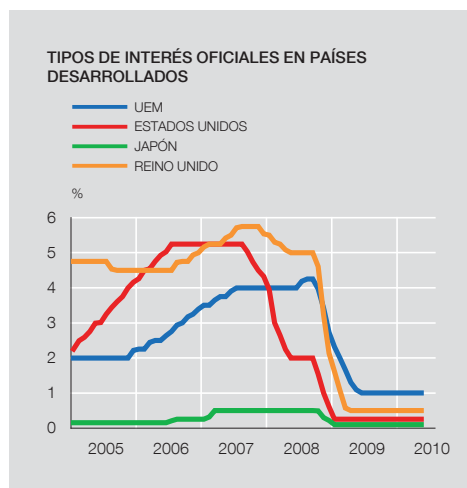
Por otro lado, el apoyo público al sector financiero se instrumentó a través de garantías a los depósitos bancarios, inyecciones de capital, establecimiento de avales sobre deuda emitida por entidades financieras, saneamiento de balances bancarios y gestión de activos dañados, y en ocasiones fue proporcionado de forma coordinada entre bancos centrales y tesoros (véase gráfico 3.7). Por último, las medidas fiscales de apoyo a la demanda interna se introdujeron a través de programas de estímulo fiscal, que supusieron casi el 2% del PIB de las economías avanzadas, aunque su cuantía fue muy diferente en los distintos países, dependiendo de su situación de partida, de la potencia de sus estabilizadores automáticos, de la percepción sobre su efectividad y de su impacto sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas.

La reacción en las economías emergentes fue, en general, de menor intensidad y con cierto retraso...

En general, las autoridades de las economías emergentes reaccionaron con menor intensidad y cierto retraso, por diversos motivos. El diferente impacto de la crisis, la cautela ante posibles dificultades de acceso a los mercados internacionales y la incertidumbre sobre su propia capacidad para llevar a cabo políticas anticíclicas condicionaron su respuesta, que finalmente fue también decidida. Predominaron, en general, las políticas orientadas a mantener la financiación en divisas (mediante líneas domésticas concedidas por los bancos centrales, los Gobiernos y los bancos públicos, y líneas multilaterales, como *swaps* con otros bancos centrales y nuevas modalidades de préstamo del FMI). Algunos países, como China o Chile, introdujeron medidas importantes de impulso monetario y fiscal, aunque por lo general el tamaño del impulso fiscal en las economías emergentes fue menor que en las desarrolladas, siendo además los estabilizadores automáticos más limitados.

... y no se produjo un aumento significativo de las medidas proteccionistas

Por último, un aspecto positivo que cabe resaltar ha sido la escasez de reacciones proteccionistas en el ámbito comercial ante la crisis, favorecida sin duda por la dimensión de cooperación internacional con que se abordó desde un primer momento. Ello ha evitado una repetición de la espiral de barreras comerciales que siguió a la Gran Depresión, y que imposibilitó entonces una recuperación del comercio cuando se recuperó la producción.



FUENTES: Datastream, estadísticas nacionales, Fondo Monetario Internacional, Comisión Europea y Banco de España.

- a. Áreas analizadas: Sudeste de Asia 8 (India, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas), Europa Central 3 (República Checa, Hungría y Polonia) y América Latina 4 (Brasil, México, Chile y Colombia).
- b. Estimaciones para 2009 y previsiones para 2010 del FMI.
- c. Economías desarrolladas del G 20.
- d. El área del euro incluye a los cuatro países grandes: Alemania, Francia, Italia y España.
- e. Agregado ponderado de Brasil, Rusia, India y China.
- f. Porcentaje del PIB. Superávit (+) o déficit (-).
- g. Previsiones del FMI.

Los bancos centrales han sido uno de los actores principales, en muchos casos en estrecha coordinación con los Tesoros, en el apoyo al sistema financiero y a la demanda en los últimos dos años. Durante la crisis, la actuación tradicional de los bancos centrales a través del manejo de los tipos de interés, con el objetivo central de mantener la estabilidad de precios, se complementó con actuaciones no convencionales, que se orientaban a la estabilidad financiera y que destacaron por su intensidad y profundidad. Este recuadro se centra en la respuesta de la Reserva Federal (Fed) y del Banco de Inglaterra (BoE), los dos bancos centrales de los países desarrollados que implementaron una mayor diversidad de medidas no convencionales —junto con el Banco de Japón— (véase cuadro adjunto) y que, como consecuencia de ellas, generaron un mayor incremento de su balance para contrarrestar los efectos de la crisis.

A medida que la crisis se intensificó a finales de 2008, se produjo una reacción sin precedentes de los bancos centrales, en términos de rapidez, intensidad y amplitud de las medidas. Estas incluyeron inicialmente una reducción de los tipos de interés —especialmente rápida y agresiva en Estados Unidos y, posteriormente, en Reino Unido— hasta niveles cercanos a cero y una amplia provisión de liquidez a las instituciones financieras¹ a menor coste y plazos más largos de lo ha-

bitual. El BoE tuvo que adaptar sus operaciones de política monetaria para ampliar el tipo de colateral aceptado en las operaciones de provisión de liquidez y, en el caso de la Fed, también el número de contrapartidas. Dicha reacción contrasta con la de las autoridades monetarias de otras áreas, como el Banco Central Europeo, cuyo diseño operativo le permitió responder a las exigencias de provisión de liquidez sin necesidad de cambios profundos en su marco de actuación.

El deterioro de los mercados financieros después de septiembre de 2008 requirió el apoyo a segmentos específicos para recuperar la confianza, aumentar su liquidez y reducir los tipos de interés. Como consecuencia de la importancia de los mercados de capitales en Estados Unidos, la Fed fue especialmente activa en este tipo de acciones, que incluyeron la financiación de compras de activos específicos (principalmente, pagarés comerciales y determinadas titulizaciones) o la compra en firme de otros activos, como titulizaciones y deuda de las agencias hipotecarias con apoyo público (hasta representar el 8,8% del PIB), con el objetivo de moderar los tipos de interés hipotecarios. El BoE también realizó compras directas de algunos activos financieros privados, pero en una magnitud muy poco significativa. A partir del primer trimestre de 2009, ambos bancos centrales iniciaron compras en firme de bonos del Tesoro en el mercado secundario —algo que ya hacía desde hace largo tiempo el Banco de Japón— para reducir los costes de financiación a largo plazo en general y aliviar las tensiones en los mercados de crédito

1. Asimismo, se estableció una serie de *swaps* de divisas entre bancos centrales, especialmente frente a la Reserva Federal, para asegurar la provisión internacional de liquidez en moneda extranjera.

	Reserva Federal	Banco de Inglaterra	Banco Central Europeo	Banco de Japón	Banco de Canadá	Banco de Suecia	Banco Nacional de Suiza
Reducción de tipos de interés oficiales a niveles históricamente bajos							
Aumento de la provisión de liquidez a instituciones financieras							
Swaps internacionales de divisas							
Intervención directa en segmentos específicos de los mercados financieros							
Pagarés comerciales	Financiación para compra o compra en firme (a)	Compras en firme		Compras en firme			
Deuda corporativa		Compras en firme	Compras en firme	Compras en firme			Compras en firme
Activos titulizados	Financiación para compra						
Bonos garantizados (cédulas hipotecarias, entre otros)			Compras en firme				
Acciones en poder de los bancos				Compras en firme			
Titulización hipotecaria (MBS) y deuda de agencias (GSE)	Compras en firme						
Compras de bonos del Tesoro	Compras en firme	Compras en firme	Compras en firme	Aumento del ritmo de compras			
Apoyo a instituciones específicas	Bear Stearns, AIG	Northern Rock, RBoS, HBOS				Kaupthing Bank, Carnegie Investment Bank	UBS

FUENTE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

a. Compra en firme a través de un *Special Purpose Vehicle*.

en horizontes largos. En el caso de la Fed, las compras ascendieron a un total de 300 mm de dólares (2,1% del PIB), y en el del BoE, a 200 mm de libras (13,7% del PIB). Aunque el efecto de estas compras sobre los tipos de interés es difícil de calcular con precisión, la presión a la baja habría sido especialmente relevante en Reino Unido, donde las adquisiciones del BoE fueron, en 2009, incluso superiores a la emisión neta de deuda pública del Tesoro en el mercado primario. En mayo de 2010, ante las tensiones financieras derivadas de los problemas fiscales en el área del euro, el BCE decidió intervenir en los mercados de deuda pública y privada, con el objetivo de asegurar su buen funcionamiento como mecanismo de transmisión de la política monetaria. Por último, como se puede apreciar en el cuadro adjunto, ambos bancos centrales —al igual que el sueco y el suizo— apoyaron directamente a algunas instituciones específicas, como en el caso de Bear Stearns y AIG en Estados Unidos y Northern Rock en Reino Unido.

Todas estas acciones se reflejaron, especialmente a partir del cuarto trimestre de 2008, en un incremento de los balances de los bancos centrales y en una alteración sustancial de su composición tradicional, especialmente en el caso de la Fed, que ha incorporado activos de mayor riesgo (gráfico 1). En particular, desde el inicio de la crisis y hasta marzo de 2010, el balance de la Reserva Federal pasó del 6% al 16% del PIB, mientras que el del BoE se incrementó del 7% al 17% del PIB. Con todo, los cuantiosos incrementos de las bases monetarias resultantes de estas operaciones no se han traducido en aumentos de otros agregados monetarios y crediticios más amplios, debido a la drástica caída de los multiplicadores monetarios después de la crisis.

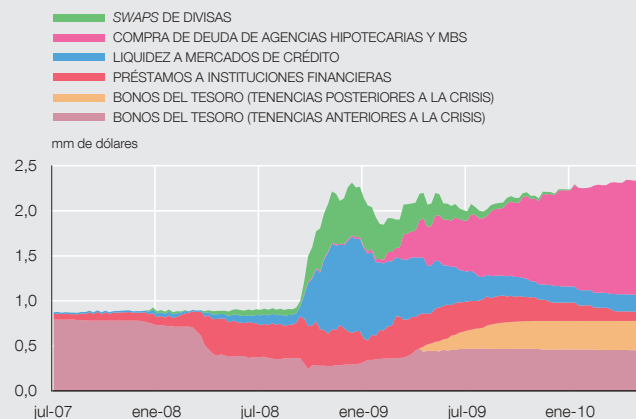
A medida que se ha avanzado en la normalización de los mercados financieros —gracias a las medidas implementadas— y han disminuido las tensiones de liquidez, el uso de las facilidades de liquidez y financiación —con un coste mayor que el acceso al mercado en condiciones normales— se ha reducido. De hecho, muchas de estas facilidades han expirado en Estados Unidos a finales de 2009 e inicios de 2010, según lo programado, con escasa repercusión en los

mercados. Asimismo, la compra en firme de activos del sector privado (especialmente importante en el caso de la Fed, que llegó a adquirir pagarés comerciales por un importe equivalente al 2,5% del PIB) se ha revertido casi por completo y esta facilidad también ha expirado según lo programado.

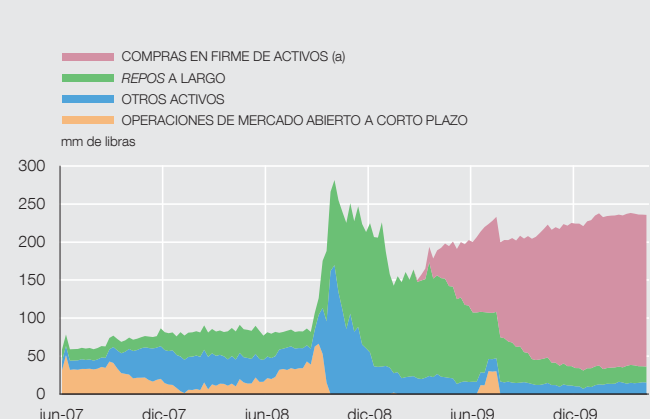
Sin embargo, las compras en firme de activos públicos (incluyendo la deuda y titulizaciones de las principales agencias de titulización hipotecaria, en Estados Unidos) mantienen el tamaño de los balances de la Fed y del BoE (gráficos 1 y 2) en niveles muy elevados. Precisamente, las perspectivas sobre el futuro de estos programas después de que se detuvieran las compras a finales del primer trimestre de 2010 marcaron la principal diferencia entre ambas instituciones: mientras que la comunicación de la Fed ha apuntado a un cese definitivo de las compras de estos activos, el BoE ha dejado abierta la posibilidad de que se reanuden dependiendo de la situación de su economía. En cualquier caso, estas elevadas tenencias de activos comprados en firme pueden generar las mayores dificultades y riesgos para el manejo futuro de la política monetaria, por el impacto que pueda tener su venta sobre los tipos de interés a largo plazo. Esta es una importante característica diferencial respecto al Banco Central Europeo, donde la compra de activos en firme (bonos garantizados) ha desempeñado un papel muy reducido.

Es probable que algunos de los cambios operacionales implementados durante la crisis —por ejemplo, la expansión del tipo de colateral de alta calidad utilizable y del número de contrapartidas— se mantengan, en la medida en que se ha demostrado la conveniencia de disponer de una instrumentación flexible para la provisión de liquidez en situaciones de tensión en los mercados, o incluso en circunstancias normales. Por otro lado, a medida que la situación económica y financiera se normalice, la política monetaria también tenderá a hacerlo y a reconducir su foco central hacia la estabilidad de precios. En todo caso, revertir el fuerte incremento de los balances del banco central conllevará un período de tiempo prolongado y ha requerido, en Estados Unidos en particular, el establecimiento de una batería de instrumentos adicionales para facilitar la estrategia de salida.

1 RESERVA FEDERAL

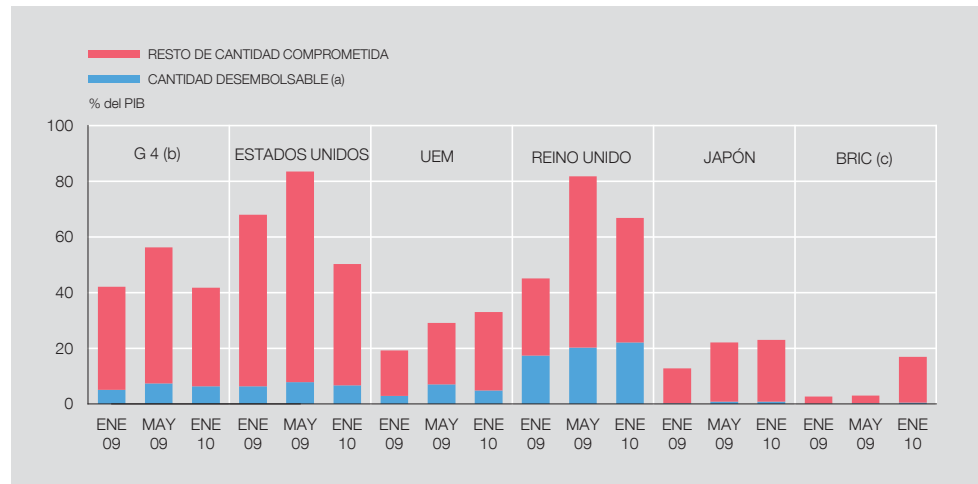


2 BANCO DE INGLATERRA



FUENTES: Reserva Federal y Banco de Inglaterra.

a. Compras en el marco de la *Asset Purchase Facility* (APF), principalmente de bonos del Tesoro.



FUENTES: Eurostat, estadísticas nacionales y Banco de España.

- a. Apoyos que tienen un coste fiscal efectivo cuando son utilizados.
- b. Agregado de Estados Unidos, UEM, Japón y Reino Unido.
- c. Agregado de Brasil, Rusia, India y China.

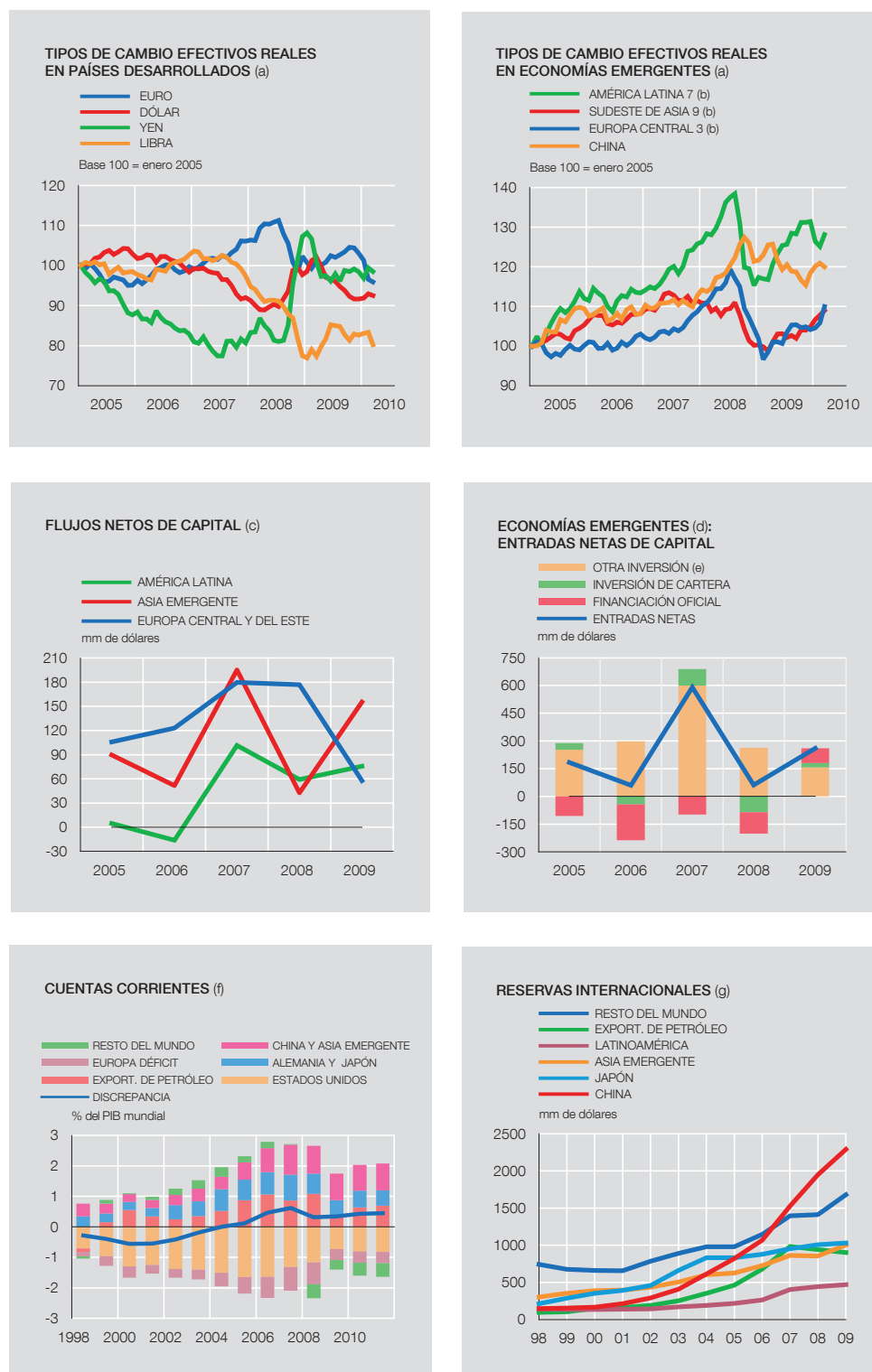
2.2 RECUPERACIÓN DE LOS MERCADOS Y ESTABILIZACIÓN DE LA ACTIVIDAD

La contundencia de las acciones de política económica fue clave en el restablecimiento de la confianza y en la estabilización de los mercados financieros...

... que se reflejó en una mejora generalizada de los indicadores financieros a partir de marzo de 2009

La contundencia de las acciones de apoyo al sistema financiero, que experimentaron un reforzamiento en la segunda mitad de marzo, favoreció el paulatino restablecimiento de la confianza de los agentes y la estabilización de los mercados financieros a partir de entonces. Esta mejoría se vio reforzada en abril por la publicación de unos beneficios para el primer trimestre del año mayores de lo esperado por parte de algunas de las principales entidades financieras y por el mantenimiento de los esfuerzos de coordinación internacional. La publicación en mayo de los resultados de las pruebas de esfuerzo (*stress test*) aplicadas a las entidades bancarias estadounidenses de mayor tamaño confirmó la capacidad de una mayoría de entidades para resistir en un escenario negativo, aunque en algunos casos ello requería un aumento de los colchones de capital existentes. Estos elementos contribuyeron a mejorar la percepción de los mercados sobre el sector y sus perspectivas.

En los mercados comenzó a arraigar la percepción de que lo peor quedaba atrás y comenzaron a observarse indicios de cierto repunte en el apetito por el riesgo. Este cambio de sentimiento se reflejó en una reducción de la volatilidad, un estrechamiento de los diferenciales de crédito y una recuperación de las cotizaciones bursátiles a partir de marzo. En este contexto, la elevada demanda de activos considerados como refugio en momentos de elevada incertidumbre (principalmente, bonos del Tesoro de Estados Unidos) revirtió, lo que favoreció la depreciación del dólar y del yen y el repunte en la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos. En consecuencia, y en el contexto de una política monetaria todavía muy acomodaticia, la pendiente de las curvas de rendimientos por plazos se amplió hasta niveles históricamente elevados. Esta evolución favoreció la normalización gradual —y lenta— de algunos mercados de financiación mayorista, que en el contexto de la crisis habían sido duramente castigados, reforzando el proceso de recuperación de la confianza en partes del sistema financiero. Un punto de inflexión similar se observó también en los índices bursátiles y en los diferenciales soberanos de las economías emergentes. Los tipos de cambio reales de las principales monedas de América Latina, sudeste asiático y de Europa Central pasaron a apreciarse en términos reales, mientras que la divisa china registraba, por el contrario, una notable depreciación real, debido a su fijación cambiaria con el dólar (véase gráfico 3.8).



FUENTES: Datastream y Fondo Monetario Internacional.

- a. Elaborados con precios de consumo. Un aumento (disminución) supone una apreciación (depreciación) de la moneda.
- b. Áreas analizadas: Sudeste de Asia 9 (India, Singapur, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas), Europa Central 3 (República Checa, Hungría y Polonia) y América Latina 7 (Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú).
- c. Agregados de países según la definición del FMI (WEO).
- d. África, América Latina y Caribe, Europa Central y del Este, Confederación de Estados Independientes, Oriente Medio y Asia Emergente.
- e. Incluye IDE y préstamos bancarios.
- f. Previsiones del WEO para 2010 y 2011.
- g. 2009: dato del tercer trimestre de 2009.

En el segundo trimestre de 2009 la economía mundial volvió a crecer, debido fundamentalmente a la aportación de Asia, y en particular de China...

En el ámbito de la actividad, el punto de inflexión se produjo en torno al final del primer trimestre. En el segundo trimestre del año las economías desarrolladas presentaron todavía tasas de crecimiento intertrimestrales negativas, pero muy cercanas a cero (algunas, como Japón, registraron incluso tasas ligeramente positivas). La estabilización de la actividad económica en este grupo de economías se basó en una fuerte aportación positiva de la demanda externa —especialmente, en Japón—, que compensó la aportación aún negativa de las existencias y la inversión —si bien mucho más moderada que en el primer trimestre de 2009—. Al mismo tiempo, los elevados estímulos monetarios y fiscales empezaron a reflejarse en una cierta recuperación del consumo y en una expansión del gasto público.

... de modo que se alejó la posibilidad de un colapso sistémico y se sentaron las bases para la reactivación

En la medida en que muchas economías emergentes registraron ya tasas de crecimiento positivas en ese segundo trimestre, la economía mundial creció un 3,6% trimestral anualizado en ese período. Tres puntos porcentuales de ese crecimiento vinieron explicados por las economías asiáticas, y en especial por China (que contribuyó 1,9 pp, tras crecer casi un 15% en tasa trimestral anualizada en ese período), sobre la base de un fuerte estímulo fiscal y un intenso incremento del crédito, dirigido especialmente a financiar la construcción de infraestructuras.

El cambio en la evolución de la actividad se reflejó en una inflexión favorable de las perspectivas de crecimiento globales, que en trimestres anteriores habían llegado a dibujar como escenario central una depresión global y prolongada. Así, a partir del segundo trimestre, las previsiones de crecimiento para 2010 tendieron a mejorar, incluidas las de la mayoría de las economías emergentes —Asia y América Latina, principalmente—, cuya capacidad de resistencia frente a la crisis quedaba puesta de manifiesto. En definitiva, la decidida respuesta de política económica permitió frenar la interacción negativa entre la situación financiera y la actividad, y restablecer paulatinamente una base de confianza, a partir de la cual se pudo activar una espiral positiva que fue reforzándose progresivamente a lo largo de 2009.

2.3 CONSOLIDACIÓN EN LOS MERCADOS Y RECUPERACIÓN DE LA ACTIVIDAD

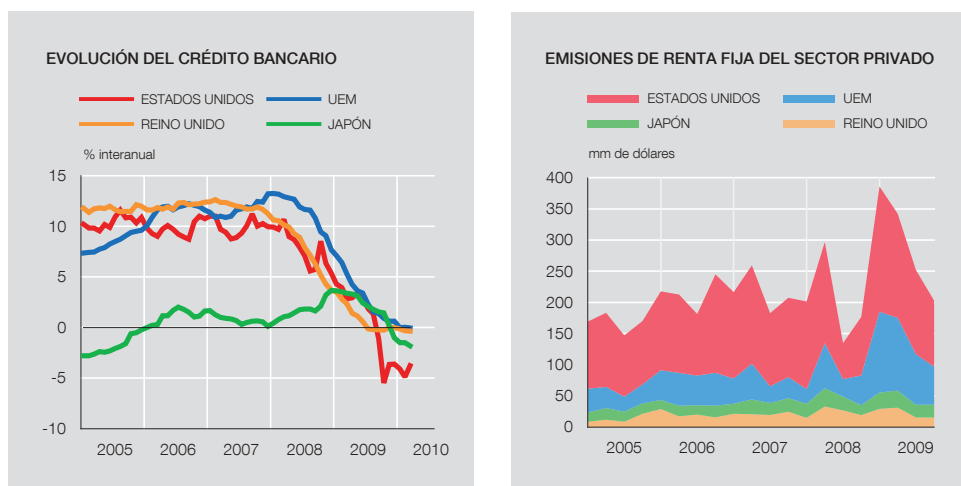
En la segunda mitad de 2009 los mercados financieros consolidaron su recuperación

En la segunda parte del año los mercados financieros consolidaron la recuperación iniciada en los meses anteriores, de modo que algunos indicadores, como los diferenciales de crédito en los mercados interbancarios o los diferenciales soberanos de numerosas economías emergentes, revirtieron hacia los niveles previos a la quiebra de Lehman Brothers, y otros, como las cotizaciones bursátiles o los índices de volatilidad, registraron una sustancial mejoría, aunque sin recuperar los registros previos. Esta mejoría hizo posible que se consolidaran los indicios de recuperación de algunos mercados de financiación que comenzaban a vislumbrarse en el segundo trimestre del año y que, por ejemplo, las entidades financieras reanudaran las emisiones de deuda sin recurrir a las garantías públicas —en un contexto de elevada liquidez—, o que a partir de mayo algunos bancos comenzaran a devolver las participaciones de capital público y las sustituyeran por capital privado. Sin embargo, la reactivación no fue general. En particular, los mercados de titulización continuaron manteniendo una actividad muy reducida o nula, en el caso de los productos más complejos.

Esta fase de recuperación se ha prolongado de modo prácticamente sostenido en el primer trimestre de 2010. No obstante, a partir de finales de 2009 los episodios de inestabilidad asociados a las dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos países comenzaron a sucederse, lo que se materializó en un repunte de la volatilidad y de la incertidumbre, que se agudizó desde finales de abril.

La situación del sector bancario fue mejorando a lo largo del año, pero el crédito siguió desacelerándose

A lo largo de 2009, la situación del sector bancario fue mejorando, lo que se reflejó en la publicación de beneficios mayores de lo esperado también en la última parte del año, producto de la negociación y tenencia de instrumentos financieros en los mercados de capitales, en especial los de renta fija pública, dada la elevada pendiente de la curva de rendimientos. Sin



FUENTES: Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de Japón y Dealogic.

embargo, la actividad de intermediación crediticia siguió mostrando signos de debilidad y el crédito mantuvo una senda de desaceleración gradual, hasta llegar a contraerse en términos interanuales a finales de 2009 e inicios de 2010 en las principales economías industrializadas, como se recoge en el gráfico 3.9. Si bien parte de esta contracción refleja un endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito, la debilidad de la actividad económica también redujo la demanda de financiación. Asimismo, esta debilidad siguió afectando al negocio tradicional del sector bancario, y la morosidad continuó aumentando en diversos segmentos, como el de hipotecas no residenciales en Estados Unidos (*commercial real estate*). Así, las entidades financieras de menor tamaño y más dependientes del negocio minorista siguieron presentando una elevada vulnerabilidad, que se reflejó en un creciente número de entidades intervenidas. Las dificultades de la financiación crediticia se reflejaron en un repunte en las emisiones de renta fija del sector privado no financiero, que en la medida de lo posible tendió a sustituir la financiación bancaria por el recurso a los mercados de capitales.

La recuperación de la actividad se consolidó a partir del tercer trimestre y se generalizó, aunque sin alcanzar el dinamismo previo a la crisis

En la segunda mitad de 2009 la actividad económica global repuntó y la recuperación se extendió a un número cada vez mayor de economías, incluidas las desarrolladas. El PIB mundial alcanzó tasas de avance superiores al 4,5% trimestral anualizado en el tercer y cuarto trimestres de 2009, terminando el año en tasas positivas de crecimiento interanual, en torno al 1,5% (véase gráfico 3.5), aunque los niveles de producto aún no alcanzaban los previos a la crisis. Por su parte, los flujos comerciales se reactivaron notablemente —ayudados por la recuperación de la actividad y cierta remisión de los problemas de financiación al comercio—, aunque a inicios de 2010 aún se mantenían un 8% por debajo de los niveles alcanzados al comienzo de 2008.

Las economías emergentes lideraron la recuperación, que siguió siendo muy dependiente de los estímulos de política, especialmente en las economías desarrolladas

La recuperación de la actividad fue liderada por las economías emergentes, en particular China, India y Brasil, impulsadas por la rápida recuperación de su demanda interna, y favorecidas por el menor deterioro de su mercado laboral y de su sistema financiero. La reactivación del comercio y, en particular, el incremento de los precios de las materias primas (especialmente intensa en el caso de los metales industriales) en la segunda mitad de 2009 también apoyaron la recuperación en partes de América Latina y en los países exportadores de petróleo. Así, las economías emergentes continuaron creciendo a un ritmo promedio en torno al 7,5% trimestral anualizado en la segunda parte de 2009, cerrando el ejercicio con una tasa interanual cercana al 4,5% en el cuarto trimestre y aportando

alrededor de cuatro quintas partes al crecimiento mundial en la segunda mitad del año. Por su parte, la recuperación de las economías desarrolladas siguió estando fuertemente apoyada en las extraordinarias medidas de soporte de la demanda interna —especialmente, a través de los estímulos fiscales— y en la reversión del ciclo de existencias, al tiempo que se producía una cierta estabilización de la inversión. No obstante, el crecimiento de este grupo de países fue aún bastante débil en el tercer trimestre (1,4% trimestral anualizado) y solo recuperó un mayor vigor en el último trimestre, con un crecimiento intertrimestral por encima del 3%, arrastrado por Estados Unidos. A pesar de ello, al finalizar el año el PIB en las economías desarrolladas se situaba todavía un 1% por debajo de su nivel de un año antes.

El ritmo de salida de la recesión fue diferente entre economías desarrolladas y emergentes, y también dentro de estos dos grandes grupos

Por tanto, una de las características de la recuperación de 2009, que se ha ido reforzando, es el diferente ritmo de salida de la recesión de las economías desarrolladas y emergentes —en contraposición con la sincronización de la caída de finales de 2008—. Pero estas diferencias no solamente se observan entre estos grupos de países, sino dentro de cada uno de ellos. Entre las economías desarrolladas la recuperación fue más vigorosa en Estados Unidos —que creció 5,6% trimestral anualizado en el cuarto trimestre—, donde el fuerte impulso al consumo derivado de las medidas de apoyo a la demanda se sumó a la mencionada reversión del ciclo de existencias, a partir del tercer trimestre. Por su parte, la demanda externa fue determinante en la recuperación —más moderada— de Japón y de la zona del euro.

Entre las regiones emergentes, la recuperación fue liderada —ya en el segundo trimestre de 2009— por los países asiáticos, en parte por el dinamismo de sus demandas internas y en parte por la recuperación del comercio. Economías como China, India o Indonesia, que solo experimentaron una desaceleración durante la crisis, sin llegar a contraerse, retornaron a tasas de crecimiento similares al promedio de la década y, en algunos casos, próximas a las de los años inmediatamente anteriores a la crisis. En contraposición, los efectos de la crisis fueron mayores en las economías emergentes con sistemas financieros más dependientes de la financiación exterior y que habían experimentado un fuerte crecimiento del crédito, como la mayoría de los países de Europa del Este. Por su parte, en América Latina, en contraste con su historia reciente, la crisis financiera global no ha deparado crisis financieras internas. A este comportamiento relativamente favorable ha contribuido la reducción de sus vulnerabilidades —debido, en particular, a la mayor solidez de sus sistemas financieros y a la mejora de las cuentas externas— en los años previos a la crisis, favorecida por la mayor estabilidad macroeconómica y por el incremento de sus términos de intercambio, consecuencia de los elevados precios de las materias primas.

El dinamismo de la recuperación se vio limitado por una serie de factores...

Como se ha señalado, en las economías desarrolladas la recuperación de la segunda mitad de 2009 no compensó plenamente la caída de la actividad durante la crisis, de forma que en el primer trimestre de 2010 no se habían recuperado aún los niveles previos de producto. El ritmo de salida de la recesión fue más lento que en recuperaciones pasadas, lastrado por la necesidad de desapalancamiento de los agentes privados, la fuerte reducción de la riqueza de los hogares y el endurecimiento de las condiciones de crédito, asociado a los ajustes en el sector financiero, todo lo cual derivó en una gran debilidad del mercado laboral. Algunos de los efectos negativos de la caída de la actividad sobre el sector bancario —por ejemplo, el aumento de la morosidad— tienen una fuerte inercia, mientras que los ajustes en curso en el sector bancario y su mayor cautela se han traducido en el mantenimiento de estándares de crédito restrictivos y dificultades de acceso en algunos segmentos de demanda. Además, el carácter sincronizado de la recesión global hizo muy difícil recurrir a las exportaciones como impulsor de la recuperación en los distintos países. De este modo, las amplias brechas de producción abiertas en la crisis apenas se han cerrado, aun teniendo en cuenta la reducción del producto potencial en la mayor parte de los países (véase gráfico 3.5).

... y continuó la destrucción de empleo en el segundo semestre de 2009

Cabe destacar la situación del mercado laboral, donde la destrucción de empleo continuó en la mayor parte de las economías durante la segunda mitad del año, aunque a ritmos cada vez menores, a pesar de la recuperación de la actividad. Los datos más recientes sugieren una cierta estabilización en la evolución del empleo y en las tasas de paro en las principales economías desarrolladas. No obstante, también en la evolución del mercado laboral se advierte cierta heterogeneidad en la respuesta a la crisis: mientras que en Estados Unidos el desempleo aumentó mucho más que en recesiones anteriores —5 pp entre el comienzo de 2008 y el final de 2009, hasta alcanzar el 10%—, en Japón y en la zona del euro su incremento se mantuvo dentro de los parámetros habituales. Además, en Estados Unidos la fase de destrucción de empleo y fuerte aumento de la productividad —del 5,1% interanual en el cuarto trimestre de 2009— ha sido más prolongada que en crisis anteriores. Por su parte, los países emergentes volvieron a crear empleo en la segunda mitad del año, salvo en algunas economías de Europa del Este, donde se concentran los principales problemas del mercado laboral.

La inflación general repuntó con el precio de las materias primas, pero las expectativas de inflación se mantuvieron estables

Las tasas de inflación interanuales, que incluso presentaron registros negativos durante buena parte del año en numerosas economías desarrolladas, repuntaron intensamente desde mediados de año. Un elemento clave en esta evolución fueron las fuertes oscilaciones del precio de los productos energéticos, que, al repuntar acusadamente tras su fuerte caída en la parte final de 2008, generaron un efecto base muy acusado desde entonces y hasta el primer trimestre de este año. Como se puede apreciar en el gráfico 3.3, la inflación mundial alcanzó un mínimo ligeramente por encima de 0% en julio de 2009, y cerró el ejercicio por encima del 2%, aunque, una vez corregido el efecto base que se acaba de señalar, se prevé poco recorrido adicional al alza. De hecho, la inflación subyacente ha permanecido relativamente estable desde mediados de 2009 y las expectativas de inflación, tanto las que se desprenden de encuestas como las implícitas en las variables financieras, permanecen ancladas en los objetivos de inflación, dadas la infrautilización de la capacidad productiva y la debilidad del mercado laboral. Japón marca un contrapunto a la evolución general reciente de la inflación, pues las tasas interanuales siguieron reduciéndose hasta octubre y permanecen en terreno negativo, sin que quepa esperar un cambio de signo durante 2010. En el otro extremo, cabe mencionar el caso del Reino Unido, donde la inflación permanece en tasas más elevadas que en el resto de economías desarrolladas, si bien el mayor repunte se atribuye al efecto del incremento del IVA en 2,5 pp en enero.

Por lo que respecta a las economías emergentes, las presiones inflacionistas están siendo mayores, dados el mayor dinamismo de sus demandas internas y el anclaje menos sólido de sus expectativas. Aunque hay notables diferencias entre ellas, la inflación en Asia —especialmente, en la India— ha aumentado más rápidamente que en otras regiones emergentes.

En 2009 los desequilibrios globales se corrigieron parcialmente y los flujos de capitales retornaron a las economías emergentes

La suma de los saldos por cuenta corriente en términos absolutos pasó del 4,8% del PIB mundial en 2007 al 3,1% en 2009 (véase gráfico 3.8). Estados Unidos redujo el déficit de su balanza por cuenta corriente del 4,9% al 2,9% de su PIB (del 1,2% al 0,7% del PIB mundial) entre finales de 2008 y el cuarto trimestre de 2009, mientras que en los países exportadores de petróleo el superávit se ha reducido en un 70%, hasta representar solo el 0,3% del PIB mundial. Esta cierta corrección de los desequilibrios globales vino explicada por la evolución relativa de las demandas internas, con una mayor contracción en los países desarrollados, y por el descenso medio del precio de las materias primas en 2009. Sin embargo, los factores que explican este ajuste sugieren que parte del mismo sería de naturaleza coyuntural. En los últimos trimestres de 2009 se produjo también una recuperación de los flujos globales de capitales que, propició, en particular, el retorno de las entradas hacia los países emergentes, debido a una mejora en las perspectivas de crecimiento, a un aumento

en el apetito por el riesgo y a la persistencia de amplios diferenciales de tipos de interés respecto a las economías desarrolladas. Estas entradas de capitales, que apuntan a que el retraimiento de los inversores hacia estas regiones durante la crisis fue transitorio, podrían provocar la reaparición de desequilibrios económicos y financieros internos, lo que ha llevado a algunos países —como Brasil, Perú o Taiwán— a introducir medidas restrictivas a la entrada de capitales, y a otros muchos, a reactivar los procesos de acumulación de reservas internacionales, para moderar la apreciación de sus monedas y como medida de autoaseguramiento frente a posibles reversiones bruscas de capitales. Por el contrario, en otras regiones, como Europa del Este, la recuperación de las entradas de capitales privados constituye un factor de alivio en el corto plazo, debido a sus cuantiosas necesidades de financiación.

Comenzaron a retirarse las medidas de apoyo financiero y se preparó el camino para la retirada del estímulo monetario...

A medida que la situación se fue estabilizando tras la crisis, la mayor parte de los Tesoros y bancos centrales comenzaron a retirar las medidas de apoyo financiero, tanto en las economías desarrolladas como de las emergentes, de forma que el monto del apoyo comprometido se ha ido reduciendo, aunque sigue siendo elevado (véase gráfico 3.7). Al mismo tiempo, muchos bancos centrales, especialmente en las economías desarrolladas, empezaron a diseñar sus estrategias de salida y a dar los primeros pasos en su instrumentación. Con todo, aunque ya se han producido algunos aumentos de tipos de interés oficiales en economías pequeñas, productoras de materias primas, como Australia y Noruega, cabe esperar que en la mayor parte de las economías desarrolladas el estímulo monetario se retire muy lentamente.

Por el contrario, en las economías asiáticas y en algunas latinoamericanas, el mayor dinamismo de la actividad se ha traducido en un endurecimiento de las políticas monetarias desde finales de 2009. En un principio el endurecimiento no supuso aumentos de tipos de interés, con el fin de evitar la intensificación de las entradas de capitales, sino que se adoptó otro tipo de medidas, como aumentos de los coeficientes de reservas (como China) o restricciones a las entradas de capitales externos (como Brasil). No obstante, a principios de 2010 se han producido los primeros incrementos de tipos oficiales, comenzando por Asia. Por último, a medida que las elevadas necesidades de liquidez en moneda extranjera fueron aplacándose, los *swaps* de divisas entre los principales bancos centrales (una de las principales medidas coordinadas internacionalmente) fueron reduciéndose, y se desactivaron en su mayoría a inicios de 2010, aunque el recrudescimiento de la volatilidad financiera derivada de los problemas fiscales en el área del euro ha llevado a reactivarlos en el mes de mayo entre los bancos centrales de las economías desarrolladas.

... mientras que las finanzas públicas registraron un fuerte deterioro

Las finanzas públicas han continuado deteriorándose marcadamente (véase gráfico 3.6). En el caso de las economías desarrolladas, este empeoramiento tiene un componente estructural importante y será difícil que se reabsorba durante la recuperación en una parte significativa, mientras que en las economías emergentes —donde el deterioro fiscal ha sido moderado— este ha tenido una naturaleza predominantemente cíclica. En el conjunto de las economías avanzadas, el déficit se situó en el 10% en 2009, con un incremento de 5,4 pp respecto al año previo, siendo más elevado aún en las tres principales economías desarrolladas fuera del área del euro, donde el deterioro fue más moderado. De ese incremento, más de la mitad se ha trasladado al saldo estructural. Aunque Japón partía de una situación fiscal más delicada, el incremento del déficit fue más acusado en aquellos países donde el sistema financiero se vio más afectado: Estados Unidos, donde el déficit se duplicó, hasta el 12,6% del PIB, y Reino Unido, donde se incrementó en 6,5 pp del PIB, hasta el 11,3%. La evolución de la deuda en estas economías ha sido también muy desfavorable, con incrementos superiores a 20 pp del PIB —en términos brutos— entre 2007 y 2009 (algo menos en el área del

euro), alcanzando niveles cercanos al 84% del PIB en Estados Unidos y al 70% en Reino Unido a finales de 2009. Se espera, además, que la tendencia al incremento de la deuda persista a pesar de la recuperación económica.

La preocupación por la sostenibilidad de la deuda pública ha limitado el margen de actuación expansiva de las políticas fiscales, y se ha reflejado en episodios de volatilidad financiera y presiones al alza sobre los tipos de interés soberanos en algunos países.

3 El panorama tras la recuperación

3.1 EL LEGADO DE LA CRISIS

La crisis ha provocado una reducción del producto potencial de la economía

Antes de valorar las perspectivas económicas de corto plazo, resulta conveniente tomar cierta distancia de la coyuntura y analizar el legado que deja la crisis, y que determinará, en buena medida, el ritmo y la duración de la recuperación económica.

Una consecuencia bien conocida de la crisis es el impacto contractivo sobre los factores productivos —trabajo y capital— y sobre el producto potencial. Más allá del carácter cíclico del empleo, el incremento del desempleo estructural y la menor tasa de participación asociada a las recesiones no solo reducen el nivel de producto potencial, sino que también pueden afectar negativamente a su tasa de crecimiento de modo persistente, limitando así la capacidad de crecimiento de la economía de modo prolongado.

Dada su profundidad, su naturaleza financiera y la magnitud de la respuesta de las autoridades, la crisis dejará profundas secuelas, que condicionarán la senda de crecimiento en el medio plazo

Pero la crisis va a dejar otro tipo de secuelas en el sistema económico y financiero que también pueden condicionar el crecimiento de medio y largo plazo en las economías avanzadas y, por ende, en la economía mundial. Este legado es consecuencia de la propia profundidad de la crisis y de la magnitud de la respuesta de las autoridades, pero también se deriva de los desequilibrios globales en la etapa de crecimiento anterior a la crisis y que todavía suponen ajustes pendientes. Más concretamente, se pueden destacar, al menos, tres elementos que pesarán sobre las perspectivas económicas en los próximos años: el redimensionamiento y la recomposición del sistema financiero, el proceso de desapalancamiento de los agentes privados no financieros y el deterioro de las finanzas públicas.

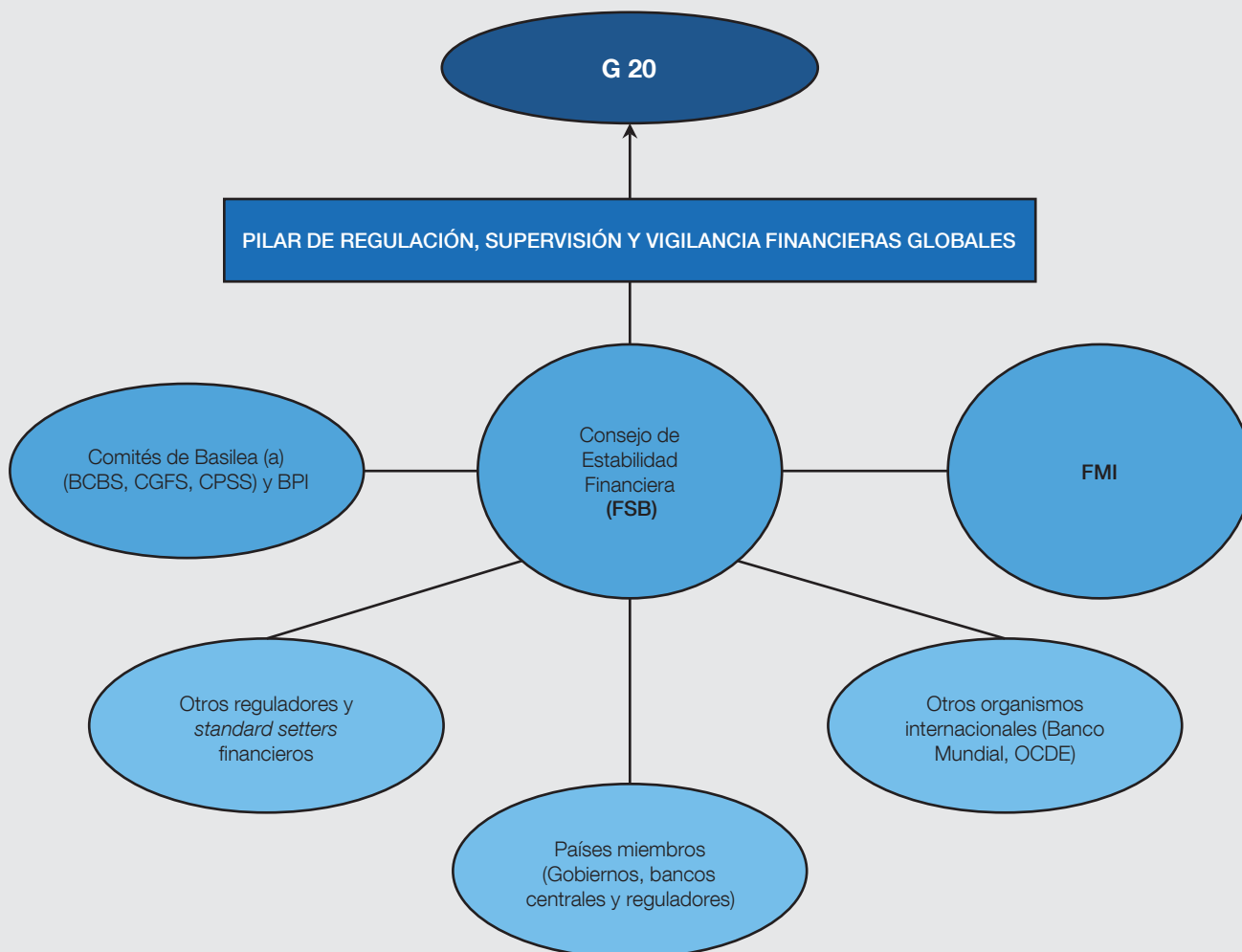
La capacidad de intermediación financiera de las economías se ha visto reducida de manera duradera

Las recesiones acompañadas o inducidas por crisis financieras y bancarias dejan secuelas más duraderas y profundas por el deterioro de la capacidad de intermediación financiera de la economía que provocan. Como consecuencia de la crisis, el tamaño del sistema financiero se ha reducido considerablemente, debido tanto a la desaparición de entidades como a la contracción del negocio. Una parte de esta contracción viene inducida por la caída de la actividad, pero otra parte —no necesariamente menos importante— puede resultar mucho más persistente. En particular, algunos segmentos de los mercados de titulización, sobre todo de productos estructurados, estaban fundamentados en una estructura de asignación de riesgo y en unas instituciones de mercado inadecuadas, que han estado en el origen de la crisis y que han dejado de existir.

Por otro lado, después de una crisis, el entorno financiero suele mostrar unos comportamientos y estrategias más cautos, en marcado contraste con la elevada preferencia previa por el riesgo, y que tenderá a reflejarse en el retorno a un modelo más tradicional de negocio por parte de las instituciones financieras. Por encima de estos elementos se superponen los desarrollos regulatorios nacionales, coordinados a escala global y encaminados a robustecer los sistemas financieros y mitigar la recurrencia de futuras crisis (véase recuadro 3.2). Todo ello se traducirá probablemente en condiciones de financiación menos holgadas que las observadas antes de la crisis, lo que puede limitar la disponibilidad de crédito en la economía y suponer un mayor coste de financiación, no solo en el corto, sino también en el medio y largo plazo. No obstante, las reformas son necesarias para sentar las bases de un sistema financiero más sólido y estable para el futuro.

Durante el último año se han dado pasos fundamentales para el establecimiento de un nuevo marco global de coordinación internacional en los ámbitos de la regulación y de la supervisión del sistema financiero. Este nuevo marco surge como reacción a la crisis financiera y pretende configurar un sistema económico y financiero internacional más robusto y estable, que, por una parte, contribuya a evitar nuevas crisis y, por otra, mitigue su impacto global en caso de que se produzcan. Los objetivos básicos de esta coordinación son reforzar la base de capital y la liquidez de las entidades bancarias; reducir la probabilidad y el impacto de la quiebra de las entidades sistémicas; aminorar su interconectividad; evitar la toma excesiva de riesgos y fomentar una valoración adecuada de los mismos; y ampliar y profundizar la supervisión y la regulación financieras en los segmentos relevantes y en el ámbito transnacional. Estos objetivos no difieren, en general, de los objetivos de estabilidad financiera a escala nacional, pero la naturaleza cada vez más global de los sistemas financieros requiere un alto grado de coordinación internacional en su consecución.

El impulso fundamental a la cooperación en el ámbito financiero se produjo con la creación del Consejo de Estabilidad Financiera —*Financial Stability Board (FSB)*—, en la cumbre del G 20 de abril de 2009, que tuvo lugar en Londres. El FSB se creó a partir del anterior Foro de Estabilidad Financiera (FSF, por sus siglas en inglés), del que formaban parte los países del G 7, junto con otros países afectados por la crisis asiática. Al FSB se incorporaron los países emergentes del G 20, así como España y la Comisión Europea. El FSB puede considerarse como el nuevo pilar global para la estabilidad financiera, que se añade a las tres instituciones nacidas en Bretton Woods, tras la Segunda Guerra Mundial: el Fondo Monetario Internacional (FMI), centrado en la estabilidad económica; la Organización Mundial del Comercio (OMC), encargada del comercio internacional, y el Banco Mundial, para los temas de desarrollo. En este recuadro se describen de forma somera la arquitectura de la cooperación financiera internacional (esquematisada en el gráfico adjunto) y las principales tareas que —en el ámbito de la regulación, supervisión y vigilancia financieras— se están llevando a cabo en este marco.



FUENTE: Banco de España.

a. Según sus siglas en inglés:
 BCBS: Comité de Supervisores Bancarios de Basilea.
 CGFS: Comité sobre el Sistema Financiero Global.
 CPSS: Comité de Sistemas de Pago y Liquidación.

El FSB reporta, en última instancia, al G 20, instituido como el foro central para la coordinación económica y financiera global. Los miembros del FSB son las autoridades de los ministerios, los bancos centrales y los supervisores de los países del G 20 (más España, Holanda, Suiza, Singapur y Hong Kong), la Comisión Europea, el BCE, el FMI, otros organismos internacionales (OCDE, Banco Mundial), el Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BIS, por sus siglas en inglés) y los comités emisores de estándares internacionales [el Comité de Supervisores Bancarios de Basilea (BCBS), la Organización Internacional de Comisiones de Valores, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros y el Consejo de Estándares Contables Internacionales]. Cabe destacar, en este contexto, los trabajos del BCBS, que coordina a los principales bancos centrales y supervisores bancarios en la definición de los estándares internacionales de normativa bancaria (entre los que destacan los acuerdos de capital, conocidos como Basilea I, II y, ahora, III). Asimismo, el FMI está colaborando estrechamente con el FSB en algunos aspectos; en particular, en temas de estabilidad financiera global, que se añaden a sus tareas habituales de vigilancia económica y financiera de los países, mediante los informes del artículo IV y los programas de evaluación del sector financiero (FSAP). El FSB, por su parte, proporciona *input* a los ejercicios de alerta temprana que elabora periódicamente el FMI. El nuevo esquema refuerza, además, la coordinación y la priorización de los proyectos de reforma promovidos por los diferentes comités internacionales encargados de la supervisión y de la regulación (bancarias, contables, seguros, mercados de valores, etc.). En definitiva, el FSB asume una función de dirección estratégica del trabajo de estas instituciones en el ámbito financiero, frente a la independencia funcional que mantenían antes de la crisis, e instaura un esquema de coordinación, cuyo objetivo es desarrollar e implementar una política regulatoria, supervisora y de vigilancia que fortalezca los sistemas financieros nacionales y asegure la estabilidad del sistema financiero global.

En el último año, al amparo del FSB, se han promovido propuestas importantes de reforma del marco financiero global, en diversos frentes: el regulatorio, el contable y las infraestructuras de mercado. Los objetivos generales de las reformas propuestas son: reducir el riesgo sistémico en el ámbito de instituciones, mercados e instrumentos; mejorar las prácticas de gestión del riesgo en los ámbitos de la liquidez y de la financiación; reforzar los estándares de contabilidad; mejorar los estándares internacionales de supervisión y de regulación; revisar y ampliar el perímetro de regulación y supervisión; y desarrollar un marco de supervisión macroprudencial.

En el ámbito más específicamente regulatorio, cabe destacar los trabajos del BCBS, que han dado lugar a propuestas para aumentar y reforzar la calidad del capital y la liquidez de las entidades financieras y para definir los procesos de resolución de entidades sistémicas activas internacionalmente. En concreto, el BCBS está revisando la

definición de capital regulatorio y la medición del riesgo de contraparte y está estudiando la introducción de una ratio de apalancamiento, de mecanismos de mitigación de la prociclicidad y de un estándar de liquidez. En el ámbito de los mercados, existen propuestas para el refuerzo de las infraestructuras y para promover la liquidación de instrumentos derivados que ahora se negocian fuera de mercados regulados (OTC) a través de Cámaras de Contrapartida Central y para la mejora de la información disponible sobre posiciones de los agentes. En el ámbito de la contabilidad, destacan el proceso de convergencia entre las instituciones encargadas de fijar los estándares contables (IASB y FASB) y los trabajos orientados a mejorar el tratamiento de las provisiones por pérdidas esperadas y la valoración de instrumentos financieros y de actividades de préstamos, la convergencia entre los enfoques de compensación y de tratamiento de *repos*, así como las iniciativas destinadas a mejorar el diálogo entre instituciones en los ámbitos contable, prudencial y regulador. Además, se han hecho llamamientos a mejorar la transparencia y a limitar el apalancamiento de los *hedge funds*, y para mejorar la supervisión de las agencias de calificación crediticia. Por último, hay que señalar que algunas iniciativas han suscitado un amplio debate público, en particular las relativas al posible establecimiento de algún tipo de tasa o impuesto a las instituciones financieras, que canalice su contribución al pago de los programas de rescate públicos del sector, o las discusiones acerca de las prácticas de remuneración de las entidades financieras, especialmente las que han contado con un respaldo explícito de los Gobiernos.

En definitiva, la concertación entre países nacida como respuesta a la profunda crisis financiera ha cristalizado progresivamente en un nuevo marco de coordinación económica y financiera global, que aún está en proceso de consolidación. En el ámbito de la regulación, la supervisión y la vigilancia del sistema financiero los avances han sido notables, aunque la mayoría de las iniciativas están aún en fase de valoración, diseño y desarrollo; los retos para que este nuevo marco esté a la altura de sus ambiciosos objetivos son considerables. Por un lado, se está avanzando en múltiples y muy diversos frentes, lo que requiere una visión de conjunto para alcanzar un resultado final coherente que no atenece el funcionamiento del sistema financiero —en especial, el flujo de crédito a la economía—, ni evite el desarrollo de la innovación en el sistema. Por otro lado, se requiere un esfuerzo sostenido de coordinación, no solo entre países, sino también entre instituciones, como el FMI o el BIS, que ahora comparten tareas y funciones con el FSB. A medida que avance el proceso, se irá clarificando la división del trabajo y las funciones específicas se irán delimitando con mayor claridad. Por último, existe el riesgo de que, a medida que se normalice la situación económica y financiera, se debiliten los incentivos para la coordinación internacional y el proceso pierda el impulso que ha alcanzado en el último año y que cabe valorar muy positivamente.

La recomposición de balances del sector privado será prolongada

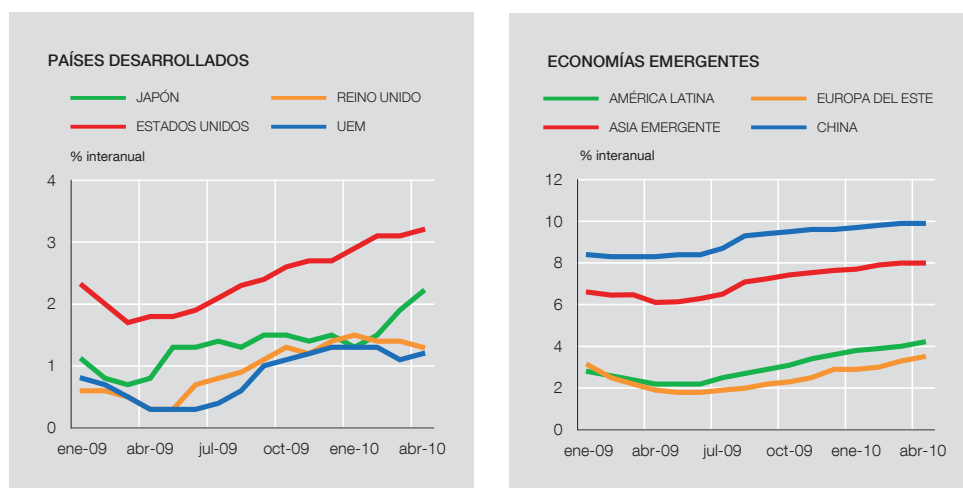
El segundo elemento que se ha de considerar es el proceso de desapalancamiento o reducción del endeudamiento en el sector privado no financiero. Tras una recesión suele producirse un reajuste en los balances financieros de hogares y empresas, encaminado a reducir el nivel de endeudamiento. Los elevados niveles de endeudamiento alcanzados en numerosas economías desarrolladas, como Estados Unidos, Reino Unido o la propia España, en los años previos a la crisis fueron propiciados por un contexto de elevado dinamismo económico, bajos costes de financiación, excesiva toma e inadecuada valoración del riesgo y aumentos en los precios de los activos, que a la postre se revelaron insostenibles. El cambio en el panorama económico tras la crisis, la corrección del precio de los activos —particularmente intensa en el caso de los inmobiliarios— y la mayor preferencia por el ahorro de los agentes apuntan a un sustancial ajuste a la baja de las ratios de endeudamiento, sobre todo de los hogares. Este ajuste está en curso (véase la evolución de las ratios de endeudamiento en el gráfico 1.2) y, según se desprende de experiencias pasadas, podría prolongarse por varios años, lo que supone un lastre adicional sobre el crecimiento en ese período.

Los desequilibrios fiscales limitarán el crecimiento a través de la elevación de los costes de financiación de la economía o a través de la consolidación fiscal

El fuerte deterioro de las finanzas públicas en muchas economías desarrolladas constituye el tercer factor limitativo de las perspectivas de largo plazo. Aunque parte del desequilibrio fiscal tiene como objetivo sostener la actividad productiva, la parte estructural del deterioro experimentado por los saldos fiscales persistirá, una vez asentada la demanda y retirados los estímulos fiscales. En estas circunstancias, se corre el riesgo de una deriva al alza en la deuda pública —intensificada por los costes crecientes relacionados con el envejecimiento de la población— si no se toman medidas decididas para evitarlo. En cualquier caso, las necesidades de financiación del sector público detraerán de modo persistente una notable cantidad de recursos financieros del resto de los sectores de las economías desarrolladas. Por ello, una vez estabilizada la actividad y normalizado el tono de la política monetaria, los desequilibrios fiscales tenderán a traducirse en mayores tipos de interés a largo plazo. Además, las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda en algunos países pueden suponer un incremento adicional de los costes de financiación del sector público —y de la economía en general—. Por todo ello, resulta fundamental que las economías desarrolladas acometan un proceso de consolidación fiscal, más urgente e intenso en los países con una peor situación fiscal subyacente, para frenar y, a ser posible, revertir la tendencia al alza de la deuda. La estabilización de la deuda permitirá, además, generar un mayor margen de maniobra si fuera necesario introducir estímulos en el futuro. Aunque esta consolidación ejercerá un efecto contractivo sobre la actividad en el corto plazo, este no será mayor que el derivado de unos costes de financiación permanentemente más elevados, cuya probabilidad será más alta cuanto menores sean las perspectivas de un ajuste fiscal creíble y profundo.

Las economías emergentes se verán relativamente menos afectadas, aunque pueden verse perjudicadas por una menor demanda externa y una menor disponibilidad de financiación

El hecho de que este repaso al legado de la crisis se haya centrado en las economías avanzadas es reflejo del diferente impacto que esta ha tenido entre el grupo de economías avanzadas y el de las emergentes. Aunque las economías emergentes han sufrido un severo impacto económico, la crisis ha tenido para ellas un origen predominantemente exógeno y no ha afectado de manera sustancial a sus sistemas financieros, al tiempo que su situación fiscal se ha deteriorado en mucha menor medida que en las avanzadas. Por ello, la reducción del producto potencial en estas economías ha debido de ser menor y el impacto sobre la tasa de crecimiento a medio plazo posiblemente escaso y menos persistente, salvo, quizás, en las economías de Europa del Este. No obstante, la demanda externa proveniente de las economías desarrolladas o la menor disponibilidad de financiación a escala global afectarán a su capacidad de crecimiento en los próximos años.



FUENTE: Consensus Forecasts.

a. Se muestran las previsiones de crecimiento en 2010, realizadas en las fechas señaladas en el eje horizontal.

3.2 PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

En 2010 se espera una recuperación gradual de la economía mundial, rodeada de una notable incertidumbre

A pesar de la reducción del crecimiento potencial se mantendrán brechas de producción significativas

El dinamismo será mayor en las economías emergentes

La demanda del sector privado lastrará el crecimiento de las economías más desarrolladas

Tomando en consideración este contexto de medio plazo, las perspectivas económicas para 2010 contemplan un escenario central de recuperación gradual, pero frágil, en un contexto de tendencia a la normalización en los mercados financieros, cauta reactivación de la demanda privada en las economías avanzadas, y retirada paulatina de los estímulos y apoyos de política económica. No obstante, este escenario está rodeado de una elevada incertidumbre, dadas las fragilidades que siguen mostrando tanto el sistema financiero como la economía, el proceso de ajuste en curso y las dudas que generan los elementos analizados en la sección anterior. Por ello, el ritmo de retirada de los apoyos de política económica estará condicionado por el curso de los acontecimientos.

En cualquier caso, se han producido revisiones paulatinas al alza de las previsiones de crecimiento para 2010 (véase gráfico 3.10). Parte de este aumento de las previsiones representa efectos arrastre positivos, derivados del fuerte crecimiento en el cuarto trimestre de 2009, pero también la expectativa de que la demanda interna pueda cobrar en 2010 un mayor dinamismo que el observado el año anterior en muchas economías desarrolladas y emergentes. De este modo, las previsiones de los principales organismos apuntan a un crecimiento del PIB mundial de alrededor del 4% en 2010 y 2011. Estas cifras son inferiores, en alrededor de 1 pp, al ritmo de crecimiento mundial en los años previos a la crisis, y suponen el mantenimiento de brechas de producción aún significativas, especialmente en las economías desarrolladas.

Las economías emergentes se prevé que experimenten un rebote de la actividad, hasta tasas ligeramente superiores al 6%, en los próximos dos años, especialmente intenso en Asia (China e India) y Brasil, de la mano de un fuerte impulso de la demanda interna y de un mayor dinamismo del comercio, especialmente entre los propios emergentes. En el otro extremo, las economías emergentes de Europa del Este mostrarían una recuperación débil, condicionada por la necesidad de sanear los balances del sector privado.

En contraste, y de acuerdo con las previsiones del FMI, las economías desarrolladas se expandirán a un ritmo en el entorno del 2,3% en los próximos dos años, lo que supone una salida lenta, en comparación con fases recesivas previas. Por un lado, el efecto de los estímulos fiscales y de la reversión del ciclo de existencias, determinantes del dinamismo de la

actividad en la parte final de 2009, desaparecerá a lo largo del año. Por otro lado, algunos de los elementos identificados anteriormente ralentizarán la dinámica de la recuperación: la debilidad de los mercados laborales —con altas tasas de paro en muchas economías—, el aún elevado endeudamiento de las familias y el escaso dinamismo del crédito seguirán representando un freno para la evolución de la demanda del sector privado. Con todo, al igual que en el caso de las economías emergentes, existen marcadas diferencias en el ritmo de recuperación, destacando Estados Unidos como el país con el mayor dinamismo entre las mayores economías desarrolladas, en parte reflejo de un mayor avance en el proceso de reabsorción de algunos de sus desequilibrios internos, y en parte por la estabilización de su sistema financiero.

Las brechas en la producción mantendrán contenida la inflación en las economías desarrolladas, mientras que habrá más presiones al alza en las economías emergentes

En consonancia con la notable infrautilización de la capacidad de producción en las economías desarrolladas, las presiones inflacionistas deberían, en principio, mantenerse contenidas, a pesar del incremento del precio de las materias primas, e incluso se espera una cierta reducción de las tasas respecto a las actuales. En contraposición, el mayor dinamismo de la demanda interna en las economías emergentes podría empujar las tasas de inflación al alza en 2010.

La corrección de los desequilibrios globales se interrumpirá y los flujos de capitales a las economías emergentes pueden estar sometidos a cierta volatilidad

En este escenario, se prevé una progresiva recuperación de los flujos comerciales y de capitales. La corrección de los saldos exteriores observada durante la crisis se interrumpirá, al hilo de la recuperación de la demanda interna de los países deficitarios, y es previsible que los desequilibrios globales experimenten un cierto incremento respecto a 2009. Por último, aunque los flujos de capitales a las economías emergentes prosigan su recuperación, fundamentada en sus mejores perspectivas de crecimiento, los amplios diferenciales de rendimiento y el mayor apetito global por el riesgo, es difícil que alcancen los niveles previos a la crisis y se podría verificar una notable volatilidad en estos flujos, sobre todo a medida que vayan cambiando las condiciones de liquidez de las economías desarrolladas.

El crecimiento podría ser mayor si continúa la interacción favorable entre el sector financiero y el real

Este escenario central tiene importantes elementos de incertidumbre. Por un lado, es posible que, como ha ocurrido en la fase de recuperación, la interacción positiva entre la mejoría del sector financiero y el sector real tenga efectos más favorables de lo previsto. A ello podría contribuir una resolución más rápida de los interrogantes asociados al nuevo marco regulatorio de la actividad financiera nacional y transfronteriza.

Un primer riesgo a la baja proviene de un menor dinamismo de la demanda privada por una menor recuperación del empleo y/o una mayor restricción al crédito

Sin embargo, los elementos de incertidumbre que podrían aminorar el crecimiento en los próximos trimestres parecen predominar sobre los anteriores. El principal, sin duda, se refiere al dinamismo de la demanda del sector privado y a la posibilidad de que los factores que pesan sobre el consumo y la inversión privados tengan mayor fuerza que la anticipada. Por un lado, la recuperación del empleo, especialmente en Estados Unidos, ha sido menor de lo que cabría esperar de la relación histórica entre esta variable y el nivel de actividad, con el riesgo de que una parte de los desempleados mayor que la anticipada pase a incrementar el desempleo estructural —especialmente, en las economías con mercados laborales menos flexibles— y contribuya a mantener deprimido el consumo de las familias. Por otro lado, el dinamismo de la demanda del sector privado puede verse limitado si no se reactiva la concesión de crédito a medida que se avanza en la recuperación de la actividad, lo cual no es descartable, dados la frágil situación financiera subyacente y los procesos de reforzamiento de la regulación en marcha. De producirse una restricción de crédito mayor que la anticipada, el impacto recaería principalmente sobre las familias y pequeñas y medianas empresas —que cuentan con menores posibilidades de acceso directo a la financiación a través de los mercados financieros—, con efectos negativos sobre el consumo y la creación de empleo, muy influida esta última por el dinamismo de dicho tipo de empresas.

Otro riesgo a la baja proviene de la gestión de la salida de los apoyos monetarios, financieros y fiscales...

Un segundo tipo de riesgo se deriva de la situación y de la evolución de las políticas económicas. Por un lado, la salida de los apoyos monetarios y financieros puede complicarse, en la medida en que la evolución económica y financiera se desenvuelva de modo diferente al previsto. No se pueden descartar situaciones que presenten dilemas de política económica que se resuelvan con un impacto negativo sobre la actividad y la estabilidad financiera. En un contexto en el que las expectativas de inflación, en general, están bien ancladas, estos dilemas tienen más probabilidad de producirse en la esfera fiscal, que es, por sí misma, una de las fuentes de riesgo e incertidumbre más importantes.

La frágil situación de las finanzas públicas no solo tiene implicaciones importantes para las perspectivas económicas en el largo plazo, sino que también contiene elementos de riesgo adicional sobre la recuperación económica y la estabilidad financiera en el corto plazo, a través de dos posibles canales. En primer lugar, un incremento de la preocupación de los agentes por la sostenibilidad de la deuda o las necesidades de financiación del sector público puede, bien forzar un ajuste fiscal antes de lo previsto, o bien inducir un incremento generalizado de las primas por riesgo de crédito y de los tipos a largo plazo, lo que aumentaría el coste de financiación al sector privado y la volatilidad financiera. Además, un súbito e inesperado incremento de los tipos de interés a largo plazo podría generar pérdidas en instituciones financieras muy expuestas al riesgo de tipo de interés —atraídas por el diferencial entre tipos de interés a corto y a largo plazo— y traducirse en un endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito. Estos factores comprometerían la recuperación de la actividad y el proceso de normalización financiera, en la medida en que aún no están firmemente asentadas. De todo ello se concluye que la frágil posición fiscal de las economías desarrolladas supone uno de los mayores elementos de riesgo en el escenario actual, de forma que la consolidación fiscal se configura como uno de los principales retos de las autoridades económicas de nuestras economías.

... y el precio de las materias primas podría llegar a constituir un riesgo al alza sobre la inflación

Por último, el precio de las materias primas podría incrementarse a un ritmo sustancialmente superior al moderado crecimiento previsto en los próximos años. Esta posibilidad supondría un riesgo para la recuperación de la actividad —especialmente, la de las economías desarrolladas— y contribuiría a una inflación global mayor que la del escenario central descrito líneas arriba.

3.3 CONSIDERACIONES ADICIONALES

Las economías emergentes ganarán peso en la economía mundial

La economía global afronta la recuperación con debilidades, tanto en el corto plazo como en un horizonte más dilatado. No obstante, como se ha señalado, el punto de partida es bastante más favorable en las economías emergentes que en las desarrolladas, de forma que cabe esperar que las primeras tiendan a ganar peso en la economía mundial, no solo en términos de tamaño o de contribución al crecimiento del PIB mundial, sino como posible factor sustentador de la demanda global.

Las economías desarrolladas experimentarán cambios estructurales profundos en el ámbito real y financiero

Los desafíos que afronta la economía global —y, en particular, los países desarrollados— son, pues, múltiples, e implican cambios estructurales profundos. En el ámbito real, estos cambios incluyen, entre otros, un ajuste y recomposición de las bases de crecimiento de la demanda privada y la reconducción de las finanzas públicas a una senda sostenible, a través de una estrategia creíble y bien planificada de consolidación fiscal. Estos objetivos serían facilitados por un avance de las reformas estructurales, de naturaleza diferente en cada país, que elevará el crecimiento potencial a medio plazo. Un reto importante lo constituye la reestructuración del sistema financiero, fundamentado en bases más sólidas y estables, a lo cual deben contribuir activa y efectivamente también los nuevos foros de coordinación internacional descritos en el recuadro 3.2.

Pero también es esencial el mantenimiento de la credibilidad de las políticas monetarias, para asentar sobre bases sólidas el crecimiento futuro

Es imprescindible en estas circunstancias difíciles el manejo firme y creíble de las políticas económicas, que deben abordar reformas de profundo calado en el ámbito real, fiscal y financiero —que son diferentes en cada país—. En este sentido, cabe subrayar que la preservación de la credibilidad de las políticas monetarias constituye un elemento fundamental del andamiaje de las políticas económicas, pues la estabilidad de precios constituye uno de los pilares básicos del crecimiento en el largo plazo.

Por último, cabe recordar que la crisis fue consecuencia de excesos financieros y patrones de crecimiento insostenibles, incubados durante la fase expansiva previa. Por ello, las reformas y cambios estructurales mencionados —y la consolidación de los logros previos en términos de estabilidad macroeconómica— deben permitir asentar la senda de crecimiento futuro sobre unas bases más sólidas y estables que en el pasado, lo que, en el largo plazo, irá en beneficio de la economía global en su conjunto y de los países que más avancen en estas transformaciones.