

3 EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

1 Introducción

En 2010, la economía mundial avanzó en la salida de la crisis y alcanzó un crecimiento del 5 %, apoyado en el dinamismo de las economías emergentes, mientras que en las avanzadas la recuperación fue más gradual

En el conjunto del año 2010, la economía mundial continuó el proceso de recuperación y normalización financiera con el que había finalizado 2009, y alcanzó un crecimiento del 5 %, tras la contracción del 0,5 % registrada el año anterior. Las economías emergentes, cuyos fundamentos apenas se habían visto afectados por la crisis, se recuperaron con mayor intensidad y crecieron un 7,3 %, lo que explica más de tres cuartas partes del crecimiento mundial. Las economías desarrolladas experimentaron una reactivación más gradual, del 3 %, con notables diferencias entre países, siendo Estados Unidos y Japón las economías más dinámicas de este grupo. No obstante, en la mayor parte de los casos —Reino Unido, área del euro y Japón— la actividad no ha retornado aún a los niveles previos a la crisis, como se observa en el gráfico 3.1.

En las economías desarrolladas, la recuperación estuvo sujeta a altibajos e incertidumbres a lo largo del año. La crisis soberana en el área del euro y las dudas sobre la solidez de la recuperación en Estados Unidos afectaron gravemente a la confianza y a los mercados en torno al segundo trimestre, y solo con el apoyo de nuevos estímulos monetarios y fiscales en ese país se consiguió restaurar la confianza en la recuperación en el último tercio del año. A pesar de ello, los riesgos siguen siendo elevados para la consolidación de la recuperación. Entre ellos, destacan la tendencia al aumento de los precios de las materias primas, propiciada por el fuerte crecimiento de las economías emergentes, y la continuidad de los problemas soberanos en Europa. Además, al comienzo de 2011 se han producido perturbaciones importantes —una ola de inestabilidad en el mundo árabe y un terremoto de graves consecuencias en Japón— que han exacerbado algunos de estos elementos de riesgo.

Las tasas de inflación han repuntado desde niveles muy bajos, impulsadas por la evolución al alza de los precios de las materias primas

Durante el pasado año, el mantenimiento de amplias brechas de producción, la debilidad de los mercados de trabajo y el proceso de recomposición de balances públicos y privados limitaron la expansión de la demanda interna en las economías desarrolladas, atenuando las presiones inflacionistas. No obstante, las alzas de los precios de las materias primas, que se han intensificado en 2011, han llevado a la inflación a repuntar desde tasas medias en el entorno del 1 %, a mediados de 2010, hasta tasas superiores al 2 % en la actualidad. En las economías emergentes, las presiones inflacionistas han sido más intensas y las tasas de inflación han superado en algunos casos —en Asia, principalmente— las previas a la crisis.

El comercio internacional se normalizó y los flujos internacionales de capital se recuperaron

La recuperación vino acompañada por una normalización del comercio internacional, que en 2010 aumentó un 12 % en volumen y superó los niveles previos a la crisis. Es destacable tanto el dinamismo del comercio de —y entre— los países emergentes, como el hecho de que los desequilibrios globales volvieran a una senda de ampliación, aunque moderada. Por su parte, el retorno de los flujos financieros hacia las economías emergentes ha sido muy intenso, acentuando los riesgos de sobrecalentamiento en algunas de ellas. La recomposición de los flujos financieros internacionales refleja el ajuste del sistema financiero global a una situación en la que las perspectivas de las economías emergentes han mejorado en comparación con las avanzadas, mientras que estas últimas siguen corrigiendo los excesos que llevaron a la crisis.

Las políticas económicas han seguido jugando un papel fundamental como soporte de la actividad

Las políticas económicas siguieron jugando un papel fundamental como soporte de la actividad. De hecho, las dudas sobre la recuperación y la situación financiera llevaron a posponer las estrategias de salida de las políticas expansivas en el ámbito monetario, que se anticipaban al principio del ejercicio, dando paso incluso a un nuevo giro expansivo

	2008	2009	2010	2010			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
ESTADOS UNIDOS							
PIB (a)	0,0	-2,6	2,9	2,4	3,0	3,2	2,8
IPC (a) (f)	3,8	-0,4	1,6	2,4	1,8	1,2	1,3
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-4,7	-2,7	-3,2	-3,0	-3,4	-3,4	-3,1
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-6,3	-11,3	-10,6	-10,7	-11,1	-10,4	-10,3
JAPÓN							
PIB (a)	-1,2	-6,3	3,9	5,6	3,1	4,9	2,2
IPC (a) (f)	1,4	-1,4	-0,7	-1,2	-0,9	-0,8	0,1
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	3,2	2,8	3,1	3,3	3,4	3,5	3,6
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-4,1	-10,2	-9,6	-7,4	-7,1	-7,3	-7,5
ZONA DEL EURO							
PIB (a)	0,3	-4,1	1,8	0,8	2,0	1,9	2,0
IAPC (a) (f)	3,3	0,3	1,6	1,1	1,5	1,7	2,0
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-0,7	-0,4	0,2	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-1,9	-6,3	-6,5	—	—	—	—
REINO UNIDO							
PIB (a)	-0,1	-4,9	1,3	-0,3	1,6	2,5	1,5
IPC (a) (f)	3,6	2,2	3,3	3,3	3,4	3,1	3,4
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-1,6	-1,7	-2,5	-2,6	-2,1	-2,4	-2,9
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-3,6	-8,6	-8,9	-7,3	-9,5	-7,9	-10,7
CHINA							
PIB (a)	9,6	9,2	10,3	11,9	10,3	9,6	9,8
IPC (a) (f)	5,9	-0,7	3,3	2,2	2,9	3,5	4,7
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	9,3	4,9	5,2	4,5	5,4	7,2	5,3
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-0,8	-2,8	-1,6	6,5	4,6	-1,0	-11,8
AMÉRICA LATINA (b) (c)							
PIB (a)	4,3	-2,0	6,3	5,9	7,9	6,0	5,3
IPC (a) (f)	7,8	6,4	6,4	6,1	6,6	6,3	6,7
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-0,6	-0,3	-0,7	-0,1	-0,4	-0,6	-0,7
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-0,5	-2,9	-2,2	-2,7	-2,5	-2,1	-2,0
NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE NO UEM (b) (d)							
PIB (a)	4,4	-3,4	1,9	0,6	2,0	2,1	2,8
IPC (a) (f)	6,4	3,6	3,1	3,0	2,7	3,1	3,7
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-7,4	-2,7	-2,6	-1,0	-2,0	-4,4	—
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-3,6	-6,9	-6,4	—	—	—	—
PRO MEMORIA: CRECIMIENTO DEL PIB (e)							
Mundial	2,5	-1,0	5,0	5,1	5,3	5,0	4,6
Países desarrollados	0,1	-3,5	2,6	2,1	2,7	3,0	2,4
Países emergentes	5,7	2,1	7,9	8,7	8,6	7,3	7,1
PRO MEMORIA: INFLACIÓN (e) (f)							
Mundial	4,5	2,9	3,3	3,0	2,8	3,0	3,6
Países desarrollados	1,6	0,1	1,5	1,6	1,1	1,3	1,7
Países emergentes	8,1	5,2	6,2	4,7	4,8	5,1	5,7

FUENTES: Banco de España, FMI 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.

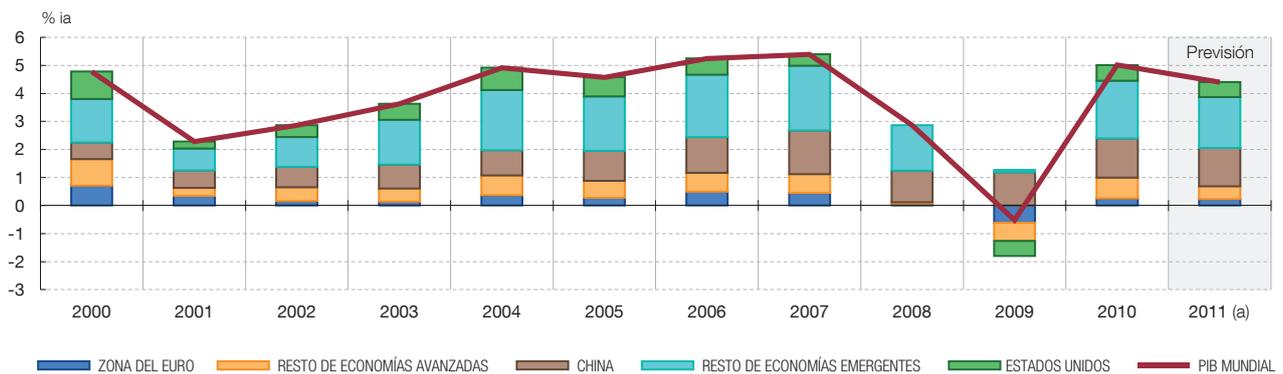
c Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.

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

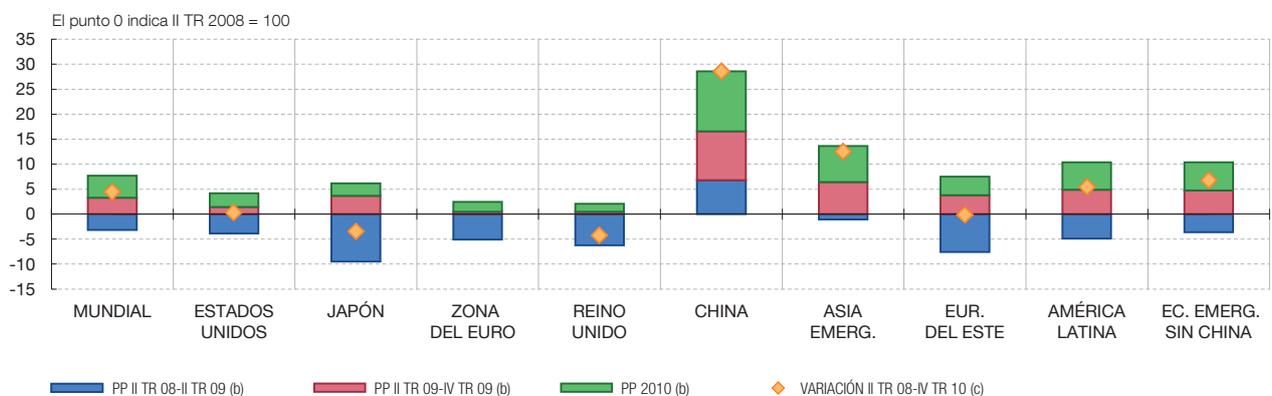
e Los datos trimestrales se han calculado a partir de una muestra de países que representan el 90 % del PIB mundial.

f IPC trimestral se corresponde con la media del trimestre.

CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB MUNDIAL



VARIACIÓN EN EL NIVEL DEL PIB TRAS LA CRISIS FINANCIERA



FUENTES: Fondo Monetario Internacional WEO abril 2010, estadísticas nacionales, Datastream y JP Morgan.

- a Previsiones del Fondo Monetario Internacional.
- b Contribución en pp a la variación del PIB por período.
- c Tasa de variación del PIB entre II TR 2008 y IV TR 2010.

en Estados Unidos y Japón. En el ámbito fiscal, destaca el comportamiento marcadamente divergente entre la consolidación fiscal en Europa —empujada por los problemas de deuda soberana en el área del euro— y los nuevos estímulos fiscales en Japón y Estados Unidos.

La salida de la crisis será lenta, mientras que los riesgos de inflación ganarán importancia

Las perspectivas para la economía mundial son de recuperación gradual, aunque lastrada por los ajustes aún pendientes en las economías desarrolladas, y sujeta a notables incertidumbres. La situación deteriorada de las finanzas públicas y la tendencia al alza del precio de las materias primas reducirán el margen de maniobra de las autoridades y pueden socavar de nuevo la confianza. En paralelo, la economía global sigue inmersa en un profundo cambio estructural, marcado por el mayor protagonismo de las economías emergentes como motores del crecimiento económico (véase recuadro 3.1) y un nuevo marco de cooperación internacional en la formulación de las políticas económicas.

2 Evolución económica y financiera

A principios de 2010 la actividad económica mundial siguió recuperándose en un entorno de inflación moderada, continuando la tendencia iniciada en la segunda mitad de 2009. El PIB mundial se incrementó a una tasa interanual del 5,1 % en el primer

Las economías emergentes se han convertido en actores cada vez más relevantes de la economía global, elevando su participación en el PIB y en los flujos comerciales y financieros mundiales. Este proceso se ha consolidado con el cambio de siglo y se ha reforzado durante la crisis financiera. Igualmente, a raíz de la crisis se han generado cambios importantes en la gobernanza de las instituciones económicas internacionales, que han cristalizado en una mayor participación de los países emergentes, más acorde con su peso relativo en la economía mundial. Dentro del grupo de economías emergentes, los países sistémicamente más importantes —Brasil, Rusia, India y China, conocidos como BRIC— han registrado las tendencias anteriores en mayor medida.

Tradicionalmente, las economías de renta media y baja (agrupadas aquí bajo el concepto de economías emergentes), que concentran la mayor parte de la población mundial, registraban tasas de crecimiento similares a las de los países avanzados, lo que li-

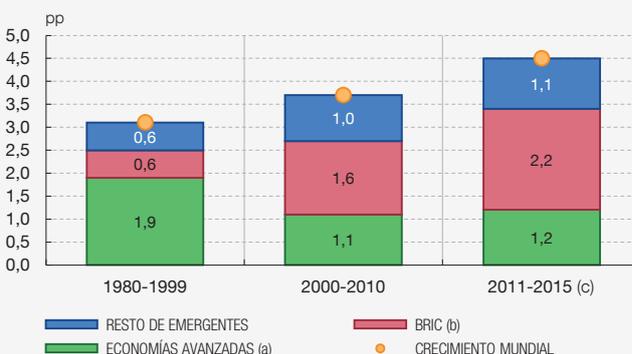
mitaba la convergencia real entre ambos grupos de países. Sin embargo, en la última década las economías avanzadas han crecido cerca de un 2 % y las emergentes algo más de un 6 %, diferencia que, según las previsiones de largo plazo del FMI, se mantendrá entre los años 2011 y 2015. Este progreso ha permitido mejorar sustancialmente los niveles de vida de esos países, y se ha reflejado en el ascenso del índice de desarrollo humano y en un fuerte aumento del PIB per cápita (28,3 % entre 2000 y 2009). Dentro de las economías emergentes, los cuatro BRIC se encuentran entre los países que más han crecido (ritmo medio cercano al 8 % entre 2000 y 2010, que se espera se mantenga entre 2011 y 2015), y los que han convergido con los países desarrollados a mayor velocidad (véase gráfico 1). El fuerte crecimiento de los últimos 10 años ha propiciado que las economías emergentes hayan elevado sustancialmente su participación en el producto mundial, desde un tercio en 1980 a casi la mitad ahora, barrera que superará holgadamente (53 % del PIB mundial) en el año 2015. El grupo BRIC ha pasado del 12 % del PIB mundial en 1980 al 25 % en 2010, porcentaje que puede llegar al 29 % en 2015, siendo China la que explica la mayor parte del incremento. Dado el fuerte ritmo de crecimiento relativo y el aumento de su participación en

1 Para más detalle, véase *El creciente peso de las economías emergentes en la economía y gobernanza mundiales: los países BRIC*, Documentos Ocasionales, n.º 1101, Banco de España.

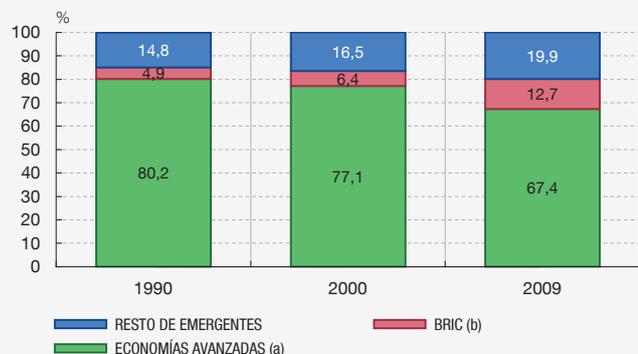
1 PIB PER CÁPITA
(economías avanzadas = 100)



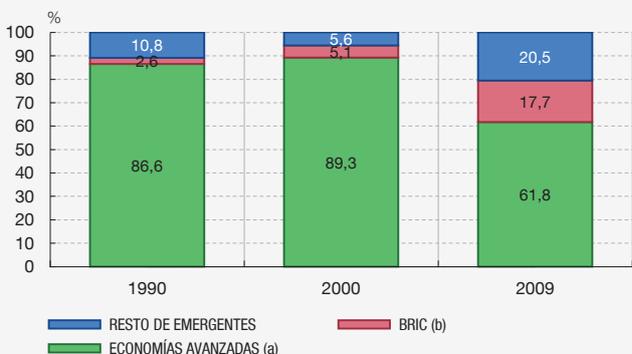
2 APORTACIONES AL CRECIMIENTO



3 PARTICIPACIÓN EN EL COMERCIO MUNDIAL
(EXPORTACIONES MÁS IMPORTACIONES)



4 PARTICIPACIÓN EN LA RECEPCIÓN DE IED



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y Naciones Unidas.

a Definición actual del FMI.
b Brasil, Rusia, India y China.
c Estimaciones del WEO del FMI de octubre de 2010.

la economía global, las economías emergentes han incrementado también sustancialmente su contribución al crecimiento mundial, hasta aportar más de la mitad del mismo en la última década (véase gráfico 2).

Estos avances se han producido en un contexto de mayor integración de las economías emergentes en la economía mundial, constituyéndose también en principales beneficiarios y motores del proceso de globalización. Este proceso ha ido acompañado de una mejora paulatina, aunque desigual entre países, del marco institucional y macroeconómico de estas economías, que les ha ayudado a sortear los efectos más negativos de la crisis y marcar una línea divisoria con su propio pasado.

La integración ha tenido lugar tanto en el ámbito comercial como en el financiero, si bien de manera más acusada en el primero. Las economías emergentes elevaron sustancialmente su grado de apertura comercial a partir del año 2000 y desempeñan un papel cada vez mayor en el comercio mundial (véase gráfico 3). El mayor grado de apertura de las economías en desarrollo refleja en buena medida un mayor comercio entre las propias regiones emergentes, que ha pasado de representar el 25,1 % de los intercambios externos de estas economías en 1990 al 37,6 % en 2009. Este comercio se centra, fundamentalmente, en materias primas, donde los países BRIC tienen un protagonismo especial, bien como exportadores netos (Brasil y Rusia) o bien como importadores netos (China e India). A pesar del sesgo hacia el comercio de materias primas, China —en manufacturas—, India —en servicios— y otras economías emergentes —en particular en Asia— están avanzando rápidamente en el contenido tecnológico de sus exportaciones.

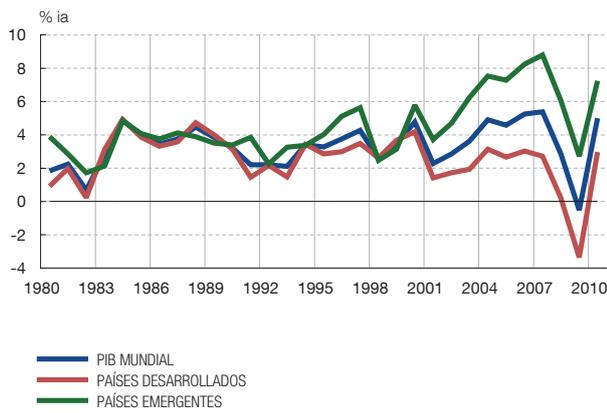
Al igual que en la vertiente comercial, la integración financiera de las economías emergentes se ha intensificado en las últimas décadas. La inversión directa ha tenido un notable protagonismo en este proceso. Mientras que en 1990 los flujos de inversión directa se circunscribían prácticamente a las economías avanzadas (el 99 % de las salidas y el 87 % de las entradas), en 2009 las economías en desarrollo recibieron el 38,2 % del total de entradas de inversión directa (véase gráfico 4) y elevaron su participación en los flujos de salida hasta el 15 % del total. Cerca de la mitad de los flujos de entrada y salida de inversión directa en las economías emergentes corresponden a los BRIC, destacando China como segundo receptor de inversión directa. El aumento en la participación en el resto de flujos de capital ha sido menos acusado, debido en parte a las restricciones a la apertura de la cuenta de capital

que persisten en algunos países importantes, si bien Brasil y otros países de América Latina o Asia juegan un papel importante en los flujos internacionales de cartera y renta fija. Además, las favorables perspectivas de crecimiento a corto y medio plazo, y la menor volatilidad macroeconómica, han reducido la percepción de riesgo tradicionalmente asociada con las economías emergentes y pueden contribuir al redireccionamiento de los flujos internacionales de capitales hacia estas economías en los próximos años. Este proceso no está exento de riesgos, dada la volatilidad y fragilidades institucionales que aún caracterizan a muchas de estas economías.

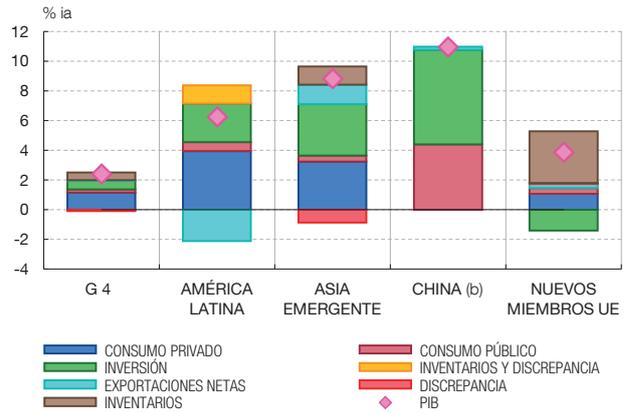
El creciente peso de las economías emergentes en el escenario internacional implica que los actores principales ya no se limitan a los países del G 7, pues la crisis financiera ha propiciado un aumento del peso de estos países en las instituciones financieras globales. A este cambio ha contribuido el buen comportamiento relativo de las economías emergentes durante la crisis, y la necesidad de implicarlas en las respuestas de política económica para superarla. Los cambios en la gobernanza económica mundial registrados en los tres últimos años se han materializado en numerosos ámbitos: la consagración del G 20 frente al G 7 como grupo líder a nivel global, la creación del Consejo de Estabilidad Financiera, con participación de los países emergentes del G 20, y el aumento de sus cuotas y de poder de voto en el Banco Mundial y en el FMI, en 2010. Asimismo, las cumbres de los jefes de Estado del denominado grupo BRIC comienzan a institucionalizarse, como reflejo de los mayores vínculos institucionales entre los países emergentes de cara a mostrar un frente común en el ámbito global.

El resultado de estos desarrollos macroeconómicos, comerciales y financieros será una economía mundial cada vez más globalizada, multipolar e interdependiente que la existente a finales del siglo XX. Las estructuras de gobernanza global, donde los países emergentes han adquirido un mayor protagonismo, se están adaptando a esta nueva situación, y se están configurando mecanismos de coordinación entre todos los actores relevantes para lograr un crecimiento más equilibrado y sostenible de la economía mundial. Sin embargo, esta reconfiguración de las estructuras de gobernanza global no está exenta de dificultades y retos, empezando por el de la implicación activa y constructiva de los países emergentes sistémicos en los ámbitos más relevantes de las relaciones económicas internacionales, como los desequilibrios globales, la reforma financiera, los acuerdos de comercio o la lucha contra el cambio climático.

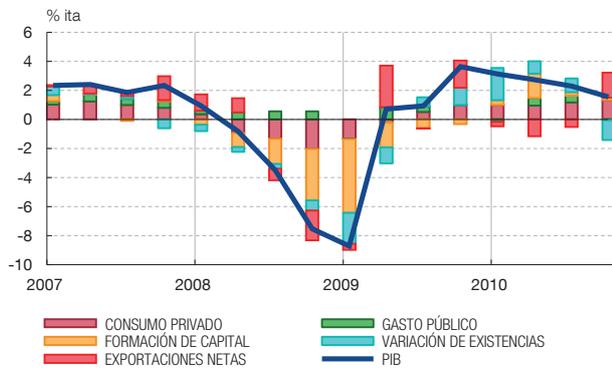
CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



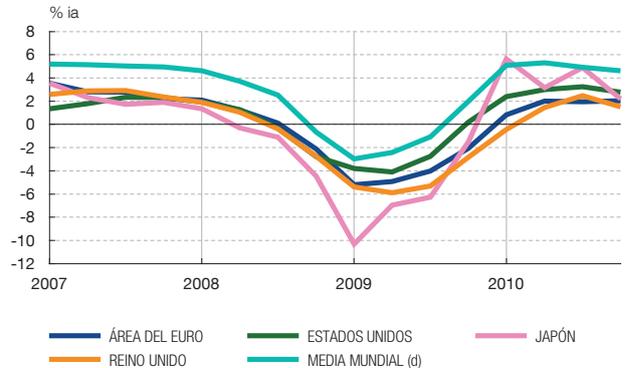
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB EN 2010 (a)



CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS AVANZADAS (a) (c)



CRECIMIENTO DEL PIB EN LOS PRINCIPALES PAÍSES DESARROLLADOS



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

- a G 4: Estados Unidos, Japón, Reino Unido y área del euro. América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Venezuela, Perú y México. Asia emergente: India, Hong Kong, Corea, Tailandia, Indonesia, Filipinas, Taiwán y Singapur. Nuevos miembros UE: Polonia, Hungría, República Checa, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía.
- b En China, el componente de consumo público representa el consumo total (público y privado).
- c Contribución, en puntos porcentuales, a la variación trimestral anualizada del PIB.
- d 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 la información del Fondo Monetario Internacional.

En el primer trimestre de 2010, la actividad económica mundial continuó recuperándose, con mayor intensidad en las economías emergentes...

trimestre, impulsado principalmente por las economías emergentes, que crecieron un 8,7 % interanual (véase gráfico 3.2). Por su parte, las economías avanzadas crecieron un 2,1 % interanual (3,1 % intertrimestral anualizado), apoyadas en la acumulación de existencias y en el consumo privado; la aportación del sector exterior al crecimiento fue negativa, a pesar de la recuperación de las exportaciones. La reactivación fue más vigorosa en Estados Unidos y Japón, que registraron crecimientos del 3,7 % y del 6 % trimestral anualizado, respectivamente, y más moderada en el Reino Unido. En todo caso, el crecimiento en las economías desarrolladas seguía estando apoyado en las políticas de estímulo y mantenía fundamentos frágiles: debilidad del empleo y tasas de paro elevadas (véase gráfico 3.3); endeudamiento todavía excesivo en los sectores privados no financieros; procesos de saneamiento aún pendientes en los sistemas financieros, y niveles mínimos de actividad en los mercados inmobiliarios.

En las economías emergentes, la recuperación fue ganando ímpetu al comienzo de 2010, particularmente en China, que registró un crecimiento próximo al 10% interanual en el primer trimestre, y en el resto de Asia emergente y América Latina, que crecieron a tasas

en torno al 8,5 % y al 6 %, respectivamente. Este dinamismo vino impulsado por la fortaleza de la demanda interna y, en particular, por la inversión: un patrón de crecimiento que apuntaba a una cierta autonomía respecto de las economías desarrolladas, en ausencia de nuevas perturbaciones (véase gráfico 3.2). En Europa del Este, por el contrario, donde la crisis había golpeado con más fuerza, la expansión fue más moderada. Por otra parte, el repunte del comercio entre las economías emergentes, especialmente las asiáticas, fue también más rápido (véase gráfico 3.3).

... y acompañada de una mejora del entorno financiero, no exento de fragilidades

El comportamiento de los mercados financieros continuó mejorando al comienzo de 2010, en línea con la tendencia que iniciaron a mediados del año previo (véase gráfico 3.4). Los primeros meses del año se caracterizaron por la recuperación del apetito por el riesgo y una menor volatilidad, que retornó a los registros previos a la quiebra de Lehman Brothers. Este entorno favorable dio lugar a ganancias bursátiles, un repunte de los tipos de interés a largo y un estrechamiento de los diferenciales tanto de los bonos corporativos como de los soberanos emergentes. El aumento de los beneficios empresariales y el notable nivel de emisiones en los mercados de capitales mejoraron la capacidad financiera del sector corporativo, a pesar de la debilidad del crédito bancario (véase gráfico 3.5).

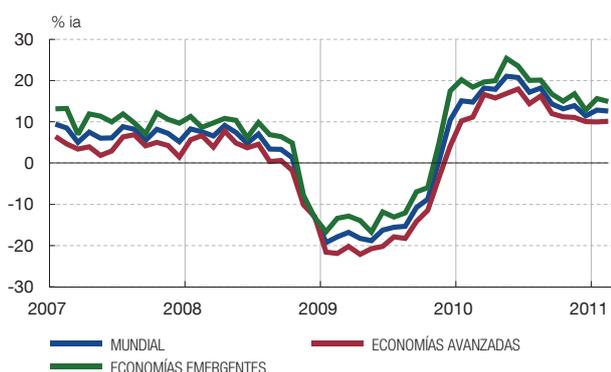
No obstante, tras este comportamiento favorable subyacían fragilidades. Los sistemas financieros de las economías avanzadas, inmersos aún en procesos de saneamiento, no habían retomado su papel de intermediación en la financiación a empresas y familias, y el crédito seguía ajustándose. En cuanto a los procesos de desapalancamiento y recapitalización de los bancos, persistían vulnerabilidades por el lado del pasivo, con importantes volúmenes de financiación a corto plazo, y existían aún segmentos del sistema financiero con problemas, en algunos países. Además, desde finales de 2009 se venían incubando problemas en los mercados de deuda soberana, que acabarían afectando a la confianza en los sistemas bancarios.

En mayo, la crisis de la deuda soberana europea desencadenó un episodio de inestabilidad en los mercados globales, mientras que la actividad en las economías avanzadas comenzó a mostrar síntomas de debilidad

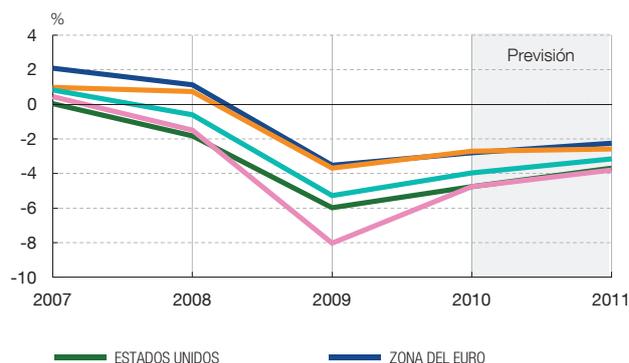
La creciente inestabilidad en determinados mercados de deuda soberana europea alcanzó su cenit en el mes de mayo, cuando las turbulencias asociadas a las dificultades fiscales en Grecia, tras extenderse al área del euro, impactaron en los mercados globales, incluidos los emergentes, que habían sido los más resistentes hasta entonces. Las bolsas mundiales registraron importantes pérdidas y se produjo un brusco incremento de la volatilidad, aunque no tan extremo como en septiembre de 2008. Además, se interrumpió el proceso de normalización de las emisiones en los mercados de renta fija. La búsqueda de activos refugio por parte de los inversores se tradujo en una nueva reducción de los rendimientos de la deuda de Estados Unidos —y de otras economías avanzadas—, de modo que el tipo a diez años descendió hasta niveles en el entorno del 2,5 %, en verano, cerca de los mínimos registrados tras la quiebra de Lehman Brothers. El dólar y el yen también experimentaron fuertes apreciaciones: a principios de junio, el dólar cotizaba frente al euro en niveles máximos desde 2006 (1,21 \$/€), como se aprecia en el gráfico 3.4. En este contexto, las condiciones de financiación de los bancos se endurecieron, al tiempo que su riesgo de crédito se deterioraba.

El impacto desfavorable en los mercados financieros se vio acentuado por los síntomas de ralentización de la economía de Estados Unidos que aparecieron a lo largo del segundo trimestre del año. Este cambio vino determinado, en gran medida, por el empeoramiento del mercado de la vivienda, que se produjo al finalizar parte de las ayudas fiscales. Además, en el mercado laboral, el empleo dio signos de renovada debilidad, mientras la tasa de paro alcanzaba niveles en torno al 9,5 % y la fuerza laboral caía por el efecto desánimo.

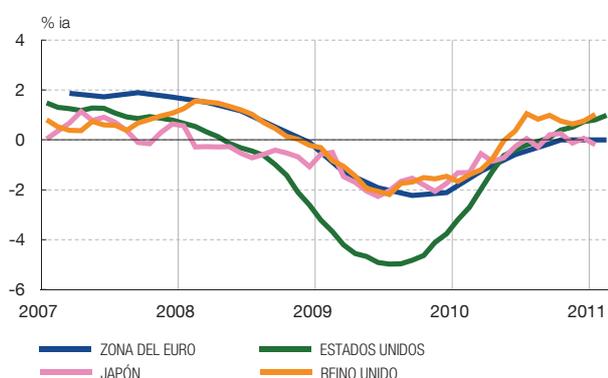
VOLUMEN DE EXPORTACIONES. TASAS INTERANUALES



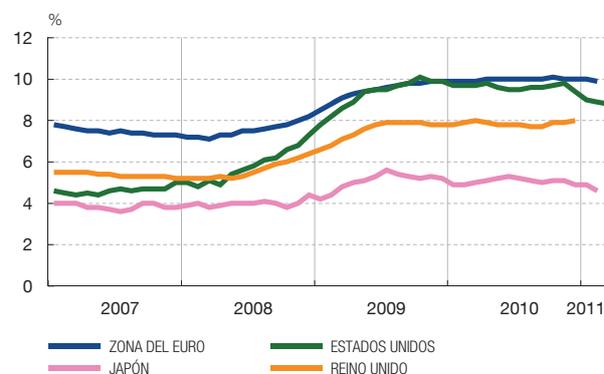
BRECHA DE PRODUCCIÓN (OUTPUT GAP) EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS DESARROLLADAS (a)



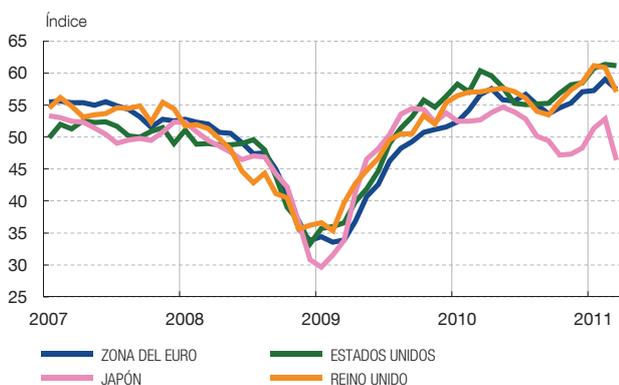
CREACIÓN DE EMPLEO EN ECONOMÍAS DESARROLLADAS



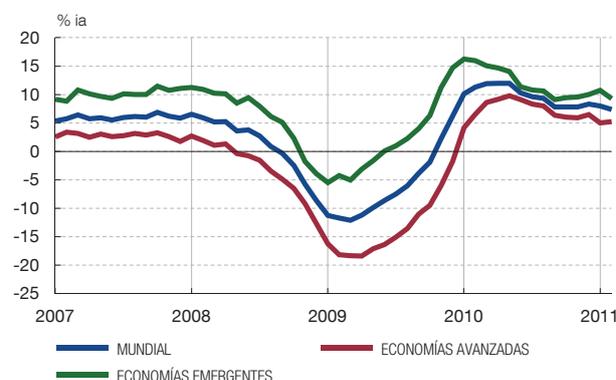
TASA DE PARO (b)



ÍNDICES GESTORES DE COMPRAS



PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. TASAS INTERANUALES



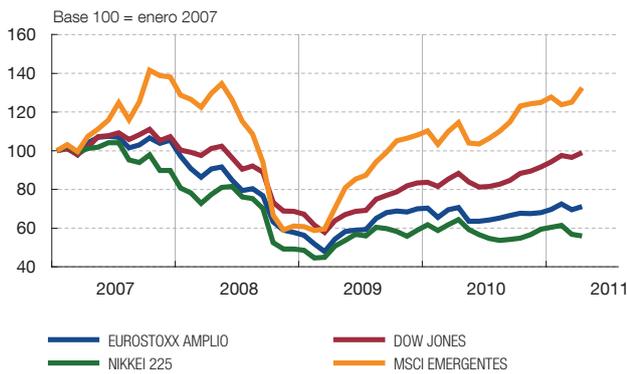
FUENTES: Datastream, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Fondo Monetario Internacional (WEO) y Banco de España.

a Previsiones del Fondo Monetario Internacional.
b Porcentaje de la población activa.

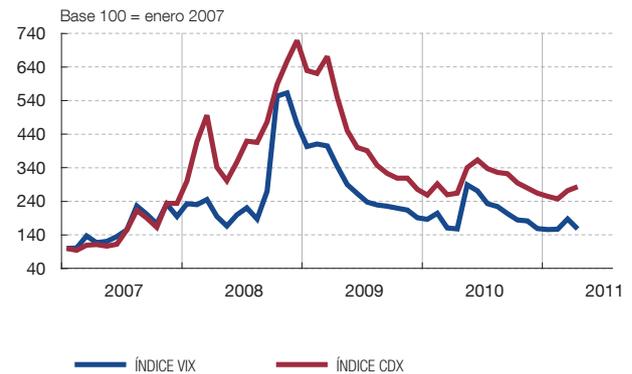
A lo largo del verano los mercados se estabilizaron, mientras que las dudas sobre la economía propiciaron una nueva ronda de estímulos monetarios y fiscales en Estados Unidos...

La respuesta de las autoridades europeas a la crisis griega, los resultados de los *stress-tests* de bancos europeos, divulgados en julio, y la publicación de los beneficios empresariales y bancarios, principalmente en Estados Unidos, contribuyeron a estabilizar los mercados financieros a lo largo del verano, aunque persistieran las dudas sobre la recuperación. El crecimiento del PIB de Estados Unidos en el segundo trimestre (un 1,7% en tasa trimestral anualizada), publicado en julio, confirmó la pérdida de impulso económico y la debilidad del consumo privado. La falta de empuje se extendió a otras economías,

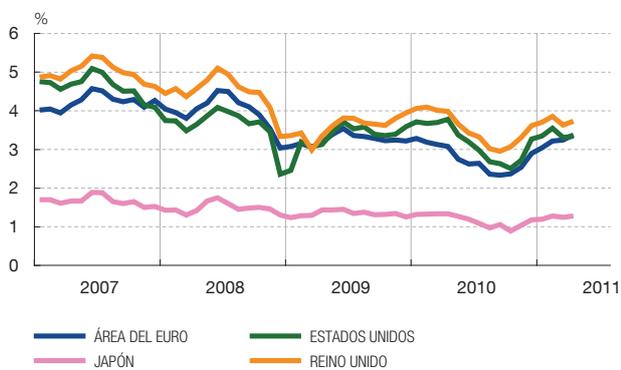
ÍNDICES BURSÁTILES



VOLATILIDAD BURSÁTIL Y RIESGO DE CRÉDITO (a)



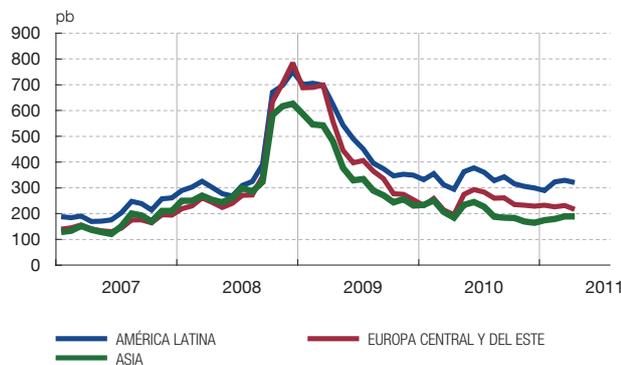
TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



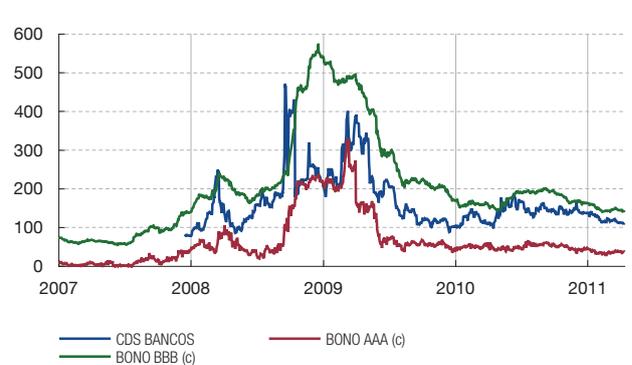
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES



DIFERENCIALES DE LA DEUDA SOBERANA (b)



ESTADOS UNIDOS: ÍNDICES DE RIESGO DE CRÉDITO



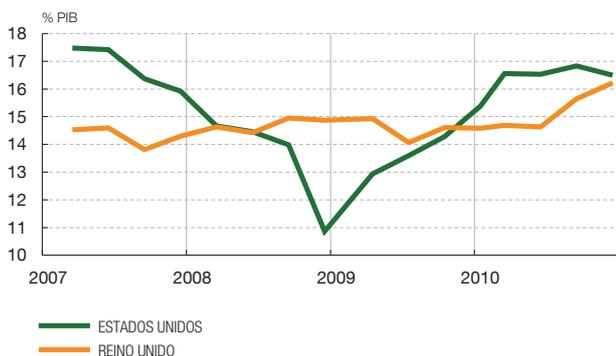
FUENTES: Datastream y Bloomberg.

- a Índice VIX (Volatilidad bursátil del índice Standard & Poors 500) e índice de riesgo de crédito CDX Investment Grade de Estados Unidos a cinco años.
- b EMBI+ para América Latina y EMBI Global para Asia y Europa Central y del Este.
- c Bonos corporativos industriales. Diferenciales frente a swaps.

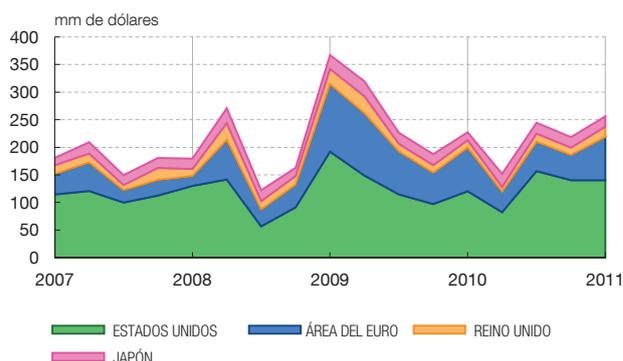
como la japonesa, mientras que el Reino Unido registró una reactivación —que resultó ser transitoria— tras varios trimestres de atonía, impulsada por el dinamismo del consumo privado.

Las muestras de debilitamiento de la economía propiciaron un giro expansivo en la orientación de las políticas económicas en Estados Unidos. Tras la retirada gradual —realizada

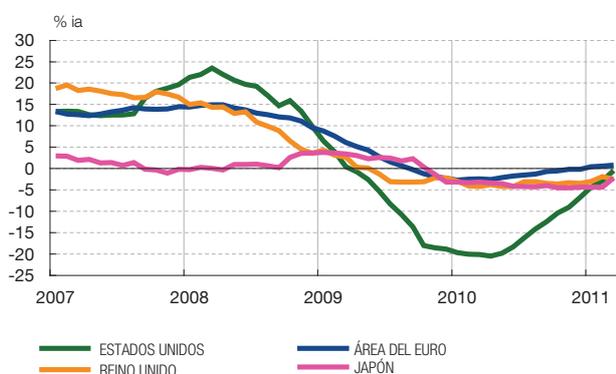
BENEFICIOS DEL SECTOR CORPORATIVO NO FINANCIERO (a)



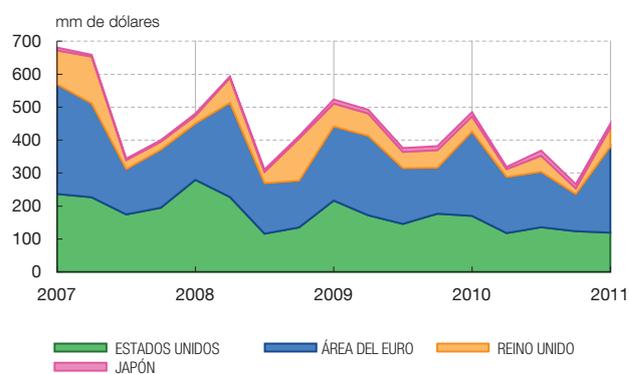
EMISIONES DE DEUDA (EXCLUIDAS TITULIZACIONES) SECTOR CORPORATIVO NO FINANCIERO



EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



EMISIONES DE DEUDA DEL SECTOR BANCARIO



FUENTES: Datastream, Bureau of Economics, Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de España, Banco de Japón y Dealogic.

a Beneficios empresariales antes de impuestos + consumo de capital fijo.

... que contribuyeron a una mejora de las perspectivas económicas y a afianzar la confianza de los mercados financieros, aunque desencadenaron fuertes movimientos cambiarios

de forma pasiva— de los apoyos de liquidez y financiación durante el primer semestre del año, la Reserva Federal preanunció a finales de agosto una nueva fase de expansión monetaria no convencional, que comenzó a hacer efectiva en el mes de noviembre. Al impulso monetario se añadió, en diciembre, un nuevo y sustancial paquete de estímulo fiscal. Japón también instrumentó un nuevo programa fiscal en ese período, aunque de escala más modesta. Ambos casos contrastan con el ajuste fiscal que se puso en marcha en Europa, incluyendo el Reino Unido, a raíz de la crisis soberana en algunos países del área del euro (véase la sección 3.1).

Las medidas de estímulo en Estados Unidos propiciaron una notable mejora de las perspectivas económicas, al tiempo que contribuyeron a afianzar la confianza de los mercados financieros, a pesar de suponer un serio retroceso en la consolidación fiscal. El alivio de las tensiones financieras se reflejó en una recuperación de las bolsas y una mejoría de los mercados de crédito y de financiación en la parte final del año. Dicha tendencia fue particularmente acusada en los mercados emergentes, donde las entradas de capitales se vieron notablemente intensificadas a finales del verano, coincidiendo con el nuevo giro expansivo de la política monetaria en Estados Unidos. Esta situación desencadenó fuertes tensiones cambiarias, por la tendencia del dólar a depreciarse frente a la mayoría de las monedas; en particular, el euro retornó a niveles en torno a 1,40 \$/€.

Las nuevas tensiones que aparecieron en otoño en la zona del euro no tuvieron un impacto significativo sobre los mercados internacionales

Coincidiendo con los nuevos estímulos en Estados Unidos, las rentabilidades de la deuda a largo plazo en dicho país aumentaron hasta situarse en torno al 3,5 % a finales de 2010, reflejando, principalmente, la mejora en las expectativas de crecimiento. Este repunte de los tipos a largo contribuyó a moderar las tensiones cambiarias y los flujos de capitales hacia las economías emergentes, aliviando los dilemas de política monetaria en estos países, en un momento en el que las presiones inflacionistas se hacían más evidentes. En este contexto, el desencadenamiento de un nuevo episodio de crisis soberana en el área del euro en noviembre, originado por los problemas bancarios en Irlanda, tuvo un impacto muy limitado sobre los mercados financieros internacionales, en comparación con el episodio de mayo.

En el tramo final de 2010, el crecimiento mundial se moderó ligeramente, aunque la economía de Estados Unidos se reactivó

En conjunto, la economía mundial finalizó el año 2010 con un crecimiento ligeramente desacelerado (cercano al 4,5 % interanual en el cuarto trimestre) y unas perspectivas favorables. Las economías emergentes seguían mostrando una notable fortaleza, con un avance del 7,1 % interanual en ese período. Por su parte, las economías desarrolladas también experimentaron cierta desaceleración, con un avance del 2,4 % interanual (1,5 % en tasa trimestral anualizada), en parte por la caída de las existencias. En el Reino Unido y Japón el crecimiento se ralentizó y se registraron tasas trimestrales negativas, por la caída de la demanda privada. Sin embargo, en Estados Unidos la actividad repuntó en la última parte del año y el PIB aumentó un 3,1 % en tasa trimestral anualizada en el cuarto trimestre, apoyado en el consumo privado y en la contribución favorable del sector exterior. En todo caso, en las principales economías desarrolladas las brechas de producción cerraron 2010 en cotas todavía negativas, y las tasas de paro se mantenían históricamente elevadas (véase gráfico 3.3).

Pese a las importantes perturbaciones negativas en los primeros meses de 2011, se mantienen las perspectivas favorables

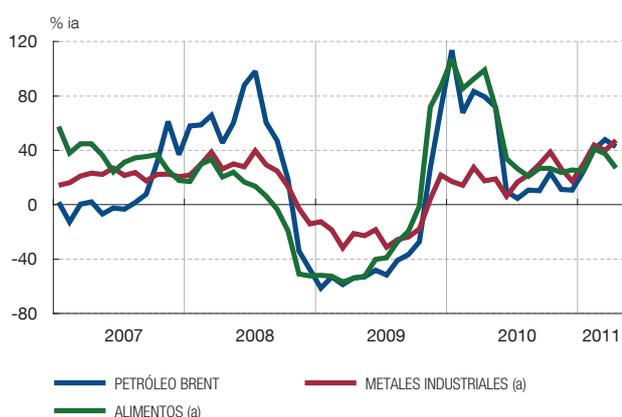
En los primeros meses de 2011, se han consolidado las principales tendencias comentadas: recuperación en Estados Unidos, reforzada por la reactivación del mercado laboral, y normalización de los mercados financieros. La continuidad de los problemas en el área del euro —con el rescate de Portugal, en abril— tampoco ha afectado de manera significativa a los mercados globales, mientras que la crisis política en los países árabes y el terremoto de Japón están teniendo un impacto global, al contribuir al aumento en el precio de las materias primas, pero sin que la confianza en la recuperación se haya visto seriamente comprometida.

Las presiones inflacionistas solo empezaron a generalizarse hacia final de año, impulsadas por el notable repunte de los precios de las materias primas

La evolución de los precios se mantuvo contenida en el primer semestre de 2010, pero la inflación registró un repunte generalizado tras el verano (véase gráfico 3.6). El principal factor tras el repunte fueron los precios de las materias primas —productos agrícolas, metales y petróleo—, que mantuvieron una tendencia alcista durante el año, solo interrumpida brevemente durante el segundo trimestre, y que adquirió mayor intensidad en los últimos meses del año (véase gráfico 3.6). En el conjunto de 2010, el índice agregado se incrementó un 24 %, destacando el encarecimiento de los alimentos (28 %) y del petróleo (23 %). Esta tendencia, resultado de la creciente demanda procedente de los países emergentes, ha continuado en los primeros meses de 2011, reforzada, en algunos casos, por factores coyunturales de oferta (véase recuadro 3.2).

Las presiones inflacionistas fueron más acusadas en las economías emergentes que en las avanzadas. En Estados Unidos la inflación alcanzó el 1,5 % interanual al final de año, por debajo de la UEM (2,2 %), mientras que en Japón se mantuvo en tasas negativas, si bien en los meses finales llegó a situarse en terreno positivo. Por el contrario, en el Reino Unido, se elevó hasta el 3,7 %, superando el 4 % a comienzos de 2011. El comportamiento de la inflación subyacente fue más estable y moderado, acorde con la persistencia de las amplias brechas de producto y capacidad excedente. Asimismo, las expectativas de inflación permanecieron bien ancladas. Por el contrario, en las

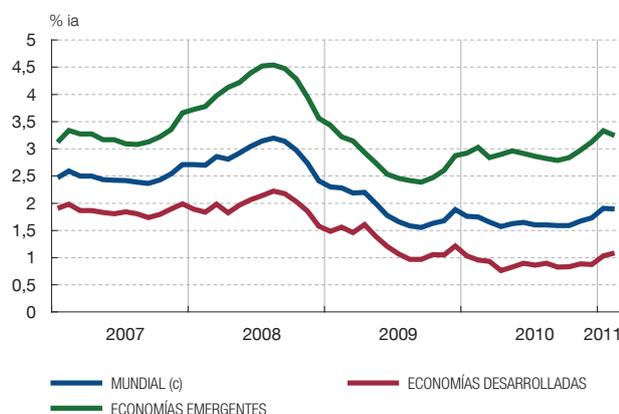
PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



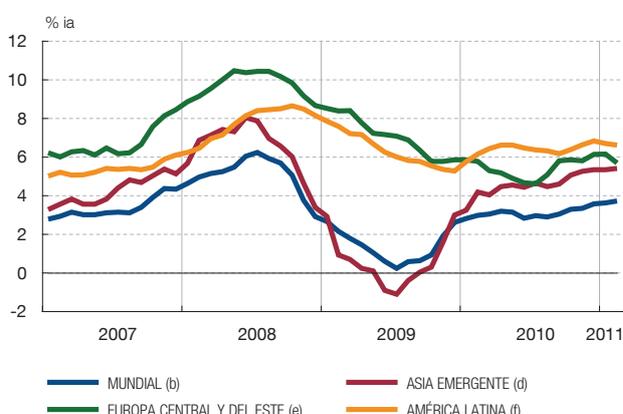
PRECIOS DE CONSUMO EN ECONOMÍAS DESARROLLADAS. ÍNDICE GENERAL



PRECIOS DE CONSUMO. ÍNDICE SUBYACENTE



PRECIOS DE CONSUMO EN ECONOMÍAS EMERGENTES. ÍNDICE GENERAL



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

- a Índices CRB.
- b Agregado calculado a partir de datos de 57 países que representan el 90 % del PIB mundial.
- c Agregado calculado a partir de datos de 45 países que representan el 83 % del PIB mundial.
- d India, China, Hong Kong, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwán y Tailandia.
- e Rusia, Ucrania, Turquía, Polonia, República Checa, Hungría, Rumanía, Letonia, Lituania, Bulgaria y Croacia.
- f Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

economías emergentes la inflación ascendió hasta el 5,6 % a final de 2010, reflejando el mayor peso de los alimentos y la energía en sus cestas de consumo —aunque los subsidios tienden a mitigar las fluctuaciones en los precios finales—, pero también la fortaleza de la demanda privada y las menores brechas de producción, que en Asia y algunas economías latinoamericanas ya se habían cerrado. Por regiones, la inflación al final del año alcanzó el 6 % en Europa del Este, el 6,9 % en América Latina y el 5,1 % en Asia emergente. La inflación subyacente también mostró una cierta tendencia al alza (en China y Brasil, en particular) y las expectativas de inflación repuntaron en algunas economías. La tendencia al aumento de la inflación se ha prolongado en los primeros meses de 2011, al hilo del continuado encarecimiento de las materias primas: en febrero la inflación fue del 2,1 % en las economías avanzadas y del 5,7 % en las emergentes, y en muchos países de Asia y algunos de América Latina se han superado las tasas previas a la crisis. Esta situación ha propiciado un cambio notable de perspectivas en las políticas monetarias, en particular en las economías desarrolladas, tal y como se describe a continuación.

Los precios de las materias primas han experimentado un fuerte aumento desde mediados de 2010, y en muchos casos se encontraban a comienzos de 2011 en niveles superiores a los de 2008 (véase gráfico 1). Este ascenso generalizado plantea importantes desafíos en las economías desarrolladas, tanto por los posibles efectos sobre la inflación como por los riesgos que supone para la recuperación económica.

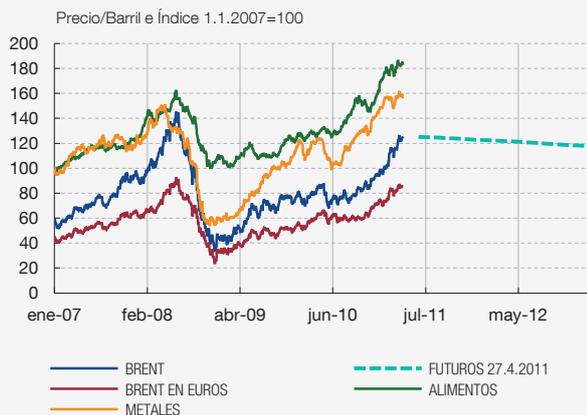
El factor dominante en la subida generalizada de precios de las materias primas es el aumento de la demanda mundial, procedente principalmente de las economías emergentes (en especial, de China) y, en menor medida, de la recuperación de las desarrolladas. Como consecuencia de ello, la demanda mundial de muchas materias primas (incluidas las alimenticias) se ha situado en máximos históricos. Detrás de esta evolución hay factores cíclicos y también estructurales, relacionados con el cambio en los hábitos de consumo. En el caso del petróleo, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) espera una demanda de crudo en 2011 de más de 89

millones de barriles al día (mbd), comparada con 86 mbd en 2008. Las economías emergentes son las responsables de los aumentos de la demanda de petróleo de los últimos años, pues la mejora de la eficiencia energética y la profunda crisis económica en las avanzadas han contraído notablemente su demanda (véase gráfico 2).

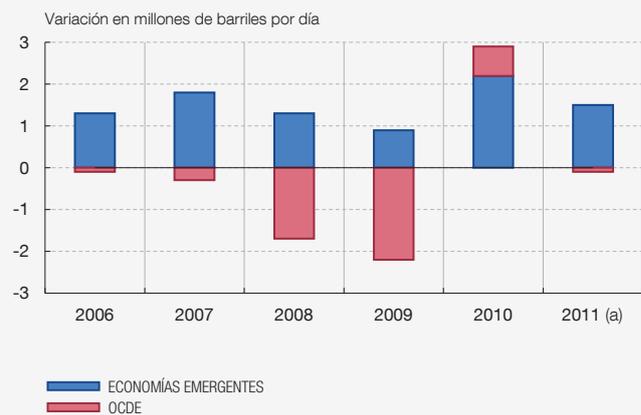
Por otra parte, diversos factores de oferta han afectado también, de manera temporal, a los precios de algunas materias primas. En el caso de los alimentos, destacan las malas cosechas, debidas sobre todo a las condiciones meteorológicas adversas, que han propiciado restricciones a la exportación en algunos países. En el caso del petróleo, desde principios de año las tensiones políticas en diversos países productores del norte de África y Oriente Medio han generado temores de que se produzca una reducción importante en la producción.

Adicionalmente, la tendencia al alza de los precios se puede haber visto amplificada por un aumento de los flujos financieros dirigidos

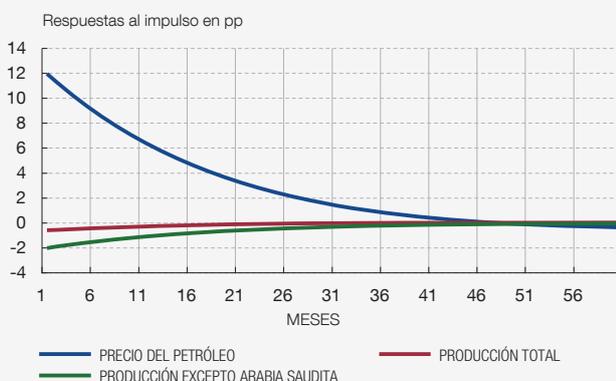
1 PRECIO DEL PETRÓLEO Y OTRAS MATERIAS PRIMAS



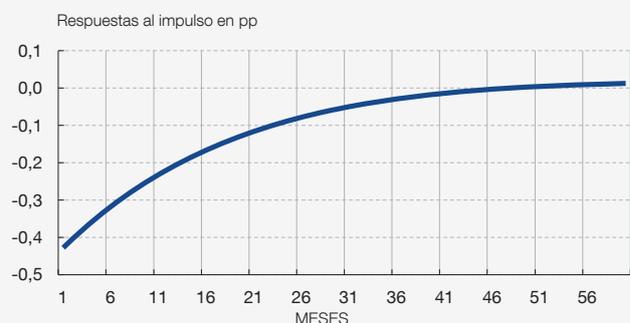
2 VARIACIÓN EN LA DEMANDA DE PETRÓLEO



3 RESPUESTA DE LOS PRECIOS Y DE LA PRODUCCIÓN TOTAL DE PETRÓLEO A UN SHOCK DE OFERTA (b)



4 RESPUESTA DEL PIB EN LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS A UN SHOCK DE OFERTA (b)



FUENTES: Agencia Internacional de la Energía, Bloomberg, Datastream y Banco de España.

- a Previsión según la Agencia Internacional de la Energía.
- b El shock simulado corresponde a una reducción del 2 % en la producción mundial, excluida Arabia Saudita.

a los mercados de materias primas, en un contexto de abundante liquidez a escala global y de mayor preferencia relativa de los inversores por esta clase de activos. No obstante, la evidencia respecto a la causalidad entre flujos y precios en estos mercados no es concluyente. La cuestión es aún más compleja en el caso de aquellas materias primas que tienen un coste de almacenamiento relativamente elevado, como el petróleo, en las que las inversiones se realizan en mercados de futuros y opciones, y no están claros los canales por los cuales el precio de estos instrumentos financieros podría afectar a los precios de contado.

El encarecimiento de las materias primas tiene efectos sobre la inflación y la actividad. En cuanto a la inflación, el traslado de la subida de los precios internacionales de las materias primas a los precios domésticos de las mismas depende de las oscilaciones de los tipos de cambio frente al dólar (moneda en la que están referenciados los precios de la mayoría de materias primas), de los aranceles e impuestos existentes, de la capacidad de los importadores para compensar esos aumentos con sus márgenes, y de los costes de transporte y distribución. Por su parte, las variaciones en los precios domésticos de las materias primas pueden afectar a los precios de consumo por diversos canales. En primer lugar, los efectos directos del aumento de los precios de las materias primas sobre el IPC, que serán tanto mayores cuanto más elevado sea su peso en la cesta de consumo representativa. En segundo lugar, los efectos indirectos, materializados en el incremento en los costes de producción y distribución, que son más relevantes en el caso de la energía. Finalmente, los llamados «efectos de segunda ronda», que reflejan la incorporación del alza inicial de precios en los procesos de formación de precios y salarios, de modo que la perturbación original se acaba trasladando a las expectativas de inflación y a la inflación subyacente. Diversos estudios que han analizado el impacto de una subida en los precios del petróleo sobre la inflación en economías desarrolladas encuentran, en general, efectos relativamente moderados, que se deben, principalmente, al impacto directo del mayor coste de las materias primas sobre la inflación. Así, un incremento del 10 % del precio del petróleo supondría un alza del IPC del área del euro de unos 0,2 pp-0,4 pp¹.

Por otro lado, el encarecimiento de las materias primas tiene un impacto contractivo en las economías importadoras netas a través de tres canales, principalmente. En primer lugar, se alteran los precios relativos, propiciando que familias y empresas destinen un

mayor porcentaje de su renta a la compra de bienes derivados de estas materias primas, en detrimento de otros productos. En segundo lugar, elevan los costes de producción de las empresas. Y, en tercer lugar, pueden generar una respuesta contractiva de la política monetaria. En cambio, en las economías exportadoras netas, el impacto es expansivo, a través del aumento de la relación real de intercambio. No obstante, es importante destacar que el impacto sobre la actividad será muy diferente si la subida en los precios de las materias primas se debe a una repentina reducción en la oferta o a un aumento en la demanda, debido a un mayor crecimiento económico global².

Las tensiones recientes en los países árabes hacen pertinente considerar un escenario de recorte de la oferta mundial de petróleo. El modelo utilizado incluye las decisiones de consumo y producción de importadores y exportadores de crudo, tomando en especial consideración el papel diferencial y estratégico de Arabia Saudita como «productor dominante», es decir, el único con capacidad excedente de producción³. Los resultados muestran que, ante una caída en la oferta de un productor equivalente al 2 %⁴ del mercado mundial, el precio del crudo ascendería un 12 % (véase gráfico 3). Ante esta subida, Arabia Saudita aumentaría su producción de petróleo para suplir parcialmente la caída de la oferta, de forma que la caída de la producción mundial sería menor (0,5 %). El impacto inicial sobre el PIB de las economías desarrolladas sería de -0,4 pp, caída que se iría absorbiendo progresivamente, hasta desaparecer al cabo de tres años (véase gráfico 4). Por tanto, los efectos sobre la actividad de las economías desarrolladas de una perturbación en la oferta del petróleo serían moderados, en línea con los resultados de la literatura⁵.

1 Véase, por ejemplo, Rolf Strauch et ál. (2010), *Energy Markets and the Euro Area Macroeconomy*, Occasional Paper Series 113 European Central Bank o Luis J. Álvarez et ál. (2011), «The Impact of Oil Price Changes on Spanish and Euro Area Consumer Price Inflation», *Economic Modelling*, 28, pp. 422-431.

2 Para una discusión en profundidad sobre las distintas respuestas de la economía y los precios del petróleo frente a variaciones en la oferta y demanda mundiales, véase Anton Nakov y Galo Nuño (2010), «Un modelo sencillo para analizar las causas y consecuencias de las variaciones en el precio del petróleo», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España, pp. 67-78.

3 Para una descripción técnica del modelo empleado, véase Anton Nakov y Galo Nuño (2009), *Oilgopoly: A General Equilibrium Model of the Oil-Macroeconomy Nexus*, Documentos de Trabajo, n.º 0932, Banco de España.

4 Como referencia, Libia representa el 1,8 % del mercado mundial de crudo y durante la crisis redujo en un 75 % su participación en el mercado.

5 El citado trabajo de Strauch et ál. (2010) presenta valores entre 0,2 pp y 0,4 pp, para un amplio conjunto de modelos, ante un alza del 10 % en los precios del petróleo. Algunos autores destacan además que el impacto de las perturbaciones en el precio del petróleo sobre el PIB ha ido disminuyendo debido a las menores rigideces en los mercados de trabajo, el menor consumo de petróleo por unidad de PIB y la mejora en la conducción de la política monetaria. Véase al respecto O. Blanchard y J. Gali (2007), *The Macroeconomic Effects of Oil Shocks. Why are the 2000s So Different from the 1970s?*, NBER Working Paper n.º 13368.

3 Políticas económicas

3.1 DIVERGENCIAS EN LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS DE LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS

A principios de 2010, se anticipaba una salida secuencial de las medidas no convencionales de política monetaria, en un contexto de retirada de los estímulos introducidos tras la crisis

La crisis de la deuda soberana en el área del euro y las dudas sobre la recuperación en Estados Unidos abrieron una brecha creciente entre las políticas económicas de las economías desarrolladas

En el ámbito fiscal, la crisis soberana del área del euro aceleró el ajuste en Europa, mientras que en Estados Unidos y Japón se introdujeron, a finales de año, nuevos planes de estímulo fiscal

Al inicio de 2010, la paulatina recuperación económica y la normalización financiera auguraban una progresiva retirada de los apoyos introducidos a raíz de la crisis, aunque a ritmos distintos —más gradual en desarrollados, más decidida en emergentes—. No obstante, diversos acontecimientos alteraron este panorama y contribuyeron a acentuar las divergencias en la conducción de políticas económicas entre países emergentes y desarrollados y, también, dentro de estos últimos.

Las principales economías desarrolladas comenzaron el año con la intención de instrumentar la salida de las políticas extraordinariamente expansivas, aplicadas como respuesta a la crisis. El reto residía en reducir los apoyos públicos, que planteaban riesgos de inflación y dudas sobre la sostenibilidad de las posiciones fiscales, sin perjudicar la recuperación.

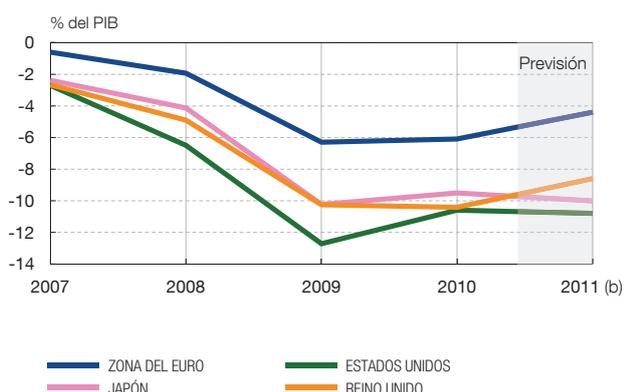
En el ámbito de las políticas monetarias, el debate se centraba en la secuencia e instrumentación de la retirada de las medidas no convencionales y en el momento de iniciar las subidas de tipos oficiales. La mejoría en la situación financiera y bancaria propició que el recurso de las entidades financieras a algunas ayudas revirtiese de forma natural. Así, en el primer trimestre, expiraron la mayoría de las facilidades de provisión extraordinaria de liquidez en Estados Unidos y el Reino Unido y se completó el programa de compras de activos de la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra. También en el área del euro fueron venciendo algunas medidas, como el programa de compra de *covered bonds* o las operaciones especiales de préstamo a más largo plazo. Por el contrario, el Banco de Japón siguió introduciendo nuevas medidas, en un contexto de persistencia de la situación deflacionista. No obstante, la incertidumbre sobre la fortaleza de la recuperación y la ausencia de presiones inflacionistas llevaron a un retraso en las expectativas de subidas de tipos de interés —incluso en el Reino Unido, a pesar de su inflación más elevada—, una tónica que seguiría todo el año. En otras economías desarrolladas (Suecia, Australia o Canadá), más avanzadas en el ciclo, sí hubo elevaciones de tipos oficiales.

En primavera, la incertidumbre relacionada con la crisis de la deuda soberana en el área del euro y con las dudas sobre la fortaleza de la recuperación en Estados Unidos retrasó la retirada de los estímulos monetarios y generó una creciente divergencia en el tono de las políticas económicas. La superación de la crisis soberana se convirtió en prioridad obligada en el área del euro, mientras que en Estados Unidos —y en un contexto algo diferente, en Japón— la preocupación se centró en evitar una posible recaída de la actividad e, incluso, en descartar el riesgo de una posible deflación.

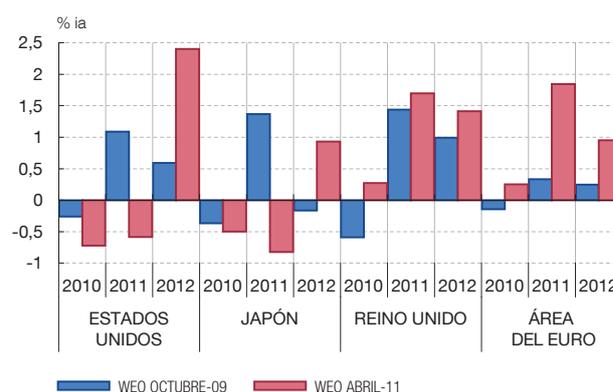
El notable deterioro de las variables fiscales en 2009 aconsejaba una retirada progresiva, pero decidida, de los estímulos fiscales (véase gráfico 3.7). Sin embargo, en 2010 se observó un nuevo incremento del endeudamiento público [en torno a 8 puntos porcentuales (pp) del PIB, para el conjunto de las economías avanzadas], mientras que los déficits fiscales apenas se redujeron, y se mantuvieron alrededor del 10 % del PIB en Estados Unidos, Japón y el Reino Unido, y en el 6 % en la UEM. Las tensiones derivadas de la crisis soberana del mes de mayo llevaron a acelerar el ajuste fiscal en los países del área del euro (véase capítulo 4) y también en el Reino Unido (véase gráfico 3.7). En este país, el nuevo Gobierno presentó un drástico ajuste fiscal —basado en recortes del gasto y en medidas impositivas, entre ellas, una subida de 2,5 pp del IVA y un nuevo impuesto sobre la banca—, que reducirá el saldo estructural en más de 8 pp del PIB en los próximos cinco años.

En marcado contraste, en Estados Unidos y en Japón las dudas sobre la actividad se materializaron en nuevos planes de expansión fiscal hacia finales de año. La principal medida

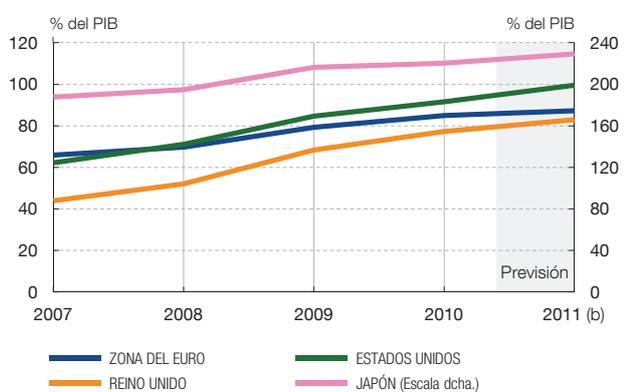
SALDO FISCAL DEL SECTOR PÚBLICO (a)



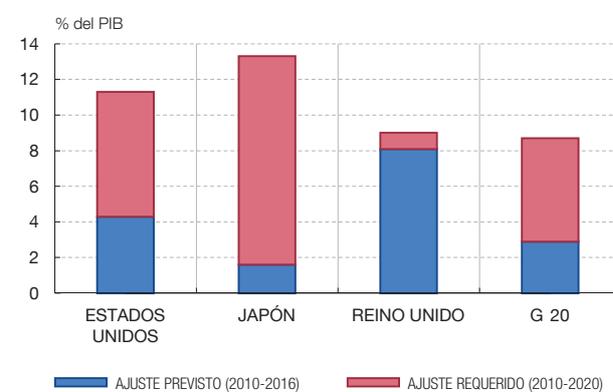
VARIACIONES DEL SALDO FISCAL ESTRUCTURAL (2009-2012)



EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA



AJUSTE FISCAL PREVISTO Y REQUERIDO (c)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Datastream, Bloomberg, Reserva Federal de Cleveland y Banco de España.

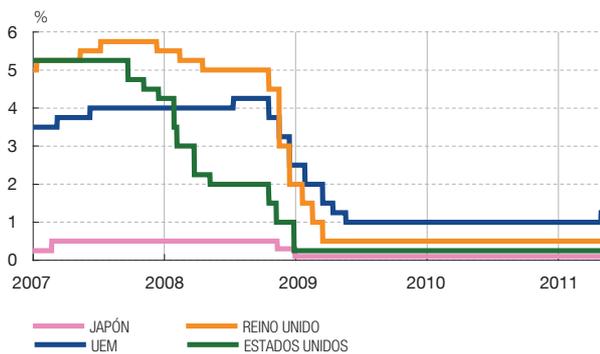
- a Porcentaje del PIB. Superávit (+) o déficit (-).
- b Previsiones del Fondo Monetario Internacional.
- c Ajuste necesario del saldo estructural primario en 2010-2020, para estabilizar la ratio de deuda sobre PIB en 2030 en el 60 % (200 % en Japón).

en Estados Unidos fue la aprobación en diciembre de un nuevo paquete fiscal, por más de 800 mm de dólares (casi un 6 % del PIB de 2010) para los próximos diez años, en el que destaca la extensión de reducciones impositivas que iban a expirar y la prolongación de subsidios de paro. Este plan podría elevar el déficit estructural entre 1,5 pp y 2 pp del PIB, en 2011 y 2012, y retrasar el inicio de la consolidación fiscal. Por su parte, en Japón se introdujo un nuevo paquete fiscal de cerca del 1 % del PIB, en octubre, y, tras el terremoto de marzo de 2011, se aprobó un presupuesto suplementario de cuantía similar para acometer las labores de reconstrucción.

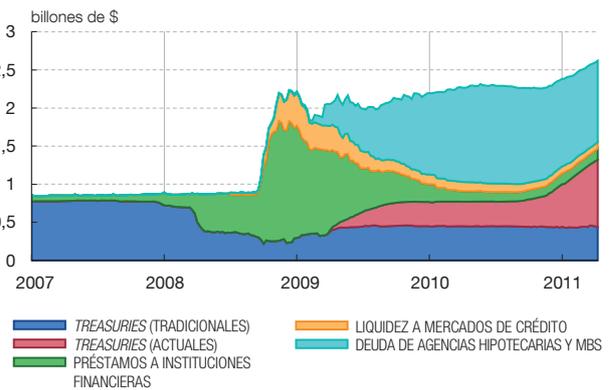
En política monetaria, destaca una nueva fase de expansión cuantitativa en Estados Unidos

En el ámbito de la política monetaria, el debilitamiento de la actividad suscitó la posibilidad de nuevas medidas de expansión monetaria no convencional en Estados Unidos y el Reino Unido, durante el verano. No así en la UEM, que, no obstante, mantuvo la provisión de amplia liquidez al sistema financiero y puso en marcha un programa de compra de bonos públicos de los países más afectados por las tensiones soberanas, para restaurar el mecanismo de transmisión. Los tipos de interés oficiales se mantuvieron sin cambios en todos los casos durante 2010, si bien en los primeros meses de 2011, ante el repunte de la inflación, los mercados han adelantado las expectativas de inicio de subida de los tipos de interés oficiales (véase gráfico 3.8). De hecho, el ciclo alcista

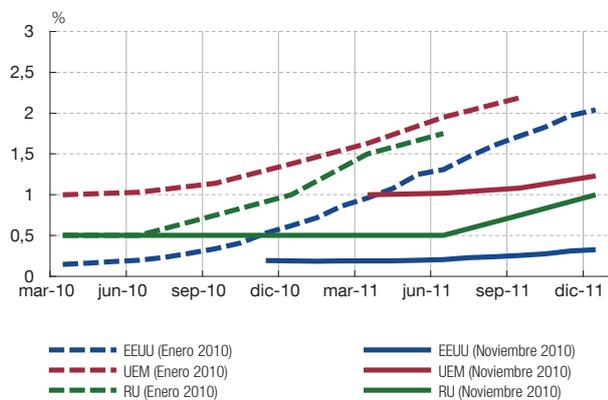
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN PAÍSES DESARROLLADOS



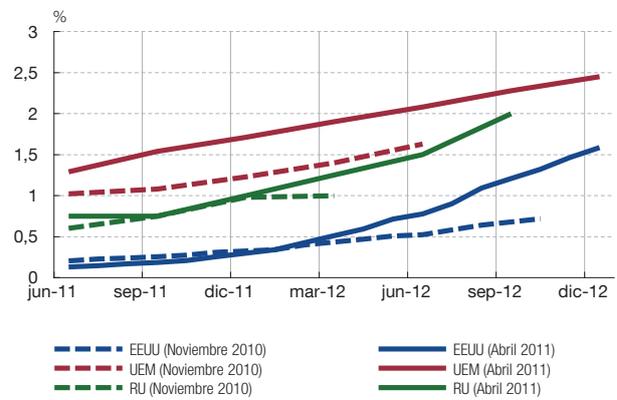
BALANCE DE LA FED



EXPECTATIVAS DE TIPOS OFICIALES



EXPECTATIVAS DE TIPOS OFICIALES



FUENTES: Bloomberg, Encuesta Reuters, Datastream y Reserva Federal de Cleveland.

se inició en la UEM en abril, con la subida de 25 puntos básicos (pb) del tipo de interés, hasta el 1,25 %.

La segunda fase de expansión cuantitativa en Estados Unidos (conocida como QE II, por sus siglas en inglés) fue preanunciada en agosto e iniciada en noviembre. Consiste en la compra escalonada por parte de la Reserva Federal de 600 mm de dólares en bonos del Tesoro, a finalizar en junio de 2011, a los que se añade la reinversión de otros 300 mm procedentes del vencimiento de activos en balance. La intención era relajar las condiciones monetarias y financieras, mediante la reducción de los tipos de interés a largo plazo y el aumento de los precios de una gama de activos financieros, con objeto de mejorar las perspectivas de los agentes y aumentar sus expectativas de inflación. Pese al debate sobre la efectividad y los riesgos del QE II, la evolución posterior parece indicar que ha contribuido a ese objetivo, aunque los tipos a largo plazo anticiparon el movimiento inicial de bajada y repuntaron notablemente tras el inicio del programa. Por su parte, en octubre el Banco de Japón amplió sus facilidades de crédito y extendió el programa de compra de activos financieros —incluyendo títulos del Estado—, con un nuevo fondo equivalente al 1,1 % del PIB. Tras el terremoto de marzo, duplicó el volumen de compras e inyectó masivamente liquidez. En el Reino Unido, la posibilidad de una ampliación de las medidas no convencionales acabó disipándose por el riesgo de desanclaje de las expectativas de los agentes, con la inflación situada más de un punto por encima del objetivo durante los últimos dos años.

La divergencia en las políticas económicas refleja tanto diferencias en la situación coyuntural como en la valoración de los riesgos de medio y largo plazo

Las divergencias en las políticas económicas entre las principales economías desarrolladas responden a múltiples causas: diferencias de diagnóstico, estrategia o prioridades ante los riesgos inflacionarios y la debilidad de la economía, y diferentes grados de libertad para diseñar sus políticas. No obstante, en una economía global cada vez más integrada, en la que las políticas de los países más grandes tienen implicaciones para el resto, estas divergencias puede generar tensiones y reacciones por parte de otros países, como ya sucedió en el ámbito monetario y cambiario tras el QE II de Estados Unidos, socavando los esfuerzos de coordinación internacional cimentados tras la crisis (véase apartado 4.3).

3.2 DILEMAS DE POLÍTICA ECONÓMICA EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Las expectativas de fuerte crecimiento económico en los países emergentes se vieron confirmadas

Las economías emergentes han sorteado el impacto de la crisis mejor que las desarrolladas. La recuperación ha sido rápida, favorecida por unos fundamentos económicos robustos, una menor necesidad de desapalancamiento respecto a las economías desarrolladas, y una nula o reducida exposición de sus sistemas financieros a los activos problemáticos. La situación en los nuevos países miembros de la UE ha sido diferente, pues en la mayoría de ellos la crisis incidió con fuerza y la recuperación ha sido más débil, debido tanto a los mayores desequilibrios y vulnerabilidades financieras acumulados en los años previos a la crisis, como a los estrechos vínculos económicos con el área del euro.

A lo largo de 2010 se produjeron fuertes entradas de capitales, más intensas en determinados países

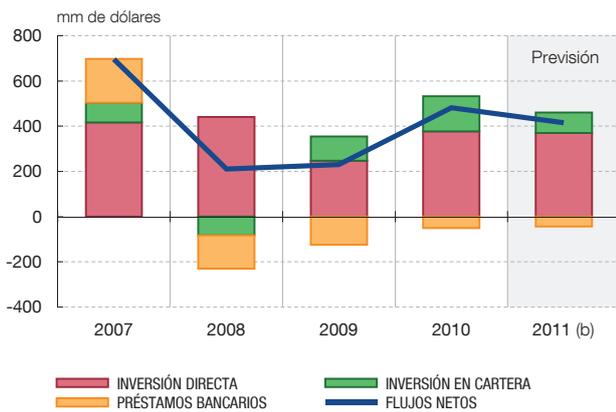
La combinación de las mejores perspectivas de crecimiento en las economías emergentes, el retorno del apetito por el riesgo en los mercados financieros globales y la persistencia de tipos de interés muy reducidos en las economías desarrolladas indujo un resurgimiento de los flujos de capitales hacia los países emergentes a lo largo de 2010, que en Asia y América Latina superaron los niveles previos a la crisis (véase gráfico 3.9). Los flujos se intensificaron tras el verano, ante la expectativa del nuevo estímulo monetario en Estados Unidos, creando notables dificultades para la gestión macroeconómica y un temor a una apreciación excesiva de los tipos de cambio. Una parte importante de estos mayores flujos hacia las economías emergentes tiene posiblemente un carácter permanente, resultado del proceso de reasignación global de capitales, asociado a unas mejores perspectivas relativas de crecimiento y más acorde con el peso e importancia crecientes de estas regiones en el mundo (véase recuadro 3.1). Sin embargo, existe la percepción en estos países de que la afluencia de capitales tiene también un componente transitorio, especialmente tras el episodio de intensificación al final de 2010, lo que plantea riesgos de apreciación excesiva de los tipos de cambio o de reversión súbita de esos flujos.

Las entradas de capitales, junto con las presiones al alza de la inflación, plantearon un dilema de política monetaria

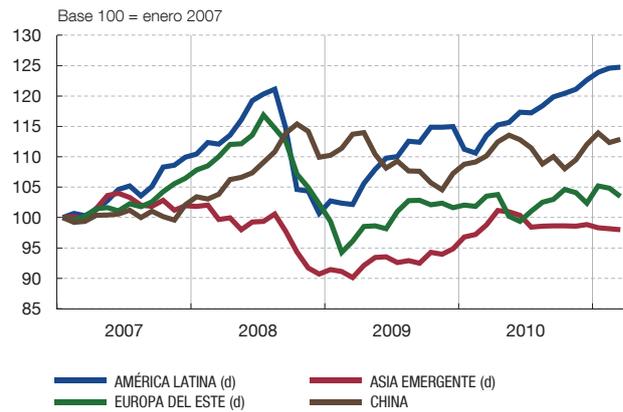
Las fuertes entradas de capitales y las tensiones apreciatorias coincidieron con presiones crecientes sobre la inflación, originando un dilema de política monetaria en las economías de América Latina y Asia. Por una parte, era oportuno elevar los tipos de interés para contener el repunte de la inflación, en un contexto de cierre de las brechas del producto y de encarecimiento de las materias primas, y evitar el desanclaje de las expectativas de inflación. Por otra parte, el alza de tipos de interés podía contribuir a alimentar las entradas de capitales y a aumentar la presión sobre el tipo de cambio. Las economías emergentes han abordado este reto con una combinación de medidas: subidas de tipos de interés, apreciaciones controladas y acumulación de reservas, a la par que se han adoptado medidas administrativas o de corte macroprudencial, e incluso controles de capitales.

Hubo elevaciones de los tipos de interés tanto en Asia como en la mayoría de los países de América Latina, que se interrumpieron o suavizaron en la fase de mayores entradas de capitales, tras el verano. Numerosos países emplearon también medidas de carácter cuantitativo, principalmente elevaciones de los coeficientes de caja, para endurecer las condiciones monetarias. En cuanto a los tipos de cambio, en América Latina se toleraron, en general, apreciaciones más intensas que en Asia. En China, las autoridades anunciaron la vuelta al régimen cambiario

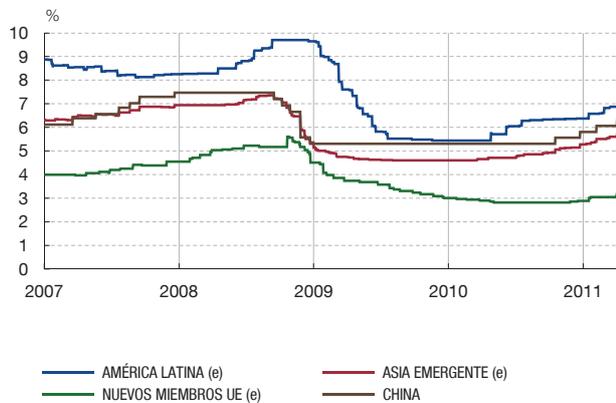
ECONOMÍAS EMERGENTES (a): FLUJOS NETOS DE CAPITAL



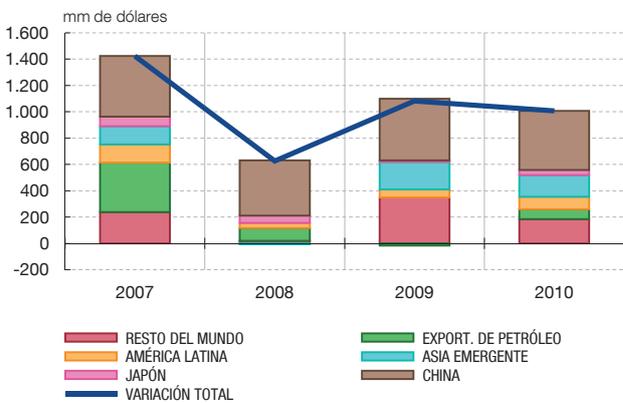
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES (c)



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES



VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES (f)



FUENTES: Datastream y Fondo Monetario Internacional.

- a África, América Latina y Caribe, Europa Central y del Este, Confederación de Estados Independientes, Oriente Medio y Asia emergente.
- b Previsiones del FMI.
- c Elaborados con precios de consumo. Un aumento (disminución) supone una apreciación (depreciación) de la moneda.
- d Áreas analizadas: Asia emergente (India, Singapur, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas), Europa Central (República Checa, Hungría y Polonia) y América Latina (Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú).
- e Áreas analizadas: Asia emergente (India, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas), Europa Central (República Checa, Hungría y Polonia) y América Latina (Brasil, México, Chile y Colombia).
- f Año 2010: último dato disponible.

previo a la crisis y permitieron una cierta apreciación del renminbi frente a su cesta de referencia, aunque con carácter limitado. La acumulación de reservas se intensificó también de manera generalizada, con el fin de mitigar la apreciación de los tipos de cambio, lo que situó las tendencias de estos activos en nuevos máximos históricos (véase gráfico 3.9).

Entre las medidas que se adoptaron destacan las dirigidas a moderar las entradas de capitales

Muchos países consideraron necesario recurrir a otro tipo de medidas, que se resumen en el cuadro 3.2, para gestionar las fuertes entradas de capital y su impacto sobre los tipos de cambio. En algunos países se tomaron medidas de liberalización de las salidas de flujos financieros. En otros casos, se adoptaron medidas de corte macroprudencial para moderar los efectos de las entradas de capitales, como límites al crecimiento del crédito inmobiliario, o a las ratios de crédito sobre valor (LTV). También se adoptaron diversos gravámenes a los movimientos financieros de los no residentes (controles de capitales), formulados de manera específica en cada país, destacando entre ellos los impuestos sobre las transacciones financieras de cartera en Brasil y Corea. A diferencia de episodios pasados, los controles de capitales han contado con una mayor aceptación internacional, aunque solo como último recurso.

MEDIDA	DESCRIPCIÓN	PAÍS
		(fecha de implementación entre paréntesis)
Restricciones flujos financieros (controles de capitales)	Impuesto sobre entradas de flujos financieros	Brasil (oct-10 y mar-11), Tailandia (oct-10), Corea (nov-10)
	Establecimiento período mínimo inversión	Indonesia (sep-10)
Liberación flujos financieros	Liberalización salidas de capitales	Tailandia (feb-10 y sep-10), Chile (nov-10), Perú (varias)
Medidas de corte macroprudencial	Limitación a LTV (ratio crédito valor) y DTI (deuda sobre ingreso) en préstamos inmobiliarios	China, Hong Kong, Corea (mar-11)
	Elevación requerimiento de capital	Brasil (dic-10)
	Elevación coeficiente de caja (a)	China (varias), India (oct-10), Brasil (dic-10), Indonesia (dic-10), Malasia (mar-11), Turquía (varias), Perú (varias)
	Elevación coeficiente de caja depósitos en moneda extranjera	Perú (jul, sep y oct-10)
	Límite posición corta en moneda extranjera de la banca	Corea (jun-10), Brasil (ene-11), Perú (feb-11), China (mar-11)

FUENTE: Banco de España.

a Los coeficientes de caja pueden ser también considerados como medida alternativa de política monetaria, si bien están siendo usados cada vez más con objetivos macroprudenciales.

El tono de las políticas fiscales no contribuyó a aliviar el dilema de política económica

Una orientación contractiva de las políticas fiscales en las economías emergentes podría haber facilitado la gestión de las políticas cambiarias y monetarias en este contexto de fuerte dinamismo de la actividad, y de recalentamiento, en algunos casos. Sin embargo, aunque los resultados fiscales fueron favorables, en marcado contraste con las economías desarrolladas, el tono de las políticas fiscales no fue claramente restrictivo en prácticamente ningún país.

4 Hacia un entorno global de mayor estabilidad económica y financiera

La consecución de una mayor estabilidad económica y financiera global requiere una coordinación multilateral reforzada y la adopción de reformas

La gravedad de la crisis y la respuesta posterior han puesto de manifiesto la necesidad de articular las políticas macroeconómicas y financieras, para evitar la reaparición de desequilibrios y avanzar en el establecimiento de un entorno económico y financiero más estable. En esta sección se repasan los avances en tres ámbitos fundamentales para el logro de ese objetivo: i) el saneamiento y la reestructuración del sistema financiero; ii) el ajuste de los balances del sector privado y la consolidación fiscal en las principales economías desarrolladas, y iii) el proceso de coordinación internacional de políticas económicas, que mitigue los riesgos de reemergencia de los desequilibrios globales y de reaparición de excesos financieros.

4.1 SITUACIÓN, PERSPECTIVAS Y PROCESOS DE REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO

Los procesos de ajuste y recomposición del sector bancario han progresado en el último año...

En 2010 se produjo una mejoría de la actividad bancaria. La mayoría de los bancos reforzaron su posición financiera a lo largo del año, apoyados, por un lado, en el fortalecimiento de sus balances y el proceso de gradual desinversión, y, por otro, en la progresiva normalización de algunos mercados de financiación mayorista y de emisiones de renta fija (véase gráfico 3.5). Asimismo, los beneficios de la banca internacional se recuperaron hasta niveles cercanos a los previos a la crisis. Este comportamiento, sin embargo, no fue homogéneo: la banca de Estados Unidos y la británica alcanzaron elevados niveles de rentabilidad, frente a los más moderados obtenidos por los bancos japoneses y los de la UEM. Los ratios de capital aumentaron significativamente al hilo de esta mejoría y en

respuesta a la crisis financiera. Este reforzamiento del capital tuvo lugar en un contexto de mayores requerimientos regulatorios y, en algunos casos concretos, apoyado en inyecciones de capital público. La actividad transfronteriza se mantuvo relativamente moderada, pero los bancos internacionales incrementaron sus exposiciones a las áreas emergentes, en particular América Latina y Asia, donde los sistemas bancarios solo se vieron transitoriamente afectados por la crisis. A pesar de esta evolución positiva, el proceso de saneamiento y reconfiguración del sistema bancario y financiero todavía es incompleto, y la intermediación crediticia y las condiciones de financiación bancaria siguen estando limitadas por factores de oferta. Además, numerosos segmentos de los mercados de titulización siguen sin reactivarse. Por otra parte, la propia debilidad de la demanda de crédito y la fragilidad financiera de los prestatarios también limitan el avance del crédito al sector privado, que mantiene una notable atonía.

... condicionados por la persistencia de elevados apoyos públicos...

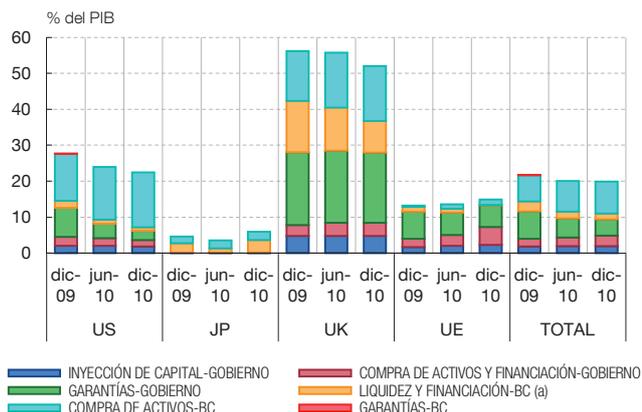
En cualquier caso, la mejoría del sector financiero sigue estando respaldada por el mantenimiento de elevados apoyos, tanto por parte de los Estados como de los bancos centrales. A finales de 2010, el monto total de los apoyos públicos efectivamente utilizados por el sector financiero se situaba en torno al 20 % del PIB en las principales economías, casi igual que un año antes (véase gráfico 3.10). En general, se observó una reducción de los apoyos instrumentados mediante garantías del Tesoro y facilidades de liquidez y financiación de los bancos centrales, compensada por el incremento de las compras de activos por parte de estos últimos. En Estados Unidos, estos soportes se situaban en el 22 % del PIB a finales de 2010 (5 pp menos que a final de 2009), destacando la reducción de la parte correspondiente a las inyecciones de capital. Por otra parte, el nivel de los apoyos financieros en el Reino Unido sigue siendo el más elevado entre las principales economías avanzadas, por encima del 50 % del PIB, aunque en ligero descenso. En Japón y en la UEM se ha producido un nuevo incremento de los apoyos en 2010, aunque desde niveles mucho más reducidos (6 % y 15 % del PIB, respectivamente). Dadas las características de estos apoyos, en los que van ganando peso las compras en firme y las inyecciones de capital, es probable que se mantengan por un período prolongado.

... y por las reformas regulatorias y financieras

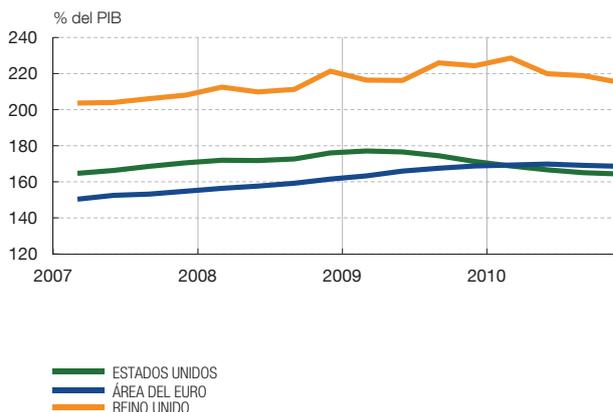
En 2010, las iniciativas de reforma financiera y regulatoria coordinadas a nivel global perdieron cierto protagonismo frente a las de carácter doméstico. Entre las primeras hay que destacar, no obstante, la aprobación del conjunto de medidas conocido como Basilea III, en noviembre, por el G 20. Estas medidas suponen un refuerzo de los requisitos de capital y liquidez exigidos a las instituciones financieras, a nivel global, aunque algunos aspectos están pendientes de desarrollar (ratios de liquidez, entidades sistémicas, etc.) y el plazo para su cumplimiento pleno es amplio (hasta 2018, en algunos apartados).

Entre las reformas planteadas a nivel nacional, en Estados Unidos se aprobó la ley Dodd-Frank y en Reino Unido el Gobierno presentó un documento consultivo con las líneas principales de la nueva reforma, que deberá ser aprobada a lo largo de 2011. Las principales características de ambos programas de reforma financiera se recogen en el cuadro 3.3. Hay elementos comunes, como la revisión profunda de las estructuras de regulación y supervisión, y la creación de instituciones en los ámbitos macroprudencial y de protección al consumidor de servicios financieros. A diferencia de la estrategia gradual seguida por los países europeos, la reforma americana plantea una transformación global, que alcanza a la mayor parte del sector financiero, con objeto de reducir la probabilidad de nuevas crisis y mitigar los efectos que estas puedan tener sobre la economía y, en particular, sobre las cuentas públicas. La reforma propuesta por el nuevo Gobierno británico está más centrada en la arquitectura reguladora y otorga un mayor protagonismo al Banco de Inglaterra.

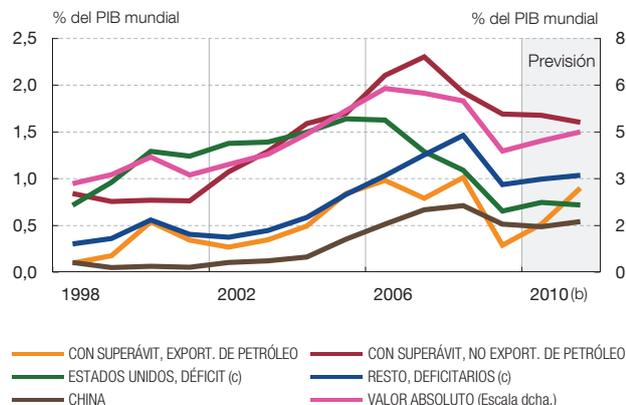
MEDIDAS DE APOYO AL SECTOR FINANCIERO



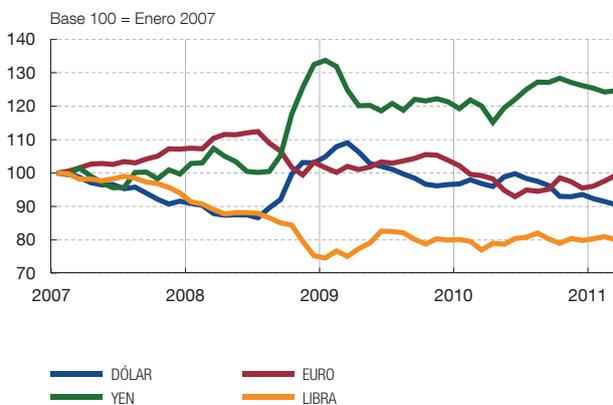
ENDEUDAMIENTO PRIVADO NO FINANCIERO



SALDO POR CUENTA CORRIENTE



TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES EN PAÍSES DESARROLLADOS (d)



FUENTES: Datastream, Goldman Sachs, estadísticas nacionales, Banco de España, Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra y Banco de Japón.

- a Como liquidez y financiación-BC se incluye el aumento desde junio de 2008 en los préstamos netos.
- b Previsiones del Fondo Monetario Internacional.
- c Signo cambiado.
- d Elaborados con precios de consumo. Un aumento (disminución) supone una apreciación (depreciación) de la moneda.

4.2 PROCESOS DE DESAPALANCAMIENTO

Los elevados niveles de endeudamiento del sector privado en las principales economías avanzadas siguen siendo un lastre para la recuperación económica y un riesgo para la estabilidad financiera

Uno de los ajustes pendientes tras la crisis está ligado al excesivo endeudamiento del sector privado en las principales economías desarrolladas y al necesario proceso de desapalancamiento (véase gráfico 3.10). En Estados Unidos, Japón y Reino Unido — en contraste con el área del euro— la ratio de endeudamiento del sector privado no financiero tendió a reducirse durante 2010. En el caso de los hogares, la disminución refleja el incremento de la renta disponible, el mantenimiento de tasas de ahorro elevadas y la debilidad del crédito. En el sector corporativo, la caída fue el resultado, principalmente, de las subidas de precios de los activos financieros. No obstante, el proceso de desapalancamiento del sector privado está siendo lento, y es previsible que se prolongue durante varios años, en línea con la evidencia histórica. El mantenimiento de ratios de endeudamiento muy elevadas no solo frena la recuperación económica —al limitar el margen de expansión de la demanda privada—, sino que representa también un riesgo para la estabilidad financiera, por la posibilidad de que nuevos acontecimientos adversos deriven en procesos de impago, con repercusiones negativas para los acreedores.

	ESTADOS UNIDOS	REINO UNIDO
Carácter y estado de la reforma	General: <i>Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act</i> . Aprobada, pendiente de desarrollo.	Reformas parciales, progresivas y de carácter segmentado. Enfoque actual marco institucional. Previsible aprobación de la legislación a mediados de 2011.
Coordinación estabilidad financiera	Financial Stability Oversight Committee (FSOC). Presidido y coordinado por el Tesoro.	Financial Policy Committee. Liderado por el Banco de Inglaterra.
Supervisión	Múltiples supervisores.	Supervisor de la solvencia separado de comportamiento de mercado (<i>Twin Peaks</i>).
Tratamiento entidades sistémicas	Mayores requisitos de capital y liquidez, refuerzo de la supervisión, nuevos regímenes de resolución, <i>living wills</i> y <i>stress tests</i> .	
Separación actividades	<i>Volcker Rule</i> y otros límites.	En estudio por la Comisión Independiente Bancaria.
Protección al consumidor	Agencia independiente adscrita a la Reserva Federal.	Agencia independiente.
Sistemas retributivos	Basados en principios: salarios diferidos y condicionalidad a rendimiento a medio plazo.	

FUENTE: Banco de España.

A ello se unen los problemas derivados del incremento del endeudamiento del sector público

A estos problemas de sobreendeudamiento del sector privado en las principales economías avanzadas se ha añadido el fuerte aumento de la deuda pública —15 pp del PIB en el agregado de estas economías desde 2008—, que ha compensado la reducción de la deuda privada. La tendencia al alza de la deuda pública está aún lejos de frenarse en la mayoría de países avanzados, y pone en evidencia los problemas de sostenibilidad fiscal y la necesidad general de consolidación en las economías avanzadas, más allá de los ajustes impuestos por la crisis soberana en Europa. Como se ha comentado en la sección 3.1, en países como Japón y Estados Unidos, la consolidación fiscal se ha retrasado, al quedar subordinada a las prioridades de corto plazo, y a pesar de que ambos países presentan también tendencias fiscales insostenibles en el largo plazo (véase gráfico 3.7). En definitiva, la necesidad de ajuste fiscal y la continuidad del desapalancamiento privado pesarán sobre las perspectivas de crecimiento de las economías avanzadas, en los próximos años.

4.3 LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES Y LA COORDINACIÓN INTERNACIONAL DE POLÍTICAS

Los desequilibrios globales se han ampliado en 2010, tras la importante corrección del año anterior

Tras la fuerte corrección registrada en 2009, los desequilibrios globales registraron una moderada ampliación a lo largo del año pasado, al hilo de la recuperación y del incremento del precio de las materias primas (véase gráfico 3.10). Esta ampliación se ha reflejado en el ligero aumento del valor absoluto de los saldos de las balanzas por cuenta corriente, hasta el 4,5 % del PIB mundial, muy inferior, en todo caso, a los valores previos a la crisis (en torno al 6 % en 2006). Entre los países con déficit, este aumentó ligeramente en Estados Unidos, hasta el 3,2 % del PIB, menos de la mitad de lo que suponía en 2006. Entre los países con superávit, destaca la ampliación del mismo en los países exportadores de petróleo; por el contrario, en China se redujo ligeramente, hasta el 5,2 % del PIB. Esta ampliación de los desequilibrios les ha vuelto a poner en el foco de las preocupaciones del G 20.

El G 20 se ha consolidado como el foro de coordinación de políticas económicas a nivel internacional...

La crisis financiera puso de manifiesto la complejidad de las interrelaciones entre economías y sistemas financieros, y la necesidad imperiosa de coordinación internacional de las actuaciones nacionales para lograr un crecimiento equilibrado y sostenible a medio plazo. El G 20 se ha consolidado como el principal foro para esta coordinación, apoyado en el protagonismo que tienen en él las economías emergentes, en consonancia con su mayor relevancia a nivel mundial (véase recuadro 3.1). En este contexto, la mitigación de los desequilibrios globales constituye uno de los principales objetivos. Además de reiterar la necesidad de un ajuste fiscal ordenado y gradual, el G 20 ha recomendado a los países con déficit por cuenta corriente medidas para estimular el ahorro y fomentar la competitividad. A los países con superávit, les ha instado a adoptar medidas para estimular las fuentes internas de crecimiento. Con intención de suscitar un mayor compromiso entre sus miembros, el G 20 ha articulado este debate en torno a un «proceso de valoración mutua» y acaba de definir un conjunto de indicadores de desequilibrios macroeconómicos para los países con mayor importancia global, sobre los que establecer valoraciones y recomendaciones de política.

... no obstante, el impulso a la coordinación se ha debilitado

Pese a la intensa actividad desplegada en torno al G 20, el impulso de coordinación se ha debilitado en el último año. Los diferentes ritmos de recuperación económica y las distintas prioridades domésticas han dado lugar a respuestas de política divergentes, como se ha analizado en la sección 3, que no siempre han sido bien acogidas por el resto de economías. En particular, el nuevo giro expansivo de la política monetaria en Estados Unidos actuó como detonante de importantes intervenciones en los mercados cambiarios por parte de países emergentes y de algunos desarrollados, como Japón o Suiza, y propició un mayor recurso a medidas administrativas y controles de capitales, que, en última instancia, corren el riesgo de segmentar los mercados financieros internacionales, actuando en contra del clima de concertación internacional.

En definitiva, los resultados de la coordinación internacional de políticas en el último año han sido ambiguos. Por una parte, se percibe cierta sensación de fatiga, tras los momentos de mayor tensión de la crisis económica, y una tendencia a la prevalencia de los intereses nacionales. Por otra parte, el G 20 se ha consolidado como foro de gobernanza económica mundial y mantiene una agenda intensa.

5 Perspectivas y riesgos

Las perspectivas económicas son de una continuación del crecimiento a un ritmo algo más moderado, con importantes riesgos a la baja, por la debilidad de los fundamentos en las economías desarrolladas...

El escenario central de perspectivas económicas para 2011 contempla la continuidad de la recuperación global, aunque a un ritmo más moderado que en 2010. De acuerdo con las previsiones más recientes del FMI, el crecimiento mundial en 2011 será del 4,4 %, medio punto inferior al de 2010, y se mantendrá la notable diferencia entre economías avanzadas y emergentes. Este escenario está sujeto a notables riesgos a la baja, particularmente en las economías desarrolladas, donde el pulso económico sigue apoyándose, en gran medida, en las políticas de estímulo monetario y fiscal. El crecimiento autosostenido de la demanda interna y, en particular, del consumo privado requiere una mejora significativa de los mercados laborales —que todavía resulta insuficiente, pese a los signos positivos observados en Estados Unidos, en los primeros meses de 2011—, y avanzar en el proceso de desapalancamiento. Por otra parte, no cabe descartar un despegue más intenso de la inversión productiva privada en Estados Unidos, por la fortaleza de los balances corporativos y la consolidación de la confianza.

... intensificados por la fragilidad de las finanzas públicas...

El deterioro de las finanzas públicas y su vinculación con la fragilidad de los sistemas financieros son otra fuente importante de riesgos. Los nuevos programas de estímulo fiscal en Estados Unidos han sostenido el crecimiento en el corto plazo, pero han postergado la consolidación fiscal, al tiempo que crecía la preocupación por la situación de las finanzas

de los Estados y entes locales, elementos que podrían erosionar la posición fiscal a largo plazo. En general, existe el riesgo de elevación brusca y sustancial del coste de financiación de la deuda pública en las economías desarrolladas, ante el desequilibrio entre la oferta y la demanda de estos títulos que se puede generar durante la recuperación. El aumento de los tipos a largo plazo podría tener un impacto negativo adicional sobre la demanda interna y la estabilidad financiera.

... en un contexto en el que la normalización y reconfiguración del sistema financiero sigue un curso lento

Por otra parte, a pesar de la mejoría de la situación financiera, el saneamiento de algunos sistemas bancarios aún no se ha completado, y la reconfiguración pendiente de la arquitectura financiera está condicionada por la puesta en marcha de reformas regulatorias nacionales y globales. El impacto de estos desarrollos sobre las condiciones de financiación y el flujo de crédito y, más en general, sobre la actividad es aún incierto.

El encarecimiento de las materias primas constituye una seria amenaza para el crecimiento global

Los riesgos más palpables en la coyuntura actual se derivan de la continuada tendencia al alza de los precios de las materias primas —en particular, el petróleo—, que se ha intensificado desde principios de 2011 por los conflictos en los países árabes. Aunque su impacto directo sobre la actividad pueda ser limitado, las posibles reacciones de política monetaria, ante un repunte acusado de la inflación, y su incidencia sobre la incertidumbre, en una coyuntura donde la confianza no está aún asentada, tendrían consecuencias más sustanciales. Además, se pueden acentuar los dilemas de política en las economías emergentes en las que se vislumbran riesgos de sobrecalentamiento, y de aumento de las vulnerabilidades financieras, aunque la incertidumbre asociada a unas mayores presiones inflacionistas podría reducir el atractivo de estas economías y mitigar la entrada de flujos. En todo caso, en una perspectiva de largo plazo, los mayores niveles de precios de las materias primas, inevitablemente asociados con una demanda creciente por parte de las economías emergentes, pueden limitar la capacidad de crecimiento global y su distribución por regiones.

Estos factores de riesgo requieren la instrumentación de políticas encaminadas a robustecer las perspectivas de crecimiento y la estabilidad financiera

En definitiva, aunque la recuperación de la economía mundial parece consolidarse, los obstáculos y los retos son notables, y los riesgos aparecen en diversos frentes, incluido el de la inflación. En este contexto, las políticas económicas encaminadas a robustecer las bases de crecimiento y la estabilidad financiera deben prevalecer sobre los estímulos de más corto plazo, aunque estos hayan sido vitales en los momentos más agudos de la crisis.