

1 Introducción

En 2011, la economía mundial se desaceleró hasta el 3,7%, arrastrada por el debilitamiento de las economías avanzadas, que siguen realizando los ajustes derivados de la crisis financiera

En 2011, la economía mundial ralentizó su ritmo de recuperación, de modo que el crecimiento del PIB mundial se situó en el 3,7%, en promedio anual, 1,4 pp menos que en 2010. La desaceleración fue el resultado, principalmente, del debilitamiento de las economías avanzadas, que crecieron un 1,4%, la mitad que en el año precedente. Las economías emergentes también se vieron afectadas por la desaceleración, aunque siguieron registrando un crecimiento sólido, del 6,4% (véanse gráfico 3.1 y cuadro 3.1). Así, las economías emergentes se consolidaron como la principal fuente de crecimiento de la economía mundial, explicando más de tres cuartas partes del mismo en 2011.

Las economías avanzadas continuaron realizando los ajustes derivados de la crisis financiera, lo que siguió lastrando su recuperación. La recomposición de los balances privados, el saneamiento y redimensionamiento de los sistemas financieros, y el ajuste del sector residencial siguieron avanzando; por el contrario, el endeudamiento del sector público volvió a incrementarse, a pesar de los procesos de consolidación fiscal (véase gráfico 3.1). En todo caso, estos ajustes, que son necesarios para formar una base sólida sobre la que asentar un proceso de crecimiento sostenido, aún distan de haberse completado. Además, el ritmo de recuperación se vio condicionado por diversas perturbaciones —como el *tsunami* en Japón o las tensiones políticas en los países árabes— y, sobre todo, por el recrudecimiento de la crisis soberana en el área del euro.

La crisis de la deuda soberana del área del euro marcó la evolución económica y financiera global a través de múltiples canales. Las economías emergentes mantuvieron un fondo de resistencia frente a ese impacto

El agravamiento de la situación en Europa, a partir de julio, constituyó un elemento fundamental, que marcó la evolución económica y financiera global y tuvo un impacto notable a través de diversos canales, reales y financieros. La reactivación de la crisis soberana, junto con la fragilidad de la recuperación en otras economías avanzadas y las otras perturbaciones, mencionadas antes, provocaron grandes variaciones en el sentimiento de los inversores financieros y de los agentes económicos a lo largo del ejercicio, dando lugar a una elevada volatilidad en los mercados financieros globales y a altibajos de la actividad. Frente a esta situación, las economías emergentes siguieron mostrando una notable resistencia de fondo, en un entorno de precios elevados de las materias primas, de dinamismo sostenido de la economía de China y de entradas de capitales, que reavivaron los riesgos de recalentamiento. Sin embargo, el aumento de la aversión global al riesgo, la desaceleración del comercio mundial y el efecto retardado del endurecimiento de las políticas monetarias en los trimestres previos determinaron un comportamiento real y financiero menos expansivo en la segunda parte del ejercicio.

La inflación se mantuvo bajo control pese al encarecimiento del petróleo

La inflación se mantuvo relativamente contenida a escala mundial, pese al repunte del precio del petróleo, en un entorno de brechas de producción amplias y expectativas de inflación bien ancladas en las economías avanzadas, aunque las tasas subyacentes mostraron una paulatina tendencia al alza. En líneas generales, las tasas de inflación tocaron techo en el tercer trimestre de 2011 y se fueron reduciendo paulatinamente desde entonces, facilitando el mantenimiento de políticas monetarias muy expansivas en las economías avanzadas y frenando el endurecimiento —o, incluso, revirtiéndolo— en algunas economías emergentes.

El tono de las políticas económicas se fue diferenciando en las economías avanzadas

Las políticas económicas continuaron desempeñando un papel determinante en la recuperación de las economías avanzadas, aunque su margen de actuación es cada vez más reducido, observándose una progresiva diferenciación en el tono de las políticas monetaria y fiscal. En general, aunque con algunos matices según los distintos países, las políticas monetarias profundizaron su orientación expansiva —intensificando las medidas no convencionales—, mientras que las fiscales mantuvieron un tono restrictivo. Cabe señalar, también, que las difi-

cultades del proceso de toma de decisiones constituyeron un elemento importante de incertidumbre, no solo en el área del euro, sino también en Estados Unidos en el ámbito de las negociaciones sobre el límite de deuda y el ajuste presupuestario. Por otra parte, las políticas dirigidas al sector financiero se orientaron a la instauración de un marco regulatorio que asegure la estabilidad financiera en el medio y largo plazo, en un entorno de salida progresiva de los apoyos al sector financiero que se establecieron a raíz de la crisis.

Las perspectivas para la economía mundial son de crecimiento moderado, lastrado por los ajustes pendientes en las economías avanzadas, y con riesgos a la baja

En definitiva, la recuperación en las economías avanzadas sigue ligada a los ajustes pendientes tras la crisis y al soporte de las políticas económicas. En este contexto, las perspectivas para la economía mundial en 2012 son de crecimiento moderado, lastrado por la debilidad de las economías avanzadas; en particular, las europeas. Este escenario está sujeto, además, a riesgos a la baja, en función de cómo evolucione la crisis soberana, de la reacción de los mercados ante los ajustes fiscales pendientes o de la evolución y volatilidad del precio del petróleo. En el medio plazo, la plasmación de unas mejores perspectivas de crecimiento en los países avanzados — hoy sustancialmente inferiores a las anteriores a la crisis (véase gráfico 3.1) — pasa por el restablecimiento de la confianza de los hogares y las empresas, el avance en el saneamiento de los sistemas financieros, y la reducción hasta niveles sostenibles del endeudamiento privado y público.

2 Evolución económica y transmisión internacional de la crisis del euro

La progresiva reactivación de la economía mundial con la que se inició el año 2011 se fue disipando al hilo de distintas perturbaciones, sobre todo a partir del verano, con el agravamiento de la crisis soberana y el impacto retardado del endurecimiento de políticas introducido en diversos países emergentes en la primera parte del año. Al inicio de 2012, la evolución económica global comenzó a dar signos de mejoría, aunque sujetos a mayor incertidumbre conforme ha ido avanzando el ejercicio.

En el primer trimestre de 2011, la actividad económica mundial continuó recuperándose

La economía mundial entró en 2011 instalada en la senda de modesta recuperación que arrancó en el tramo final de 2010, con el apoyo de una nueva ronda de estímulos y una mejora de la confianza. El PIB mundial se incrementó a una tasa interanual del 4,4 % en el primer trimestre, dos décimas menos que en el cuarto trimestre de 2010. Las economías avanzadas mantuvieron un crecimiento moderado, del 2 % interanual en el primer trimestre (véase gráfico 3.2), algo inferior al del trimestre previo, mientras que las economías emergentes, apoyadas en la demanda interna privada, crecieron un 7,1 % interanual, todavía por encima de la que sería su tasa de crecimiento potencial. Destacó el dinamismo de China, cuyo PIB avanzó un 9,7 % interanual.

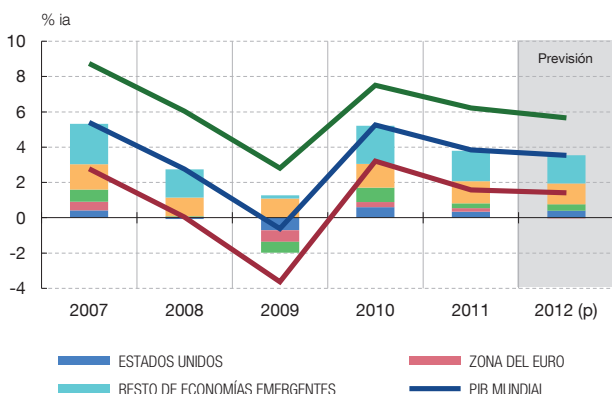
Esta evolución se vio interrumpida en el segundo trimestre por una serie de perturbaciones...

Durante los primeros meses del año, una serie de perturbaciones incidieron en la economía mundial — el contagio al mercado del petróleo de las tensiones políticas en los países árabes, el *tsunami* y la subsiguiente crisis nuclear en Japón, en marzo, y la prolongación de los problemas de la deuda soberana en el área del euro, con el rescate de Portugal en mayo —, dando lugar a una significativa desaceleración de la actividad hacia la mitad del ejercicio, afectada también por el endurecimiento de las políticas monetarias. Inicialmente, este freno al crecimiento se percibió como un fenómeno transitorio, que no comprometía la recuperación de la economía mundial en el medio plazo. De hecho, el comercio mundial, que había crecido con fuerza en el primer trimestre de 2011, se vio notablemente afectado por la interrupción de las cadenas globales de producción a raíz de los eventos de Japón, pero se recuperó rápidamente con posterioridad (véase gráfico 3.3).

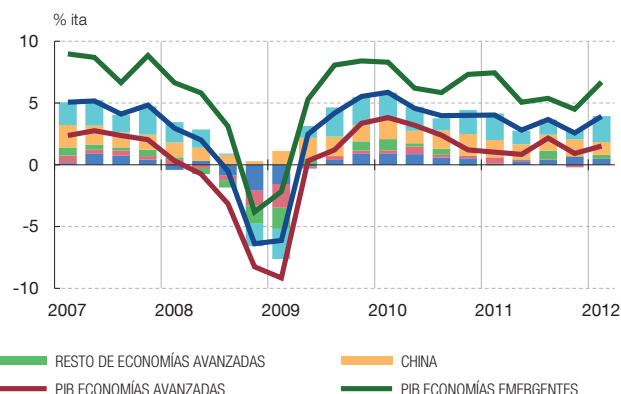
... que apenas afectaron al sentimiento positivo de los mercados financieros

Así, durante la primera mitad del año, los mercados financieros registraron una evolución favorable y, aunque se observó una moderación de las tendencias alcistas en las bolsas de las economías avanzadas asociada a las perturbaciones mencionadas, esta evolución no se tradujo en un aumento significativo de la aversión global al riesgo. De hecho, la

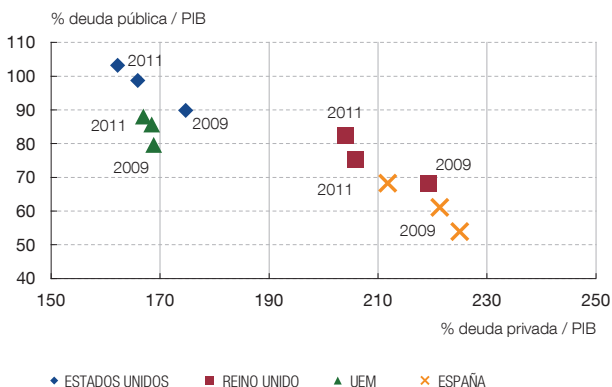
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB MUNDIAL



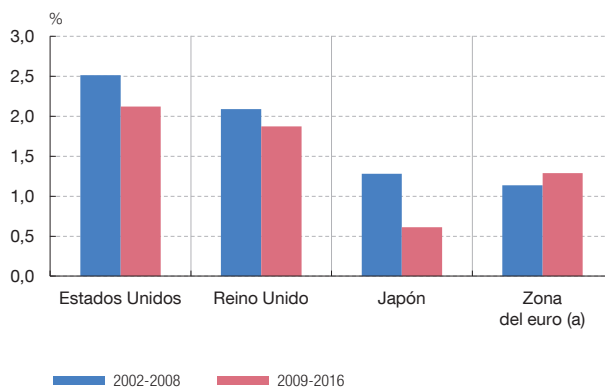
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL ANUALIZADO DEL PIB MUNDIAL



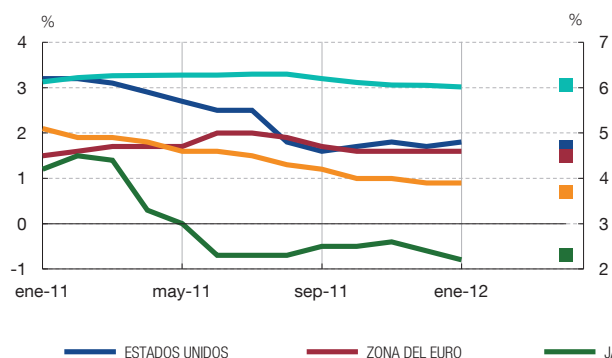
EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO EN EL SECTOR PÚBLICO Y PRIVADO NO FINANCIERO



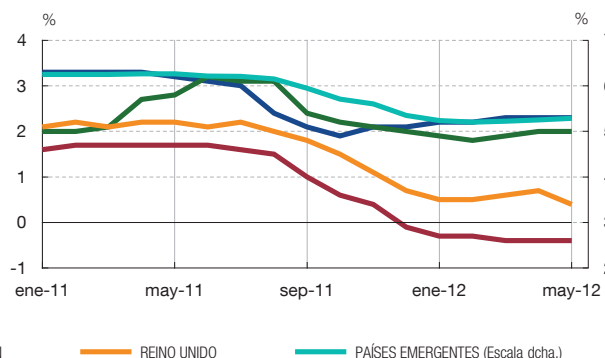
CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL REAL



PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA 2011 (b)



PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA 2012



FUENTES: Consensus Forecast, cuentas financieras nacionales, Fondo Monetario Internacional y JP Morgan.
 NOTA: (p): Previsión.

- a El agregado zona del euro comprende los siguientes países: Alemania, Austria, Bélgica, Eslovenia, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Países Bajos y Portugal.
- b El último dato corresponde a las estimaciones del PIB.

volatilidad en la mayoría de los mercados disminuyó, lo que condujo a una reducción en las primas de riesgo corporativas y a un aumento notable de las emisiones de renta fija en numerosos segmentos (véase gráfico 3.4). Los mercados financieros emergentes también evolucionaron positivamente, prolongándose las intensas entradas de capitales, que

presionaron al alza los tipos de cambio. Las bolsas subieron de manera significativa y los diferenciales soberanos e indicadores de riesgo de crédito se mantuvieron en niveles reducidos, al tiempo que se registraban volúmenes elevados de emisiones en los mercados internacionales, que alcanzaron, en algunos casos, máximos históricos.

Sin embargo, el agravamiento de la crisis del euro al comienzo del verano marcó un punto de inflexión

Sin embargo, la marcha de la economía mundial registró un punto de inflexión al hilo del agravamiento de la crisis soberana en el área del euro, desde el mes de julio. A ello se sumaron las fuertes tensiones generadas en torno a las negociaciones sobre la ampliación del techo de deuda pública en Estados Unidos, cuya recuperación económica había comenzado a mostrar, además, signos de fragilidad, con el debilitamiento de algunos indicadores clave en los mercados de trabajo e inmobiliario. Como consecuencia de todo ello y, en especial, del temor a las ramificaciones globales de la crisis del euro (véase recuadro 3.1), la confianza se desplomó y la incertidumbre sobre la fortaleza de la recuperación de la economía mundial aumentó.

El súbito repunte de la aversión al riesgo propició la huida de capitales hacia activos refugio, y la apreciación del dólar, el yen y el franco suizo

Los mercados financieros sufrieron una severa corrección a finales de julio, que se prolongó hasta bien entrado el cuarto trimestre (véase gráfico 3.4). En ese período, se produjo un repunte significativo de la aversión al riesgo, que se reflejó en un aumento súbito de la volatilidad y en una huida hacia activos tradicionalmente considerados como refugio, propiciando incrementos significativos de sus precios. Cabe destacar la evolución divergente de los tipos de interés de la deuda soberana a largo plazo, con reducciones en los países considerados seguros, en contraste con el incremento de las primas de riesgo de crédito en un grupo cada vez más amplio de soberanos del área del euro. Estos movimientos propiciaron la apreciación del dólar, el yen y el franco suizo, una cierta debilidad del euro y una notable corrección a la baja de las divisas de las economías emergentes. Las autoridades de Japón y Suiza intervinieron unilateralmente en los mercados cambiarios, lo que, en el caso suizo, se complementó con el establecimiento de un límite a la apreciación del franco suizo frente al euro. En los mercados privados de renta fija también se observó una ampliación de las primas de riesgo y una drástica reducción de las emisiones (véase gráfico 3.5), mientras que, en los mercados emergentes, se registraron cuantiosas salidas de capitales, tanto de sus mercados de renta fija como variable.

La actividad en las economías avanzadas se desaceleró, aunque de manera desigual...

Estos acontecimientos dieron lugar a un fuerte recorte de las tasas de crecimiento de la actividad —que afectó principalmente al área del euro y su entorno de influencia (véase gráfico 3.1)—, de forma que las economías avanzadas, en su conjunto, registraron una marcada desaceleración (la tasa interanual se situó en el 1 % en el cuarto trimestre). No obstante, hubo diferencias muy sustanciales entre ellas. Destacó la economía estadounidense, apoyada en los efectos de la expansión cuantitativa previa, que se reactivó en la segunda mitad del año, hasta crecer un 3 % en tasa trimestral anualizada, en el cuarto trimestre, con señales positivas del mercado laboral y de la confianza empresarial. Por el contrario, en el Reino Unido y en Japón, así como en numerosos países europeos, el crecimiento se ralentizó y se registraron tasas trimestrales negativas en el cuarto trimestre. En el Reino Unido, la pérdida de poder adquisitivo de los hogares (en un contexto de elevada inflación y ajuste fiscal), la persistencia de unas condiciones de financiación restrictivas y los vínculos comerciales y financieros con el área del euro pesaron sobre la actividad, a pesar de la aplicación de una nueva ronda de expansión cuantitativa. En Japón, la economía retrocedió en el cuarto trimestre, debido no solo al debilitamiento del entorno exterior y a la fortaleza del yen, sino también al impacto de las inundaciones en Tailandia sobre las cadenas de producción regionales.

... mientras que, en las economías emergentes, el crecimiento se moderó debido a la demanda externa

En las economías emergentes, el crecimiento experimentó, por lo general, una moderación en la segunda parte de 2011, hasta alcanzar una tasa interanual del 5,6 % al final del año, como resultado del efecto retardado de las políticas restrictivas adoptadas en 2010 y en la primera parte de 2011, y de las mayores tensiones globales. Aunque la ralentización contribuyó a disipar

	2009	2010	2011	2011			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
ESTADOS UNIDOS							
PIB (a)	-3,5	3,0	1,7	2,2	1,6	1,5	1,6
IPC (a) (b)	-0,4	1,6	3,2	2,1	3,4	3,8	3,3
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-2,7	-3,2	-3,1	-3,2	-3,3	-2,8	-3,2
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-9,3	-8,9	-8,2	-8,5	-8,8	-8,2	-7,6
Deuda pública	89,9	98,5	102,9				
JAPÓN							
PIB (a)	-5,5	4,4	-0,7	-0,2	-1,7	-0,4	-0,5
IPC (a) (b)	-1,3	-0,7	-0,3	-0,5	-0,4	0,1	-0,3
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	2,9	3,7	2,0	3,5	3,0	2,6	2,0
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-6,0	-7,4	-7,5	-1,7	-1,7	-1,9	-1,9
Deuda pública	210,2	215,3	229,8				
ZONA DEL EURO							
PIB (a)	-4,3	1,9	1,5	0,7	0,1	0,1	-0,3
IAPC (a) (b)	0,3	1,6	2,7	2,5	2,8	2,7	2,9
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-0,2	-0,1	0,0	-0,9	-0,8	-0,1	1,4
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-6,4	-6,2	-4,1				
Deuda pública	79,9	85,6	88,0				
REINO UNIDO							
PIB (a)	-4,4	2,1	0,7	1,5	0,4	0,3	0,5
IPC (a) (b)	2,2	3,3	4,5	4,1	4,4	4,7	4,7
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-1,5	-3,3	-1,9	-1,8	-0,9	-2,8	-2,2
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-11,3	-10,0	-8,4	-5,8	-10,1	-7,1	-10,5
Deuda pública	68,4	75,1	82,5				
CHINA							
PIB (a)	9,2	10,4	9,2	9,7	9,5	9,1	8,9
IPC (a) (b)	-0,7	3,3	5,4	5,1	5,7	6,2	4,6
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	5,2	4,0	2,8	3,9	3,9	3,3	2,8
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,8	-1,7	-1,1	-0,9	-0,8	-0,6	-1,2
AMÉRICA LATINA (c) (d)							
PIB (a)	-1,9	6,3	4,4	5,5	4,3	4,4	3,6
IPC (a) (b)	6,4	6,4	6,8	6,7	6,6	6,9	7,0
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-0,3	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,8
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,8	-2,2	-1,9	-1,8	-1,6	-1,8	-2,0
NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE NO UEM (c) (e)							
PIB (a)	-3,2	2,1	3,2	3,6	3,1	3,4	2,8
IPC (a) (b)	3,6	3,1	3,9	4,1	4,4	3,5	3,7
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-6,1	-3,3	-3,5	-3,7	-3,8	-3,4	-3,2
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-7,0	-6,4	-3,5				
PRO MEMORIA: CRECIMIENTO DEL PIB (f)							
Mundial	-1,4	5,1	3,7	4,4	3,7	3,6	3,1
Economías avanzadas	-3,9	2,8	1,4	2,0	1,2	1,2	1,0
Economías emergentes	1,8	8,0	6,4	7,1	6,5	6,3	5,6
PRO MEMORIA: INFLACIÓN (b) (f)							
Mundial	1,4	3,1	4,3	3,9	4,4	4,6	4,1
Economías avanzadas	0,0	1,5	2,6	2,1	2,7	3,0	2,7
Economías emergentes	3,0	5,0	6,1	5,9	6,3	6,4	5,7

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

a Tasa de variación interanual.

b IPC trimestral se corresponde con la media del trimestre.

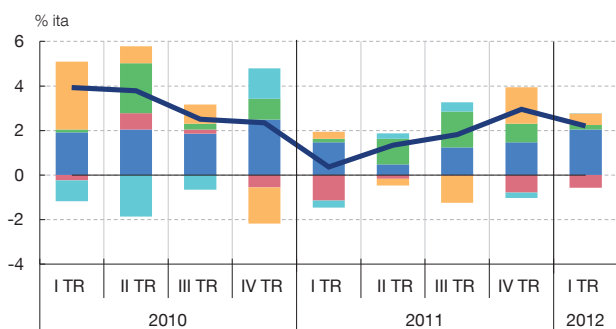
c El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial en el año previo, en paridad de poder compra, según información del Fondo Monetario Internacional.

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

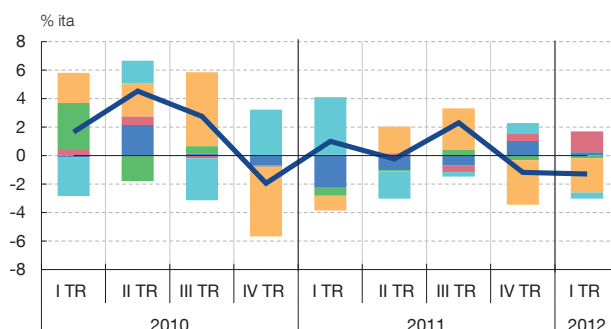
e Bulgaria, República Checa, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía.

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

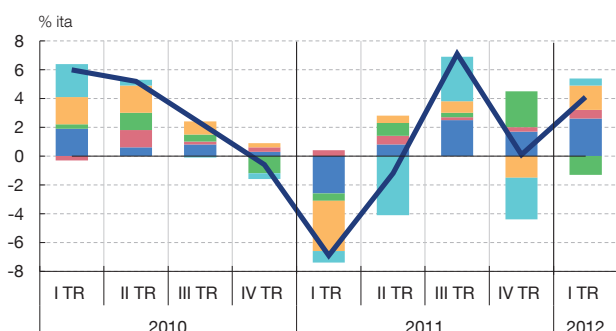
ESTADOS UNIDOS: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL ANUALIZADO DEL PIB 2010-2011 (a)



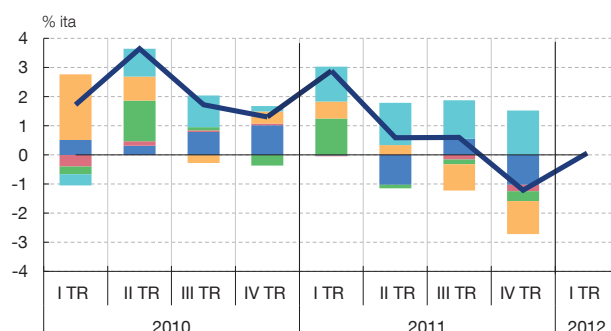
REINO UNIDO: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL ANUALIZADO DEL PIB 2010-2011 (a)



JAPÓN: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL ANUALIZADO DEL PIB 2010-2011 (a)

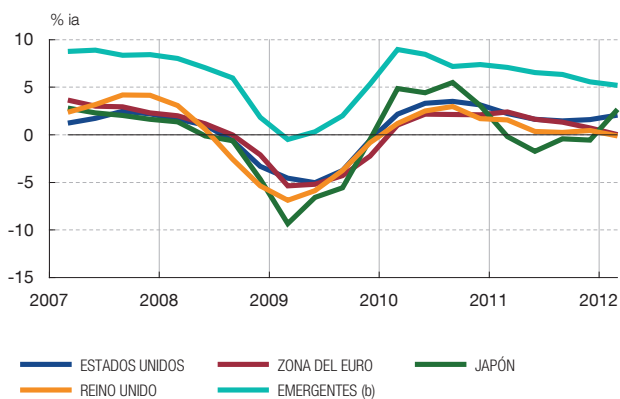


ZONA DEL EURO: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL ANUALIZADO DEL PIB 2010-2011 (a)

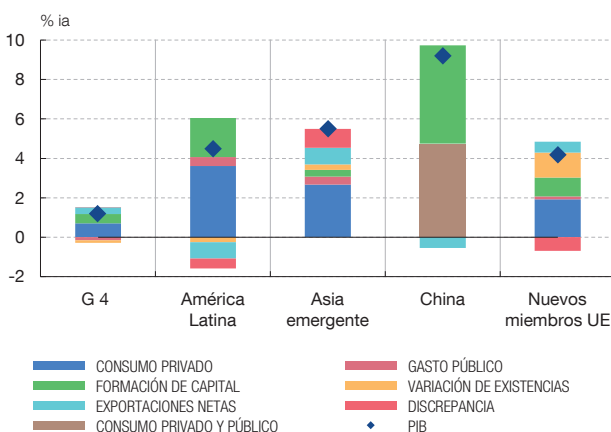


CONSUMO PRIVADO GASTO PÚBLICO FORMACIÓN DE CAPITAL VARIACIÓN DE EXISTENCIAS EXPORTACIONES NETAS PIB

CRECIMIENTO DEL PIB EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS AVANZADAS Y EMERGENTES

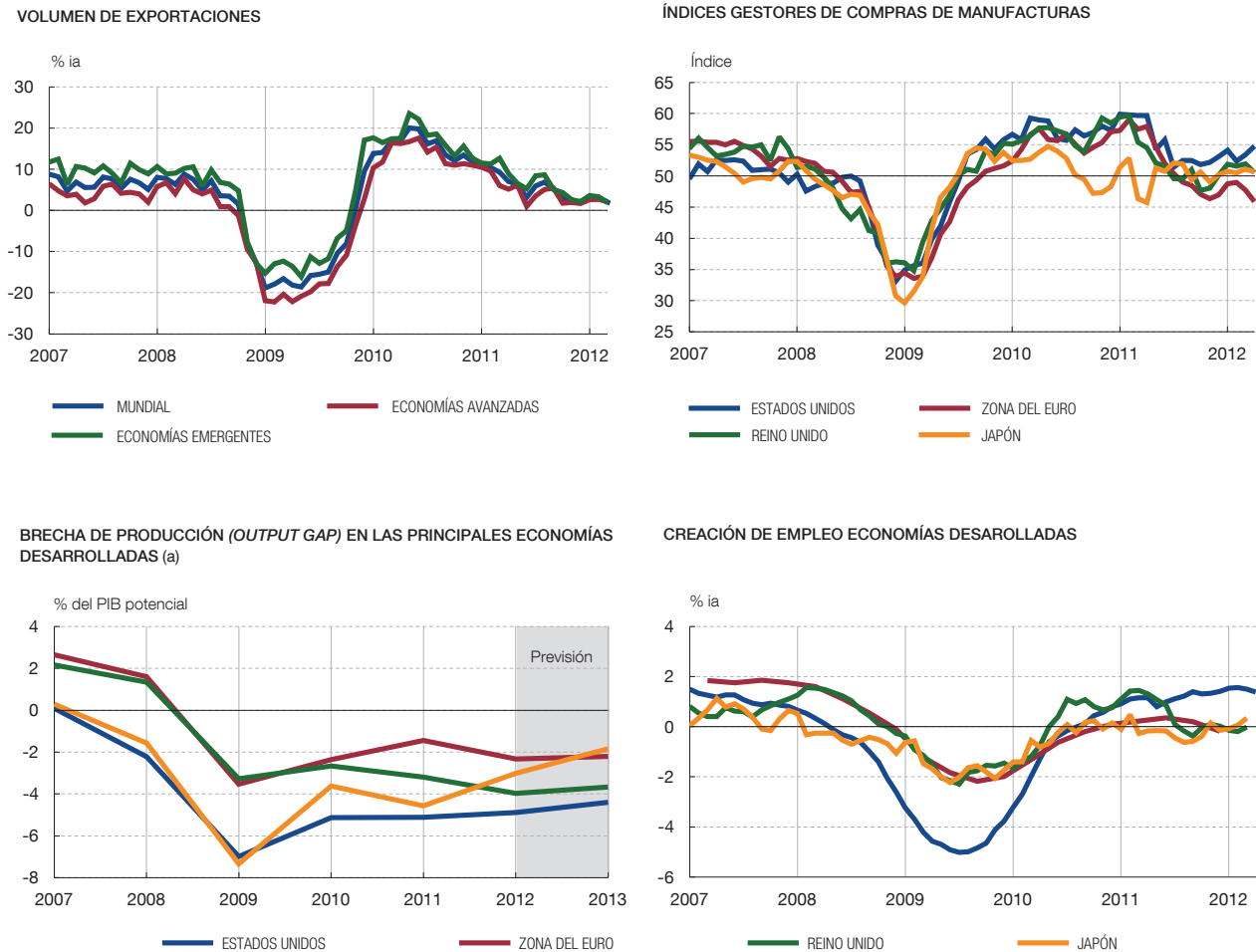


CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB EN 2011 (c)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Datastream, estadísticas nacionales y CEIC

- a Contribución, en puntos porcentuales, a la variación trimestral anualizada del PIB. Los datos de I TR 2012 corresponden a la estimación preliminar.
- b Se incluyen los siguientes grupos de países: América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela); Asia (China, Corea, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán); Europa Central y del Este (Bulgaria, República Checa, Croacia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía, Rusia, Turquía y Ucrania, y Sudáfrica).
- c América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Asia emergente: Corea, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Singapur, Tailandia y Taiwán. G 4: Área del euro, Estados Unidos, Japón y Reino Unido. Nuevos miembros UE: Bulgaria, República Checa, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía.



FUENTES: Datastream y Fondo Monetario Internacional.

a Previsiones del Fondo Monetario Internacional.

y al impacto retardado del endurecimiento de las políticas

A principios de 2012, se apreciaron señales de reactivación de la economía mundial, que alejaron el riesgo de una nueva recesión

los riesgos de recalentamiento, la debilidad de la demanda externa, sobre todo la procedente de Europa —como pone de manifiesto la fuerte desaceleración de las exportaciones en los últimos meses de 2011—, incidió significativamente sobre la confianza y la demanda interna. El impacto de esta fase de turbulencias fue más marcado en las economías emergentes de Europa, cuyos vínculos comerciales y financieros con el área del euro son mucho más estrechos. En el otro extremo, destacó, una vez más, la notable resistencia de la economía de China, cuyo crecimiento apenas se redujo hasta el 8,9% interanual en el cuarto trimestre, por la fortaleza de la demanda interna y un tono menos restrictivo de la política monetaria.

En los últimos compases del año 2011 y en el comienzo de 2012, se apreciaron señales positivas que alejan el riesgo de una nueva recesión fuera del área del euro. En Estados Unidos, se ha consolidado la mejora del mercado laboral y el crédito al sector privado se ha empezado a recuperar. A partir de diciembre, la suavización de las tensiones en el área del euro contribuyó a una mejora en los mercados financieros, al disipar los riesgos de cola y reforzar la confianza. Así, se produjo una mejora de la mayor parte de los indicadores económicos y financieros, y una reducción de la aversión al riesgo. No obstante, a finales del primer trimestre han vuelto a resurgir las dudas en torno a la crisis soberana y la evolución reciente de algunos indicadores de actividad ha sido algo peor de lo esperado. En las economías emergentes, el crecimiento siguió moderándose, destacando el caso de China, aunque, en general, dentro de ritmos elevados.

La crisis financiera y económica global está teniendo un epílogo particularmente intenso y prolongado en el área del euro, en términos de una crisis de deuda soberana (véanse los capítulos 1 y 4 de este Informe), con repercusiones importantes en el resto del mundo. De hecho, desde el verano de 2011 las renovadas dudas sobre la deuda soberana en Grecia y otros países del área, junto con el retroceso de la actividad en el área del euro, han producido un recrudecimiento de la crisis, que vuelve a ser un determinante central de las perspectivas globales.

El área del euro representa en torno al 20 % del PIB mundial y un porcentaje algo menor del comercio global (alrededor del 15 %, excluido el comercio intraárea). Por tanto, su nivel de gasto y la evolución de sus precios relativos pueden influir en las exportaciones e importaciones de bienes y servicios del resto del mundo. Desde una perspectiva financiera, la relevancia del área es mayor, dado que intermedia una parte importante de los flujos de capital globales, y las interconexiones de las instituciones financieras europeas con las del resto del mundo son profundas y complejas. De acuerdo con los datos del Banco de Pagos Internacionales (BPI)¹, los bancos del área del euro representan entre un 25 % y un 40 % de la financiación mundial, dependiendo del sector institucional considerado.

Los canales de transmisión real de la crisis soberana al resto del mundo se manifiestan principalmente a través del comercio internacional de bienes y servicios. El mayor ahorro de los hogares (por motivo precaución o por la necesidad de reducir el nivel de apalancamiento), el aplazamiento de los proyectos de inversión (por la mayor incertidumbre) o el proceso de consolidación fiscal reducen la demanda agregada del área del euro y, por tanto, las exportaciones del resto del mundo. Este canal debería ser de especial importancia en aquellas regiones con mayor exposición comercial al área del euro. Como se puede apreciar en el gráfico 1, el Reino Unido y los países de Europa del Este —que, además, son economías muy abiertas— serían especialmente vulnerables, al ser el área del euro el destino de más del 50 % de sus exportaciones de bienes. En los casos de Asia —incluyendo China—, América Latina o Estados Unidos, la eurozona representa entre el 5 % y el 10 % de su comercio de bienes. En cuanto al comercio en servicios, si bien el área del euro supone un mercado importante para el Reino Unido y para determinados países de América Latina o de África, el impacto potencial se ve mitigado por el hecho de que las exportaciones de servicios representan un porcentaje del PIB todavía reducido en comparación con las de bienes. De acuerdo con el FMI², el impacto global a través del canal comercial no sería excesivamente importante. En concreto, en los países más expuestos supondría una reducción máxima del PIB de 0,2 pp por cada punto de contracción en la demanda agregada del área del euro. Los datos de coyuntura más recientes sugieren que el impacto a través del canal comercial habría empezado a manifestarse en algunos países. Como se puede apreciar en el gráfico 2, en el segundo semestre de 2011 comenzó a detectar-

se una pérdida de dinamismo más acusada de las exportaciones al área del euro que de aquellas al resto del mundo. En concreto, el diferencial de crecimiento de las exportaciones al área del euro respecto a las dirigidas al resto del mundo entró en terreno negativo en ese período en Estados Unidos, Japón y Europa del Este, y amplió su brecha negativa en China y Asia emergente; en el caso de Latinoamérica, se redujo sustancialmente el diferencial positivo registrado en los primeros seis meses de 2011.

El canal comercial puede verse reforzado por las mejoras de la competitividad-precio del área si, como consecuencia de la crisis, se produjera una depreciación del euro. De acuerdo con Dieppe *et al.*³, por cada punto porcentual que se deprecia el euro, las exportaciones del área (o, lo que es lo mismo, las importaciones del resto del mundo) aumentan en 0,3 pp y las importaciones (exportaciones del resto del mundo) se reducen en 0,1 pp. Desde finales del verano, la depreciación del euro ha sido significativa —un 8 % frente al dólar y un 5 % en términos multilaterales—. Por último, la caída de la actividad y la evolución cambiaria tienden a reflejarse en las remesas de emigrantes, que, aunque en el área del euro representan una cuantía global reducida (en torno a 25 mm de euros al año), son una fuente de ingresos muy relevante en los países más pobres.

Los canales de transmisión financieros son mucho más complejos y su orden de magnitud más difícil de cuantificar debido a las múltiples interconexiones existentes. Como se comenta en el texto, la crisis de la deuda soberana en el área del euro fue el desencadenante de la corrección bursátil durante el verano. De hecho, los índices de tensión financiera, que recogen la volatilidad de distintos mercados en Estados Unidos y en el Reino Unido, aumentaron de forma significativa precisamente en los momentos en los que las primas de riesgo de los países periféricos del área del euro aumentaron en mayor medida (véanse gráficos 3 y 4), a niveles que no se habían observado desde finales de 2009, con el inicio de las dificultades griegas. En concreto, el aumento de la incertidumbre se concentró en los mercados de valores y en el sector bancario.

Además, el deterioro de la situación en el área del euro podría estar teniendo consecuencias adversas para la cotización bursátil de las empresas del resto del mundo —financieras y no financieras— con mayores vínculos comerciales o financieros con el área. El sector donde esta exposición resulta más evidente es el sector financiero de países como Estados Unidos o el Reino Unido, cuyas entidades mantienen una importante exposición al sector privado y público del área del euro. De hecho, la exposición de los bancos americanos a la deuda europea se ha elevado durante 2011, debido, en parte, a la importancia de sus posiciones en derivados de crédito. Estos derivados, mayoritariamente seguros por impago, se incrementaron a raíz del dete-

1 Véase World Economic Outlook (2012), FMI, abril.

2 *Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*, IMF Country Report n.º 11/185.

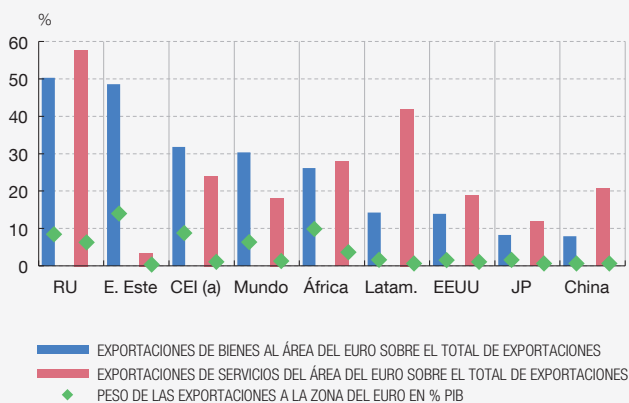
3 Véase A. Dieppe, A. González Pandella, S. Hall y A. Willman (2011), *The ECB's new multi country model for the euro area. NCMCM - with boundedly rational learning expectations*, Working Paper Series, n.º 1316, Banco Central Europeo.

rioro de la deuda de algunos países europeos. Por el contrario, en el Reino Unido, donde la exposición a la deuda europea a través de derivados es menor, se observó una ligera reducción de la misma. Otros agentes financieros han reaccionado a estas turbulencias de modo más activo, mediante una reducción de la exposición al riesgo originado en el área del euro. Uno de los casos más significativos es el de los fondos de inversión del mercado monetario de Estados Unidos. Una parte significativa de los activos de estos fondos se encuentra materializada en valores de renta fija emitidos por entidades financieras. Hasta mediados de 2010, su exposición a entidades del área del euro se había incrementado, hasta representar casi el 40 % de los activos invertidos en valores de entidades financieras. Sin embargo, el desarrollo de la crisis soberana ha motivado una reducción de esta exposición a lo largo de 2011, de modo que, a finales de ese año, la cifra se situaba en el 14 %. Por último, en el caso del sector no financiero, existe alguna evidencia empírica de que las empresas más ex-

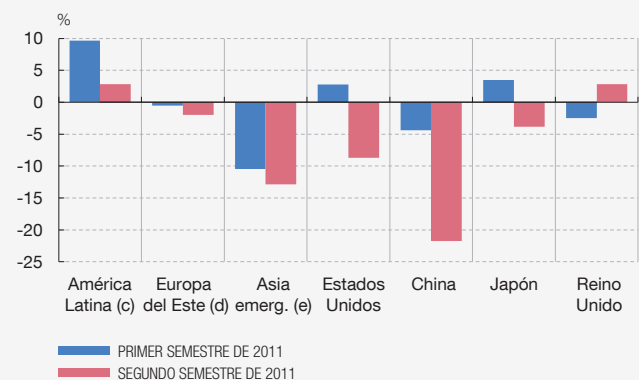
puestas al área del euro, tanto por ser un destino de su producción como por financiarse en sus instituciones financieras, han podido ver penalizada su cotización en bolsa. Esto, de persistir en el tiempo, podría tener una repercusión desfavorable en la riqueza de sus accionistas y en sus decisiones de inversión.

Un último canal financiero potencialmente importante operaría en dirección contraria, es decir, a través del repliegue de la actividad de las entidades financieras del área del euro en otras áreas geográficas y, en particular, en Europa del Este. En este caso, hay que tener en cuenta tres tipos de factores. Por un lado, existe la posibilidad de que, ante la dificultad para captar fondos externos permanentes, los principales bancos europeos refuercen su capital principal mediante un proceso de desinversión en otras zonas; hasta el momento no existe evidencia de que se haya producido un fenómeno de este tipo a gran escala. Por otro lado, existen indicios de que las entidades financieras están abordando un pro-

1 EXPORTACIONES E IMPORTACIONES ZONA DEL EURO EN 2010



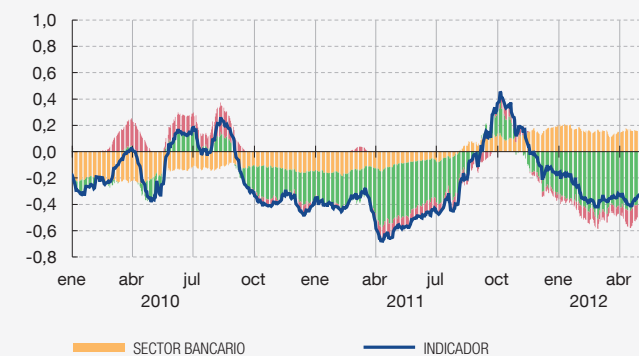
2 EVOLUCIÓN DEL DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES A LA ZONA DEL EURO RESPECTO AL RESTO DEL MUNDO (b)



3 ESTADOS UNIDOS. ÍNDICE DE TENSIONES FINANCIERAS (f)



4 REINO UNIDO. ÍNDICE DE TENSIONES FINANCIERAS (f)



FUENTES: Banco de España, Datastream, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

- a CEI: Comunidad de Estados Independientes.
- b Un signo positivo indica que las exportaciones a la zona del euro crecen más que las exportaciones al resto del mundo.
- c Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
- d Bulgaria, República Checa, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía.
- e Corea, India, Indonesia y Tailandia.
- f Un aumento del índice refleja una mayor tensión en los mercados financieros. Datos diarios. El indicador se compone de una media simple de tres subíndices referidos al sector bancario (diferencial de los tipos de interés de la deuda pública a uno y diez años, diferencial entre el interés de las letras del Tesoro y *repo* a tres meses, e índice bursátil bancario); mercado de valores (diferencial de los bonos corporativos, índice bursátil general y volatilidad implícita del índice bursátil general); y tipo de cambio (volatilidad implícita del tipo de cambio efectivo real).

ceso de especialización derivado del nuevo entorno financiero global, lo cual podría suponer el abandono de ciertas líneas de negocio y, por tanto, de inversiones en determinadas zonas; sin embargo, esto no es algo exclusivo de las entidades europeas ni que se derive de la crisis de deuda soberana. Por último, las entidades europeas están soportando un encarecimiento de los fon-

dos captados en los mercados internacionales con los que financia parte de sus operaciones en otras zonas. Esto está dando lugar a una reducción de su actividad en ciertos segmentos, como el del crédito al comercio internacional, que está siendo aprovechado por competidores asiáticos o estadounidenses para sustituir a las entidades europeas y ganar cuota de mercado.

La recuperación de las economías avanzadas es particularmente lenta, dado el ajuste interno en curso...

Al margen de los problemas del área del euro, la fragilidad que ha mostrado el proceso de recuperación en las economías avanzadas desde la salida de la crisis refleja la persistente debilidad de sus demandas internas. Esta debilidad es consecuencia, a su vez, del proceso de corrección de los desequilibrios acumulados, necesario, en todo caso, para alcanzar un crecimiento sólido y sostenible (como se analiza en la sección 4 de este capítulo).

... que se refleja en una persistente debilidad de los mercados laborales y de las demandas internas

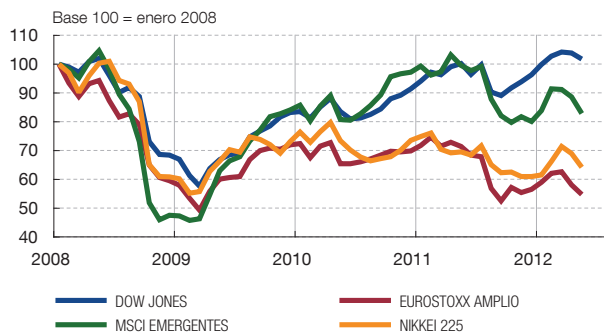
Los procesos de ajuste interno en las economías avanzadas propiciaron, junto a la falta de consolidación de la demanda interna, una débil recuperación de los mercados laborales, reflejada en el bajo crecimiento del empleo (véase gráfico 3.3) y de las rentas salariales. Esta situación contrasta con el dinamismo del empleo en las economías emergentes. En Estados Unidos se produjo un bache en la creación de empleo a mediados de 2011, que se superó hacia el final del ejercicio, cuando la tasa de paro bajó hasta el 8,5 % y la creación de empleo se consolidó en tasas moderadas. No obstante, la contención de los salarios y la baja tasa de participación limitan el efecto expansivo sobre el consumo privado. En el Reino Unido, donde el mercado de trabajo había mostrado un comportamiento satisfactorio en la salida de la crisis, se registró un notable empeoramiento en la segunda mitad del año, cuando la tasa de desempleo se elevó al 8,4 %, mientras que los salarios reales seguían cayendo. En Japón, por último, se apreció una cierta resistencia del mercado laboral hasta el último trimestre y la tasa de paro cerró el año en el 4,5 %.

La inflación osciló a lo largo del ejercicio, siguiendo la evolución de los precios de las materias primas, mientras que las tasas subyacentes aumentaron paulatinamente

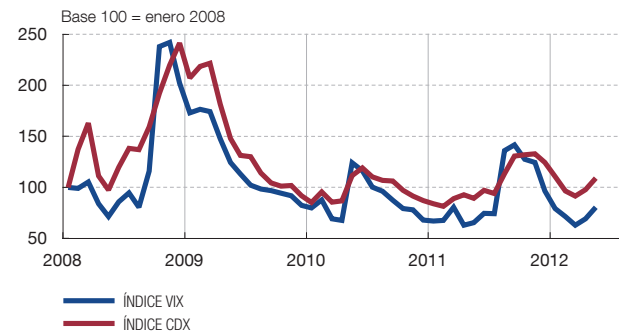
Las presiones inflacionistas se incrementaron gradualmente hasta finales del verano, especialmente en las economías emergentes, y a partir de entonces comenzaron a remitir, en línea con la desaceleración de la actividad económica —en un contexto donde aún se mantienen amplias brechas de producción en las economías avanzadas (véase gráfico 3.3)— y la corrección de los precios de las materias primas (véase gráfico 3.6). Efectivamente, estos últimos, tras mantener una tendencia alcista durante el primer semestre de 2011, impulsados por la demanda procedente de los países emergentes y por el impacto de las tensiones políticas en los países árabes sobre la oferta de petróleo, pasaron a mostrar una tónica descendente en el último trimestre del año, con la excepción del petróleo, cuyo precio se ha visto impulsado, sobre todo, por factores de oferta. A lo largo de 2011, destacó, por un lado, el abaratamiento de los metales (16,6 %) y, por otro, el encarecimiento del petróleo Brent (14,4 %). En 2012, a inicios del año, los precios del petróleo y de los metales experimentaron un incremento que se ha corregido desde mediados de abril, mientras que los del resto de las materias primas tendieron a estabilizarse.

En Estados Unidos, la inflación alcanzó el 3 % interanual al final de 2011, ligeramente por encima de la UEM (2,7 %), mientras que en Japón se mantuvo en tasas negativas. Por el contrario, en el Reino Unido, terminó el año en el 4,2 %, habiendo superado el 5 % en septiembre, pese a la debilidad de la demanda, afectada por una sucesión de perturbaciones temporales, como el aumento de la imposición indirecta y de los precios del petróleo.

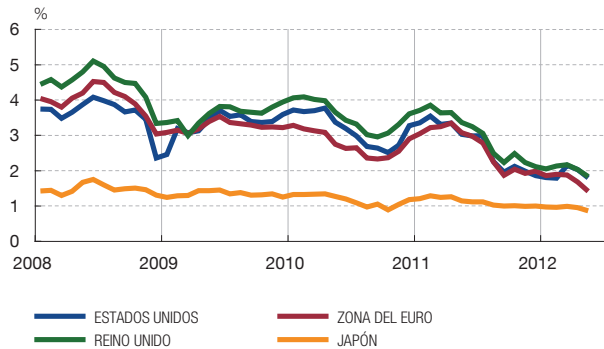
ÍNDICES BURSÁTILES



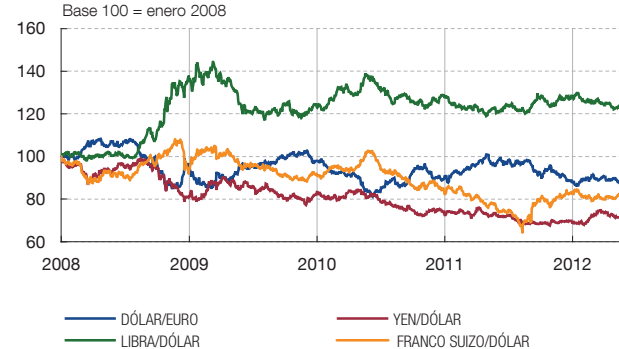
VOLATILIDAD BURSÁTIL Y RIESGO DE CRÉDITO (a)



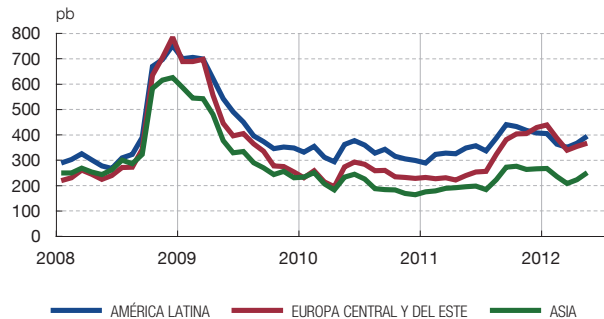
TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



TIPOS DE CAMBIO NOMINALES



DIFERENCIALES DE LA DEUDA SOBERANA (b)



ESTADOS UNIDOS: ÍNDICES DE RIESGO DE CRÉDITO

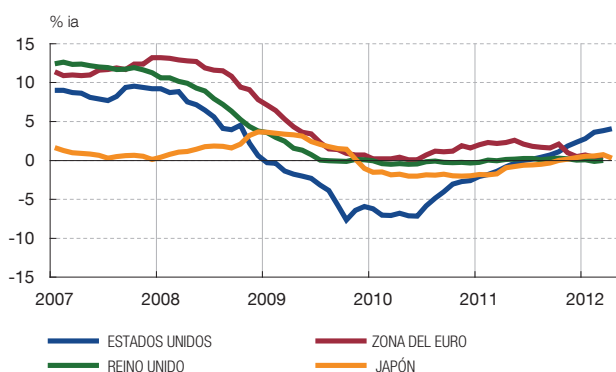


FUENTES: Datastream , Bloomberg y Banco de España.

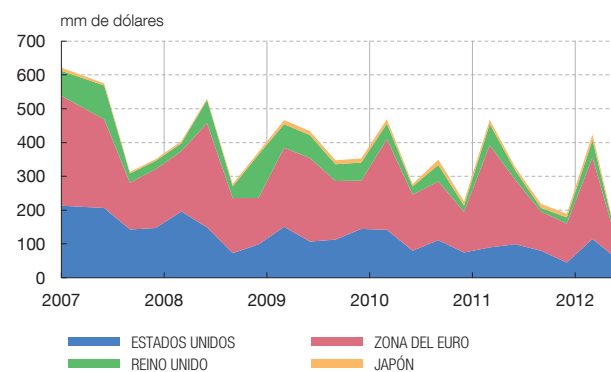
- a Índice VIX (volatilidad bursátil del índice Standard & Poors 500) e índice de riesgo de crédito CDX Investment Grade de Estados Unidos a cinco años.
- b EMBI+ para América Latina y EMBI Global para Asia y Europa Central y del Este.
- c Bonos corporativos industriales. Diferenciales frente a swaps.

En las economías emergentes, la inflación agregada terminó el año en el 5,4 % interanual, aunque en una senda descendente, por la fortaleza de la demanda privada y el mayor peso de los alimentos y de la energía en sus cestas de consumo, aunque los subsidios tienden a mitigar las fluctuaciones en los precios finales. Por regiones, la inflación al final del año alcanzó el 7,1 % en América Latina, el 4,8 % en Asia emergente y el 5,8 % en Europa emergente, aunque con importantes diferencias por países dentro de cada una de ellas. La inflación subyacente se incrementó paulatinamente en la mayoría de los países a lo largo de 2011 —casi 1 pp para el conjunto de economías avanzadas—, aunque se mantuvo por debajo de la cota de 2008 y las expectativas de inflación permanecieron bien ancladas. Cabe señalar que la tendencia a la moderación de la inflación se ha prolongado

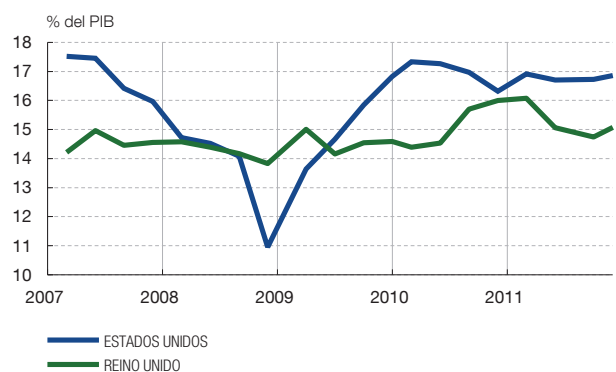
EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO



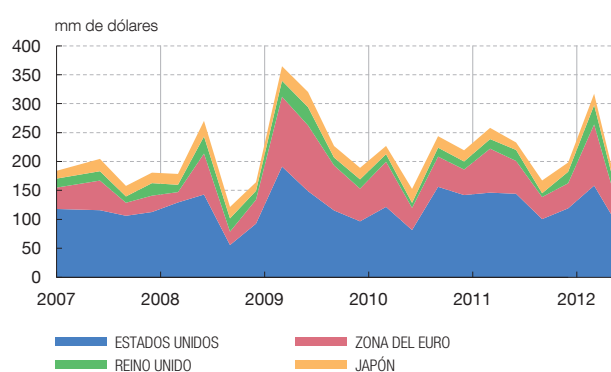
EMISIONES DE DEUDA DEL SECTOR BANCARIO



BENEFICIOS DEL SECTOR CORPORATIVO NO FINANCIERO (a)



EMISIONES DE DEUDA (EXCLUIDAS TITULIZACIONES), SECTOR CORPORATIVO NO FINANCIERO



FUENTES: Datastream y Dealogic.

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

en los primeros meses de 2012, por el efecto base derivado del encarecimiento de las materias primas en el primer semestre de 2011. En marzo, la inflación se situaba en el 2,3 % en las economías avanzadas y en el 4,6 % en las emergentes.

3 Políticas económicas

En 2011, las políticas económicas en las economías avanzadas continuaron subordinadas a la gestión de la crisis y sus consecuencias, mientras que en las economías emergentes adoptaron un carácter más conforme con su evolución cíclica.

3.1 ECONOMÍAS AVANZADAS

En las economías avanzadas, el margen de las políticas expansivas es cada vez más reducido

En las economías avanzadas, el espacio para la aplicación de políticas de apoyo a la actividad es, en general, cada vez más reducido. El agotamiento del margen de actuación es particularmente claro en el caso de las políticas fiscales, que en 2011 adoptaron, salvo alguna excepción, un tono contractivo, aunque con intensidades muy diferentes. Por su parte, las políticas monetarias profundizaron su carácter expansivo, instrumentado con medidas no convencionales. También se mantuvo el pulso de las políticas regulatorias y de apoyo al sector financiero, orientadas cada vez más a garantizar la estabilidad en el largo plazo.

Las políticas monetarias acentuaron su tono expansivo en 2011, instrumentado a través de nuevas medidas no convencionales

Las políticas monetarias de las principales economías avanzadas experimentaron un giro expansivo adicional en 2011, cuando solo el área del euro y algunos países escandinavos subieron tipos en la primera parte de 2011, aunque los redujeron después. Los bancos centrales de Estados Unidos, el Reino Unido y Japón mantuvieron los tipos de interés oficiales en niveles próximos a cero y adoptaron medidas no convencionales

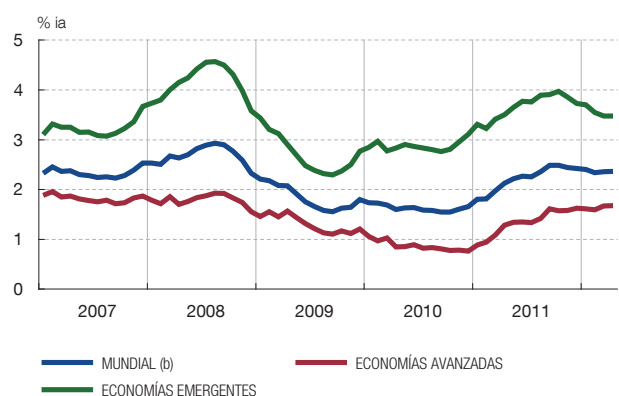
PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



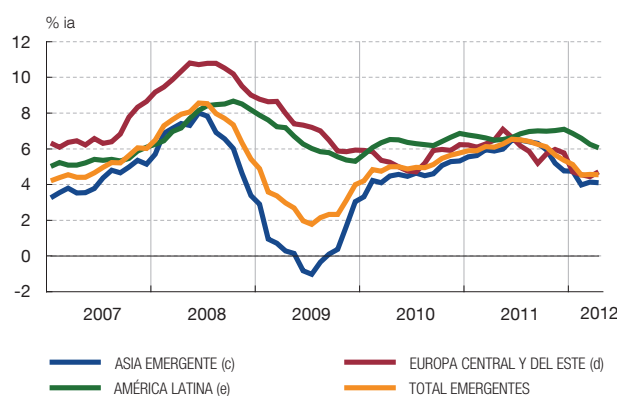
PRECIOS DE CONSUMO EN ECONOMÍAS AVANZADAS. ÍNDICE GENERAL



PRECIOS DE CONSUMO. ÍNDICE SUBYACENTE



PRECIOS DE CONSUMO EN ECONOMÍAS EMERGENTES. ÍNDICE GENERAL

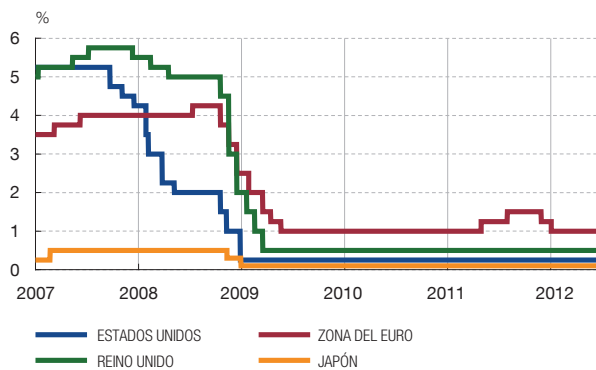


FUENTES: Datastream.

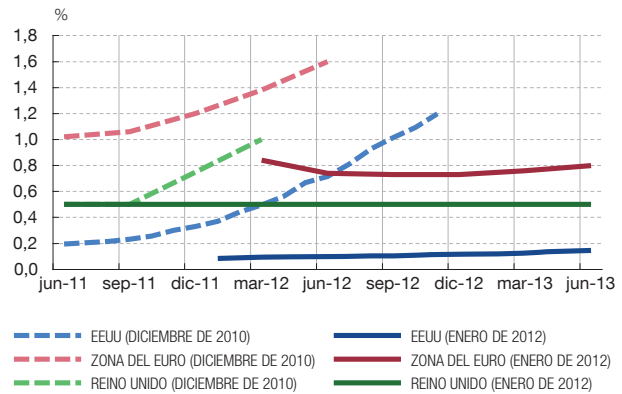
- a Índices Commodity Research Bureau (CRB).
- b Agregado calculado a partir de datos de 45 países, que representan el 83 % del PIB mundial.
- c China, Corea, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán.
- d Bulgaria, República Checa, Croacia, Hungría, Letonia, Lituania,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

adicionales, que dieron lugar a nuevas expansiones de sus balances (véanse gráfico 3.7 y recuadro 3.2). Entre estas medidas no convencionales, ha habido ampliaciones de los programas de compras de activos —como las dos realizadas por el Banco de Inglaterra por una cuantía conjunta de 125 mm de libras— y cambios en la composición de los balances. El objetivo de estas medidas es restablecer el funcionamiento de ciertos segmentos de los mercados financieros y apoyar la expansión del gasto nominal mediante la reducción de los costes de financiación a medio y largo plazo, principalmente. Por otra parte, la duración esperada del período de tipos de interés oficiales próximos a cero se ha ido ampliando. En particular, en Estados Unidos, se espera el mantenimiento de los niveles excepcionalmente reducidos hasta finales de 2014, prolongándolo por un período superior al de la experiencia japonesa de tipos nulos (entre 2001 y 2006). Esta expectativa se deriva, en parte, de la nueva estrategia de comunicación de la Reserva Federal, que le ha llevado a cuantificar su objetivo de inflación a largo plazo —un 2 % interanual, medido sobre el índice de precios de gasto de consumo personal— y a publicar la senda prevista de tipos oficiales a tres años vista. En Japón, el banco central aumentó la provisión de liquidez, creó nuevas facilidades de crédito y, a comienzos de 2012, concretó su objetivo de estabilidad de precios a medio

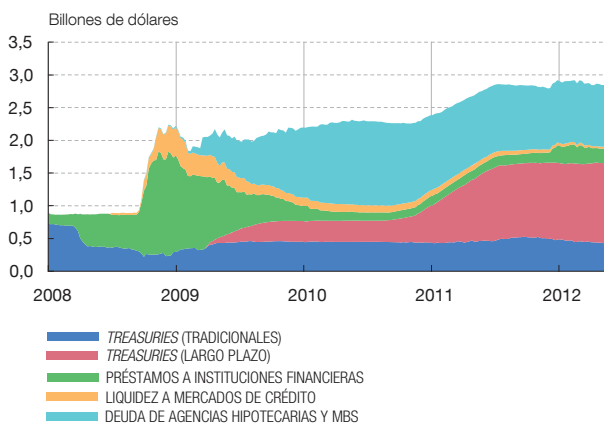
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



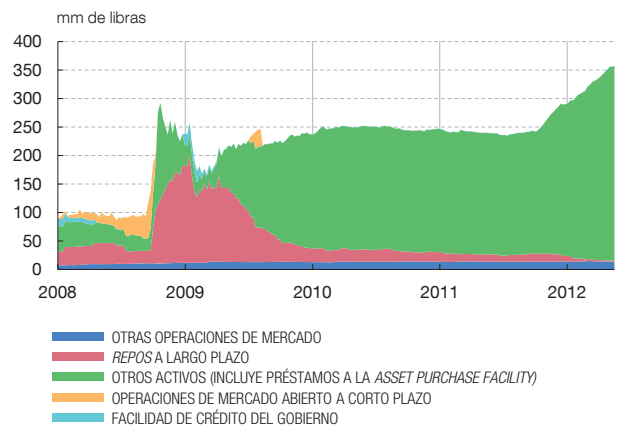
EXPECTATIVAS DE TIPOS OFICIALES



ACTIVOS DE LA RESERVA FEDERAL



ACTIVOS DEL BANCO DE INGLATERRA



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

plazo, como un crecimiento del IPC igual o inferior al 2 % interanual, estableciendo como objetivo más inmediato un aumento del 1 %. Por último, cabe reseñar las intervenciones esporádicas en los mercados cambiarios de Japón —incluyendo una acción coordinada con el G 7 tras el *tsunami*, la primera en más de una década— para frenar la volatilidad y la apreciación del yen, que se tradujeron en una fuerte acumulación de reservas.

En 2011, las políticas fiscales mantuvieron un tono restrictivo, salvo en Japón

En 2011, los saldos de las cuentas públicas ajustados por el ciclo siguieron registrando un elevado déficit, aunque tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido se redujeron —en 0,6 % y 1,5 % del PIB, respectivamente—, lo que imprime un tono contractivo a sus políticas fiscales (véase gráfico 3.8). Por el contrario, en Japón el tono fue expansivo, debido a los gastos de reconstrucción tras el terremoto. Por otro lado, se siguieron apreciando notables divergencias en las estrategias de consolidación aplicadas en las diferentes áreas (véase también la sección 4.1). En Estados Unidos y en Japón se ha optado por una estrategia retardada de avance hacia la sostenibilidad fiscal, posponiendo el proceso de consolidación para moderar el impacto sobre la producción y el empleo. En el Reino Unido, se introdujo un ambicioso programa de austeridad fiscal, que se suavizó en noviembre —retrasando dos años el objetivo de equilibrar el saldo estructural, hasta el ejercicio 2016-2017—, dada la evidente debilidad de la economía británica. Por otra parte, y en buena medida por la presión ejercida por los mercados financieros, numerosas economías

El agotamiento del margen de actuación a través de los instrumentos tradicionales de política monetaria, una vez que los tipos de interés oficiales alcanzaron niveles próximos a cero, ha llevado a los bancos centrales de las principales economías avanzadas a activar una amplia batería de medidas no convencionales, en un contexto de persistente fragilidad económica y financiera. Entre esas medidas, destacan las operaciones extraordinarias de liquidez y financiación a largo plazo, los programas de compras de activos a gran escala y los cambios de composición del balance (en el marco de estrategias de expansión cuantitativa o crediticia¹). Los objetivos perseguidos pueden ser la vuelta al funcionamiento de ciertos mercados, el mantenimiento de la estabilidad financiera, la reducción de costes de financiación y la expansión del gasto nominal. Su uso ha sido generalizado entre los bancos centrales, si bien en Estados Unidos y en el Reino Unido se han aplicado con mayor intensidad, en especial los programas de compras de activos (véase gráfico 3.7 del texto principal).

La Reserva Federal anunció una estrategia de expansión crediticia (*credit easing*) en noviembre de 2008, cuando se comprometió a adquirir 600 mm de dólares en deuda de agencias y titulizaciones hipotecarias (MBS, *mortgage-backed securities*) respaldadas por agencias con el fin de facilitar el funcionamiento de esos segmentos de mercado. En marzo de 2009, amplió el volumen de esta operación en 850 mm de dólares, y comenzó, además, una estrategia de expansión monetaria (*quantitative easing*), con la compra de 300 mm de dólares en bonos del Tesoro. En una segunda etapa, en noviembre de 2010, la expansión cuantitativa se amplió, mediante la decisión de comprar 600 mm de dólares adicionales de bonos del Tesoro. En conjunto, las compras de títulos ascendieron a 2,35 billones de dólares, equivalentes al 15,3 % del PIB. Con posterioridad, en septiembre de 2011, la Reserva Federal inició una estrategia de recomposición de su cartera de deuda pública, conocida como *Operation Twist*, consistente en sustituir títulos a corto plazo por otros a más largo plazo, con el fin de alargar el vencimiento medio de dicha cartera sin incrementar el tamaño del balance. Previamente, en agosto, había decidido mantener estable su cartera de MBS, mediante la reinversión de los títulos que vencieran en valores del mismo tipo.

Por su parte, el Banco de Inglaterra inició una expansión monetaria mediante un programa de compra de valores a largo plazo (*Asset Purchase Facility*, APF), en marzo de 2009. Entre marzo de 2009 y febrero de 2010, las compras se centraron en deuda pública, por un importe de 200 mm de libras. En octubre de 2011, se inició una segunda fase, que se ha completado en mayo de 2012

y que ha elevado el importe total de compras hasta los 325 mm de libras (23 % del PIB).

Los canales de transmisión de las compras de títulos por parte de un banco central a las variables financieras y macroeconómicas son múltiples (véase esquema adjunto). Por un lado, tienen un efecto directo sobre el precio de los activos adquiridos, al presionar a la baja su rentabilidad. La menor rentabilidad, junto con el incremento de la liquidez derivado de las compras, llevará a los inversores a recomponer sus carteras hacia otros activos, como acciones o bonos corporativos, cuyo precio también aumentará. Por otro lado, el anuncio de las compras tiene un papel señalizador de los objetivos de la autoridad monetaria, que afectará a las expectativas de tipos en los distintos horizontes, así como al tipo de cambio². Además, especialmente en el caso de estrategias de expansión crediticia, estas operaciones pueden proporcionar soporte a mercados específicos en situación de estrés, dotándoles de liquidez. El aumento de los precios de los activos repercute, a su vez, en una recuperación de la riqueza, lo que, unido a la reducción de los costes de financiación, impulsará el gasto en consumo e inversión y, en último término, el PIB y el empleo. Todo ello favorecerá una mejora de las perspectivas económicas y de la confianza de empresas y consumidores, siempre que los mecanismos de salida de estas expansiones sean creíbles y las expectativas de inflación se mantengan ancladas. En último término, la inyección de liquidez en la economía inducirá también un incremento de la oferta de crédito, dada la mejora del clima económico.

La valoración del impacto económico de los programas de compras de activos es compleja, ya que es difícil aislar su efecto del de otros factores. Además, para comparar su efectividad entre países, hay que tener en cuenta el tamaño relativo de los programas. En el caso de Estados Unidos, la Reserva Federal elevó su participación en el mercado de bonos del Tesoro en 8,9 pp, hasta el 16,6 % del saldo en circulación, a finales de 2011; asimismo, pasó a mantener el 19,1 % del saldo en circulación de la deuda y MBS respaldados por agencias. En el Reino Unido, tras la finalización de la primera ronda de expansión cuantitativa, el *stock* de bonos públicos en la cartera del banco central representaba el 22 % del total del saldo en circulación, porcentaje que se ha elevado hasta el 32 % en mayo. Diversos estudios ofrecen estimaciones del impacto de estos programas sobre variables financieras y macroeconómicas (véase cuadro adjunto). Para el caso de la expansión crediticia y la primera fase de la expansión cuantitativa en Estados Unidos, algunos resultados apuntan a un impacto a la baja sobre la rentabilidad de los bonos del Tesoro a diez años de entre 30 pb y 80 pb, mientras que, en el caso de los bonos y MBS de agencia, la caída estaría en el entorno de 150 pb y 110 pb, respectivamente, si bien el impacto habría sido mínimo en los segmentos del mercado MBS no respaldados por agencias. De acuerdo con otros trabajos, las compras también habrían incidido

1 La expansión cuantitativa consiste en el aumento del tamaño del balance del banco central mediante una compra de valores financiada con una expansión de las reservas bancarias. Dado que el objetivo es inyectar dinero en la economía para impulsar el gasto nominal, el punto clave de esta estrategia está en la forma en que se financia la expansión del balance. Por el contrario, el foco de la expansión crediticia es la composición del activo del balance del banco central.

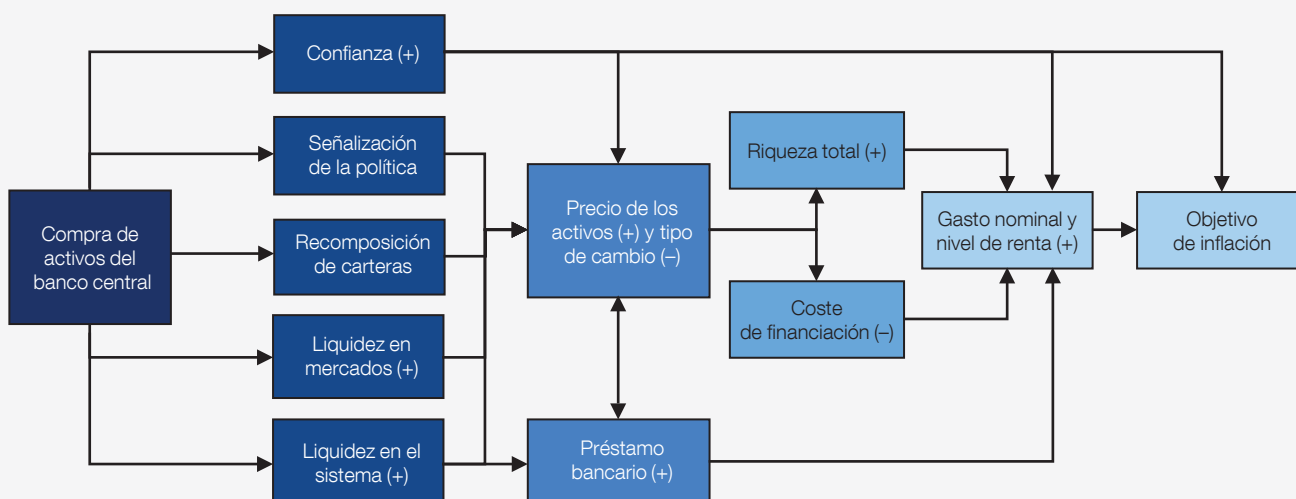
2 En la medida en que los inversores decidan invertir en activos denominados en moneda extranjera, parte del efecto sobre el tipo de cambio se producirá a través de la recomposición de carteras.

sobre la estructura de tipos de interés, reduciendo los tipos a diez años e incrementando los de corto plazo³. Finalmente, se estima que el dólar se depreció entre un 3,6% y un 10,8%, dependiendo de

la moneda de contrapartida, entre los dos días previos y los dos posteriores al anuncio de las compras. En el caso del Reino Unido, la evidencia empírica sugiere que la primera fase de la APF redujo de forma significativa e inmediata los tipos de interés de la deuda pública en torno a 100 pb, así como los de los bonos corporativos en general, reflejando un efecto recomposición de los balances. Además, el nivel del PIB real habría aumentado entre 1,5 pp y 2 pp, y la

3 Véase J. Hamilton y J. C. Wu (2011), *The effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment*, Working Paper, n.º 16.956, abril, National Bureau of Economic Research.

CANALES DE TRANSMISIÓN DE LOS PROGRAMAS DE COMPRAS DE ACTIVOS



IMPACTO DE LOS PROGRAMAS DE COMPRAS DE ACTIVOS (a)

Variables financieras	Estados Unidos	Reino Unido
Rentabilidad bonos del Tesoro a largo plazo	Reducción de entre 30 pb y 100 pb (b). Sack (2009), Gagnon <i>et al.</i> (2011), y Neely (2011)	Reducción de 100 pb. Joyce <i>et al.</i> (2011a)
Rentabilidad bonos y MBS de agencia	Reducción de 150 pb y 110 pb, respectivamente. Gagnon <i>et al.</i> (2011)	—
Rentabilidad bonos corporativos (grado de inversión)	Reducción de 70 pb. Gagnon <i>et al.</i> (2011)	Reducción de 70 pb. Joyce <i>et al.</i> (2011a)
Rentabilidad bonos corporativos (<i>high yield</i>)	—	Reducción de 150 pb. Joyce <i>et al.</i> (2011a)
Tipo de cambio	Depreciación del 3,6% al 10,8%, dependiendo de la moneda de contrapartida. Neely (2011)	Depreciación efectiva del 4%. Joyce <i>et al.</i> (2011a)
Variables macroeconómicas		
PIB	Incremento del 0,4% de manera persistente. Chen <i>et al.</i> (2011)	Incremento de 1,5 pp a 2 pp. Joyce <i>et al.</i> (2011b), Kapetanios <i>et al.</i> (2012) y Bridges y Thomas (2012)
IPC	Muy reducido. Chen <i>et al.</i> (2011)	Aumento de 0,75 pp a 1,5 pp. Joyce <i>et al.</i> (2011b), Kapetanios <i>et al.</i> (2012) y Bridges y Thomas (2012)

FUENTES: Banco de España; Banco de Inglaterra; J. Bridges y R. Thomas (2012), *The impact of QE on the UK economy — some supportive monetarist arithmetic*, Bank of England Working Paper n.º 442; H. Chen, V. Cúrdia y A. Ferrero (2011), «The macroeconomic effects of Large-Scale Asset Purchase Programs», *Staff Report*, n.º 527, diciembre, Federal Reserve Bank of New York; J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache y B. Sack (2011), «Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did they work?», *Economic Policy Review*, mayo, Federal Reserve Bank of New York; M. Joyce, A. Lasasosa, I. Stevens y M. Tong (2011a), «The financial market impact of quantitative easing in the United Kingdom», *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n.º 3, pp. 113-161; M. Joyce, A. Lasasosa, I. Stevens y M. Tong (2011b), «The United Kingdom's Quantitative Easing Policy: Design, Operation and Impact», *Quarterly Bulletin*, vol. 51, n.º 3, marzo, Bank of England; G. Kapetanios, H. Mumtaz, I. Stevens y K. Theodoridis (2012), *Assessing the economy-wide effects of quantitative easing*, Bank of England Working Paper n.º 443; C. Neely (2011), *The Large-Scale Asset Purchases had large international effects*, Working Paper n.º 2010-018C, enero, Federal Reserve Bank of St. Louis, y B. Sack, (2009), «The Fed's expanded balance sheet», discurso pronunciado en la Money Marketeers de New York University, diciembre.

a En el caso de las variables financieras, el impacto se refiere al efecto sobre dichas variables en torno a las fechas de los anuncios de compras, salvo indicación contraria. Para el Reino Unido, se refiere al impacto de la primera ronda de impulso cuantitativo.
b Corresponde al impacto estimado hasta marzo de 2010.

inflación, entre 0,75 pp y 1,5 pp. Estas cifras serían equivalentes a una reducción del tipo de interés oficial de entre 150 pb y 300 pb.

En resumen, la evidencia disponible indica que los programas de compras de activos han favorecido la reducción de los costes de financiación y han contribuido al sostenimiento del gasto nominal, aunque también hay indicios de que su efectividad puede ser decreciente en el tiempo. Por otra parte, los programas de compras de activos plantean algunos riesgos que hay que tener en cuenta. Primero, el aplanamiento de la curva de tipos puede frenar el necesario proceso de desapalancamiento —tanto público como privado—, reducir el margen de negocio de la banca y retrasar el saneamiento de sus balances. En segundo lugar, la expectativa de que los bancos centrales intervengan en el sistema de forma persistente puede exacerbar el riesgo moral y fomentar la toma excesiva de riesgos; además, un papel dominante de los bancos centrales podría terminar sustituyendo, en parte, la función de intermediación financiera que corresponde al sector privado. También pueden aparecer costes en términos de menor credibilidad de la política monetaria, especialmente en un contexto de fragilidad de las finanzas públicas. Por últi-

mo, la propia estrategia de salida plantea retos, sobre todo si la retirada de los estímulos extraordinarios tuviera que realizarse precipitadamente. Por ello, es necesario que la política de comunicación del banco central sea transparente, y señalice claramente los objetivos y la instrumentación de la estrategia de salida⁴.

En todo caso, aun con estas cautelas, existe un elevado consenso sobre la contribución decisiva de este conjunto de medidas monetarias extraordinarias a la preservación de la estabilidad financiera, al facilitar la obtención de financiación del sistema bancario, mitigando, por tanto, sus problemas de liquidez y permitiendo que el necesario proceso de desapalancamiento del sistema bancario discurra en un escenario de menores tensiones.

4 Véanse Hervé Hannoun (2012), «Monetary policy in the crisis: testing the limits of monetary policy», discurso ante la *47th SEACEN Governors' Conference*, Seul, 13 y 14 de febrero; y Masaaki Shirakawa (2012), presentación en la conferencia «Central Banking: Before, During, and After the Crisis», organizada por la Federal Reserve Board y el *International Journal of Central Banking*.

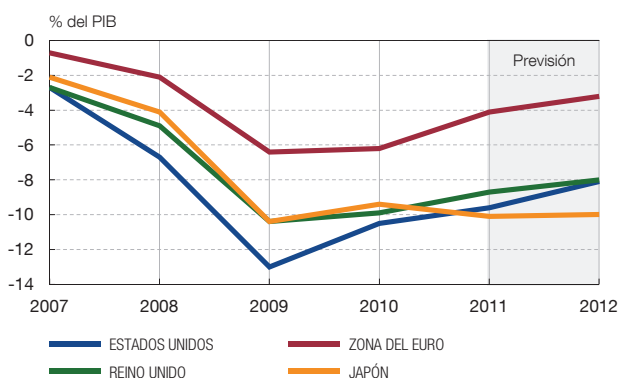
europas continentales mantuvieron estrictos planes de saneamiento de las finanzas públicas. La disparidad de estrategias es consecuencia tanto del distinto margen de manobra fiscal como de la diferencia de posiciones en el debate entre consolidación y crecimiento y, en última instancia, de cómo perciben los mercados la capacidad de cada economía para afrontar los desafíos fiscales a medio plazo.

Un elemento destacado en el ámbito fiscal fue el enconado debate político en Estados Unidos sobre la forma de reducción del déficit público en el medio plazo —vía mayores impuestos o menor gasto—, que alcanzó la máxima tensión durante el verano —en paralelo con el recrudecimiento de la crisis en el área del euro— y contribuyó al clima de elevada incertidumbre. La ardua negociación sobre la ampliación del límite de la deuda (que propició la pérdida de la máxima calificación crediticia de Estados Unidos por parte de Standard & Poors, en agosto) se saldó con un acuerdo que implica recortes generales de gasto en los próximos diez años y aumentos impositivos a partir de 2013, con incidencia negativa sobre el crecimiento a partir de ese año. Sin embargo, el debate entre los dos partidos políticos mayoritarios no está cerrado, pues quedan por determinar las medidas que se deben aplicar para cumplir el acuerdo, y las posiciones se mantienen muy alejadas.

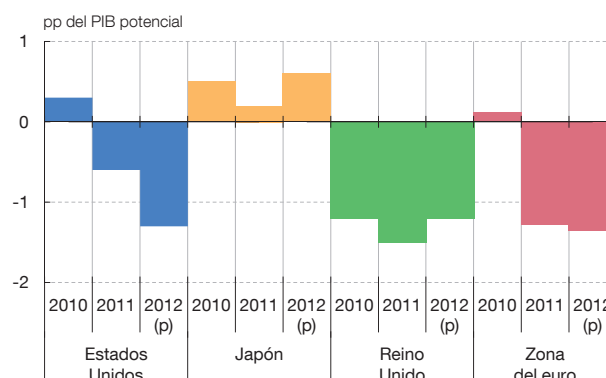
La reforma de la regulación financiera siguió avanzando a buen ritmo

Las políticas del sector financiero siguieron avanzando a buen ritmo, como muestra la puesta en marcha de los cambios regulatorios acordados tras la crisis financiera; entre ellos, los nuevos acuerdos de Basilea y otras recomendaciones del Comité de Estabilidad Financiera (FSB, según sus siglas en inglés), a los que se han añadido importantes iniciativas de reforma a nivel nacional. El activismo en esta área responde a la necesidad de avanzar en el establecimiento de un marco regulatorio que solvente los fallos de la regulación anterior a la crisis, con el fin de reforzar la estabilidad financiera. El despliegue de estas reformas está teniendo consecuencias en términos de redimensionamiento del

SALDO FISCAL DEL SECTOR PÚBLICO



IMPULSO FISCAL SOBRE EL SALDO ESTRUCTURAL (2010-2012)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

NOTA: (p) significa previsión.

sector financiero y del modelo de negocio de las entidades, que podrían incidir en las condiciones de financiación y en la disponibilidad de crédito. Las iniciativas destinadas a restringir las actividades financieras en las que pueden intermediar las entidades de depósito —como la Volcker Rule, en Estados Unidos, o las propuestas de la Comisión Independiente Bancaria del Reino Unido— también podrían afectar a las condiciones y a la oferta de crédito. El refuerzo de los requerimientos de capital a los bancos europeos decidido en 2011, en el contexto de la crisis soberana, iría en esa dirección, aunque hay escasa evidencia de su impacto fuera del área del euro (véase recuadro 3.1).

3.2 ECONOMÍAS EMERGENTES

El endurecimiento de las políticas monetarias, como respuesta a las presiones inflacionistas del comienzo del año, se detuvo con las turbulencias del verano

En la primera mitad de 2011, las estrategias de política económica en las regiones emergentes siguieron orientadas a la retirada gradual de los estímulos introducidos para salir de la crisis. Las políticas monetarias se endurecieron ante las presiones inflacionistas, derivadas del avance de la actividad a tasas superiores al potencial, del repunte de los precios de los alimentos y de las fuertes entradas de capitales, que aumentaban los riesgos de recalentamiento. Estos flujos presionaron también hacia la apreciación de los tipos de cambio, reproduciendo los dilemas de política monetaria de 2010: elevar los tipos de interés para contener el repunte de la inflación y el recalentamiento de la economía, o mantenerlos para desincentivar las entradas de capitales y reducir la presión sobre el tipo de cambio. Las autoridades afectadas volvieron a abordar este reto con una combinación de instrumentos: incrementos de tipos de interés, elevaciones de los coeficientes de caja, apreciaciones controladas y acumulación de reservas, a la par que adoptaron medidas administrativas y de corte macroprudencial, e incluso controles de capitales, de manera cada vez más extendida. Esta estrategia se tradujo en elevaciones de los tipos de interés en Asia, en la mayoría de los países de América Latina y en alguno de Europa emergente, pero sin alcanzar los niveles previos a la crisis (véase gráfico 3.9).

A partir del verano, ante el deterioro del entorno económico y financiero global, algunas economías emergentes —en particular, Brasil— relajaron sus políticas monetarias con el fin de apoyar el crecimiento, ayudadas por una cierta moderación de la inflación. También se revirtieron, más o menos intensamente, las medidas complementarias mencionadas. Con el nuevo año, los flujos de capitales volvieron a entrar con fuerza, aunque en un entorno más benigno de inflación, de forma que las políticas monetarias no han retomado, salvo alguna excepción, el tono contractivo.

Los tipos de cambio tendieron a depreciarse marginalmente en términos efectivos reales

Los tipos de cambio de las economías emergentes experimentaron, en general, depreciaciones en términos efectivos reales en el conjunto de 2011 (véase gráfico 3.9), pues la corrección de la segunda parte del año más que compensó la tendencia apreciadora previa. La principal excepción fue China, cuya moneda, el renminbi, se apreció un 4,9 % frente al dólar a lo largo de 2011, y un 6,2 % en términos efectivos reales. El aumento de las reservas internacionales de los países emergentes fue inferior al de 2010, aunque se ha reactivado a comienzos de 2012.

Las políticas fiscales adoptaron un tono contracíclico, pero no lo suficientemente restrictivo

En 2011, las políticas fiscales de las economías emergentes se endurecieron respecto a 2010, aunque puede argumentarse que no fueron lo suficientemente restrictivas, dadas las brechas de producto positivas en muchos países. El déficit ajustado por el ciclo se redujo 1,2 pp, hasta situarse en el 2,3 % del PIB. En América Latina, los saldos primarios estructurales mejoraron, apuntando a un tono contractivo y, por tanto, contracíclico de las políticas fiscales. Sin embargo, el gasto siguió incrementándose a tasas elevadas —apoyado en los ingresos de exportación de materias primas en algunas economías—, los márgenes fiscales consumidos durante la crisis no se han recuperado, y en algunos países, como Argentina, la situación fiscal se deterioró notablemente. En Europa emergente, la política fiscal adoptó una orientación más contractiva, en línea con los objetivos de los programas de convergencia y con las mayores restricciones de financiación, de forma que el déficit promedio pasó del 6,4 % del PIB en 2010 al 3,5 % en 2011. En Asia, donde la situación de las finanzas públicas es más holgada, los saldos fiscales también mejoraron. En todo caso, la situación fiscal relativamente saneada y la capacidad de financiación otorgan a muchos de estos países un cierto margen de maniobra para el futuro.

4 Ajustes internos y externos. La coordinación internacional de políticas

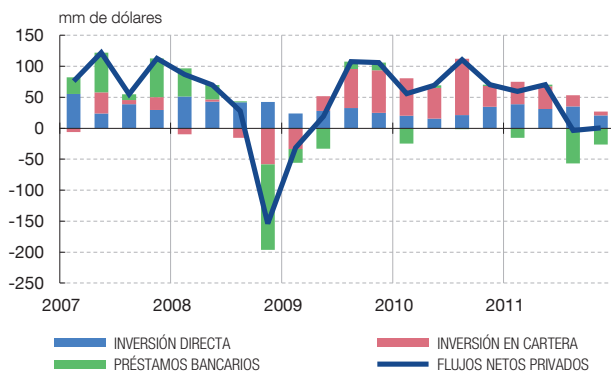
Durante 2011, las principales economías avanzadas siguieron ajustando los desequilibrios internos heredados tras la crisis financiera. En concreto, se observaron progresos en los procesos de reducción del endeudamiento del sector privado —de forma notable, en algunos casos, pero desigual entre países y sectores—, en la lenta absorción de los excesos del mercado inmobiliario, y en el redimensionamiento y saneamiento de los sistemas bancarios. En cambio, los avances en términos de sostenibilidad de las cuentas públicas a medio y a largo plazo fueron escasos. En el ámbito externo, los desequilibrios globales por cuenta corriente se mantuvieron elevados en 2011, aunque con correcciones en algunos países, y se produjo una pausa en la recuperación de los flujos brutos de capitales.

4.1 AJUSTES INTERNOS

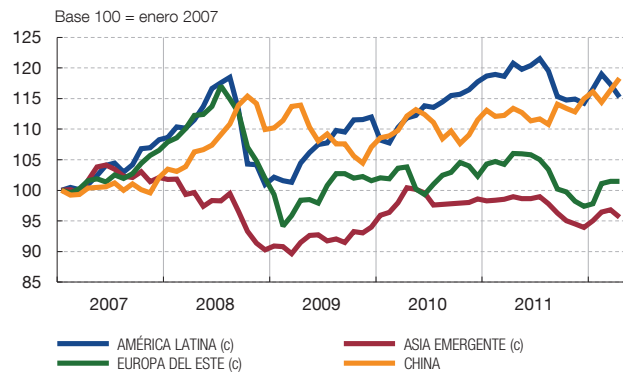
El elevado endeudamiento de hogares y empresas se ha reducido significativamente en Estados Unidos y en el Reino Unido

El ajuste a la baja de los elevados niveles de deuda de hogares y empresas que se habían alcanzado en las principales economías avanzadas ha sido significativo en Estados Unidos y en el Reino Unido desde mediados de 2009 (véase gráfico 3.10). En Estados Unidos, la ratio de endeudamiento de hogares y empresas ha registrado un descenso de casi 20 pp del PIB desde entonces, situándose en el 162 %. En el Reino Unido, el ajuste ha sido de 21 pp, hasta el 204 % del PIB. Por sectores institucionales, la reducción de la deuda de los hogares fue más marcada en Estados Unidos, mientras que, en el Reino Unido, el ajuste fue mayor en el sector empresarial. Los factores que explican la rebaja de las ratios de deuda privada difirieron en cada caso (véase recuadro 6.1): mientras que en el Reino Unido la inflación tuvo una contribución relativamente más importante, en Estados Unidos el desendeudamiento se basó en mayor medida en el crecimiento económico y en los impagos de los hogares, asociados a la crisis hipotecaria. En todo caso, el proceso de desapalancamiento está siendo lento, en línea con lo observado históricamente y con el contexto de bajo crecimiento en el que se está desarrollando.

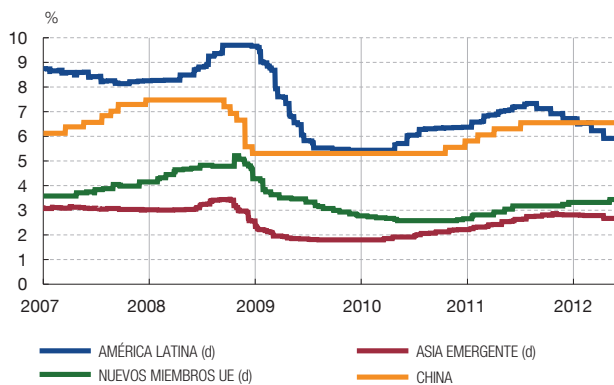
FLUJOS NETOS DE CAPITAL (a)



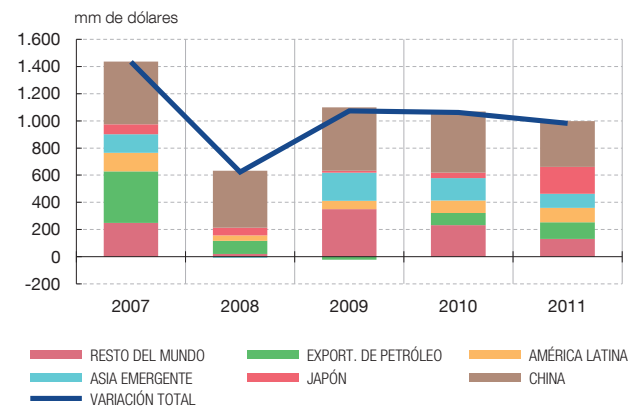
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES (b)



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Bloomberg y Datastream.

- a Economías consideradas: Arabia Saudí, Argentina, Brasil, República Checa, Chile, Colombia, Corea, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, México, Perú, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Venezuela.
- b Elaborados con precios de consumo. Un aumento (disminución) supone una apreciación (depreciación) de la moneda.
- c Áreas consideradas: América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela), Asia emergente (Corea, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán) y Europa Central (República Checa, Hungría y Polonia).
- d Áreas consideradas: América Latina (Brasil, Chile, Colombia y México), Asia emergente (Corea, Filipinas, India, Indonesia, Tailandia y Taiwán), Europa Central (República Checa, Hungría y Polonia).

Los ajustes necesarios para estabilizar los ratios de deuda pública en la mayoría de los países avanzados son todavía muy cuantiosos

Pese a la mejora de los saldos fiscales en el último año, descrita en la sección 3.1, el endeudamiento público siguió aumentando y la sostenibilidad de las finanzas públicas en las principales economías avanzadas es todavía incierta (véase gráfico 3.10). Los planes de consolidación a medio plazo siguen sin concretarse en Estados Unidos y en Japón, donde el ajuste se ha subordinado a la recuperación de la actividad en el corto plazo. En estos países, la cuantía de los ajustes necesarios para estabilizar sus ratios de deuda es muy elevada (véase gráfico 3.10) y, en muchos otros, el ajuste fiscal previsto es insuficiente para estabilizar la ratio de deuda a medio plazo. Aunque algunos países han adoptado reformas estructurales y reglas fiscales con el objetivo de restaurar la confianza sobre las cuentas públicas, la concreción de planes creíbles de reducción de la deuda a medio plazo es cada vez más urgente, dados los altos niveles de endeudamiento público y los riesgos de subida de los tipos de interés, con el reto adicional que plantea, en muchos casos, el envejecimiento de la población.

El redimensionamiento del sector inmobiliario sigue su curso en Estados Unidos

El ajuste del sector inmobiliario —en términos de absorción del stock de viviendas sin vender, estabilización de los precios y contención de la morosidad— es un proceso también en curso en muchas economías. En Estados Unidos, tras seis años de ajuste, el

y en el Reino Unido, y hay indicios de que podría haber tocado fondo

Las entidades financieras continuaron el proceso de reducción de sus balances y de adaptación a las nuevas medidas regulatorias

El ajuste en curso de estos desequilibrios tiende a restringir la financiación crediticia en la economía, aunque hay signos puntuales de reactivación en Estados Unidos

4.2 DESEQUILIBRIOS EXTERNOS

Los desequilibrios globales se redujeron ligeramente en 2011, aunque sigue siendo incierta qué proporción del ajuste tiene un carácter estructural

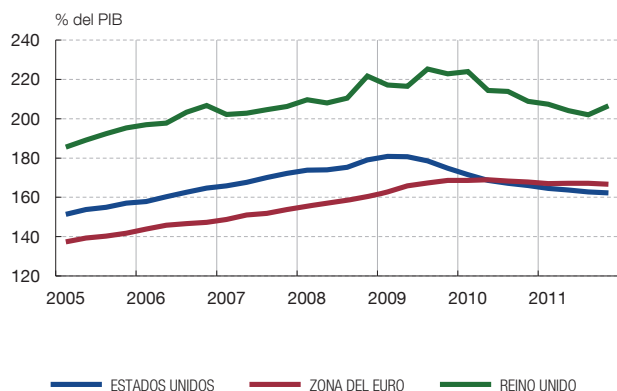
mercado inmobiliario se mantiene en niveles muy deprimidos. En 2011, la demanda de viviendas siguió estando condicionada por la debilidad de la renta disponible de las familias y las condiciones restrictivas en los mercados de financiación. Estos factores, unidos al elevado volumen de viviendas sin vender, explican la presión a la baja sobre los precios, que acumularon una caída del 34 % desde su máximo hasta finales del pasado año. No obstante, a lo largo del ejercicio, la mejora de las ventas permitió reducir el *stock* de viviendas sin vender y los programas de refinanciación hipotecaria contribuyeron a la contención de la morosidad, aunque no se detuvo la contracción del crédito hipotecario. En el Reino Unido, las ventas y los precios de la vivienda continuaron cayendo en 2011, aunque también se observó una ligera mejoría hacia el final del ejercicio, gracias a una leve recuperación tanto de la oferta como de la demanda (algo más intensa en el primer caso), mientras que el crédito hipotecario siguió estancado.

El proceso de saneamiento y redimensionamiento del sector financiero continuó a lo largo del año pasado, con la mejora de sus ratios de solvencia y la reducción de su apalancamiento financiero, para adecuarse al nuevo marco regulatorio (véase gráfico 3.10). Este proceso fue especialmente intenso en el caso de Estados Unidos, donde las pruebas de estrés en marzo de 2012 mostraron una imagen más sólida del sector. En este contexto, la rentabilidad de las entidades se mantuvo por debajo de los niveles anteriores a la crisis, lo cual explica el proceso de desinversión que se observó en las áreas de negocios que resultaban menos rentables. En la mayoría de las economías avanzadas, en 2011, las entidades de crédito continuaron dependiendo del apoyo público —tesoros y bancos centrales—, en un entorno de persistente mal funcionamiento de la financiación mayorista y de caída de las emisiones de renta fija del sector bancario (véase gráfico 3.5), especialmente en los segmentos de titulización, deuda sénior y papel comercial. En el Reino Unido, la situación bancaria está lejos de normalizarse, y el sector público mantiene participaciones elevadas en entidades importantes, si bien durante 2011 mejoraron los ratios de capital y se desplegaron medidas regulatorias destinadas a limitar la necesidad de apoyos públicos en el futuro.

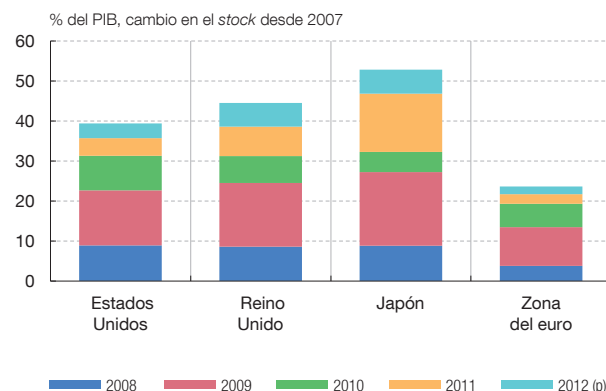
En definitiva, el redimensionamiento del sistema financiero, la necesaria reducción del endeudamiento del sector privado, la incertidumbre sobre las rentas futuras y la fragilidad financiera de los prestatarios son factores que tienden a reducir la financiación crediticia en la economía, en particular de la destinada a familias y pequeñas empresas, en un entorno general de elevada incertidumbre y con un sector inmobiliario deprimido (véase gráfico 3.5). No obstante, a lo largo de 2011 se observó una notable mejoría en el crédito no hipotecario de Estados Unidos —gracias al avance en la recapitalización del sector bancario y a la saneada situación patrimonial de su sector empresarial—, que situó su tasa de crecimiento en territorio positivo. El sector corporativo también disfrutó de un acceso en buenas condiciones a los mercados de capitales y de una amplia liquidez. Por el contrario, en otros países, como el Reino Unido, la aún frágil situación del sector financiero, la elevada exposición al área del euro y un escenario macroeconómico menos favorable estarían detrás del estancamiento del crédito.

Los desequilibrios globales por cuenta corriente se redujeron ligeramente en 2011, a pesar del impacto del aumento de los precios del petróleo (véase gráfico 3.11). En cualquier caso, el valor absoluto de los saldos por las balanzas por cuentas corrientes alcanzó el 4,1 % del PIB mundial (4,3 % en 2010). El patrón de desequilibrios fue similar al registrado en años precedentes, con un elevado protagonismo de las economías emergentes entre los países con superávit y de Estados Unidos como principal país con déficit. Entre los primeros, destaca la fuerte reducción del superávit por cuenta corriente de China, que pasó del 5,1 %

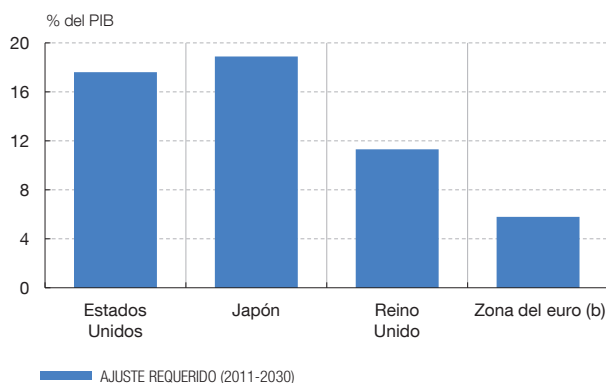
ENDEUDAMIENTO PRIVADO NO FINANCIERO



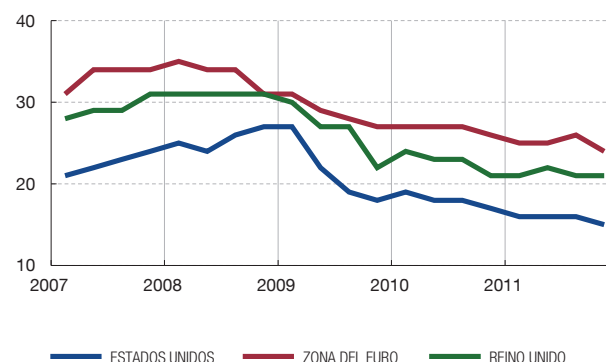
INCREMENTO DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO



AJUSTE FISCAL REQUERIDO (a)
(Variación del saldo fiscal estructural para estabilizar la ratio de deuda pública/PIB)



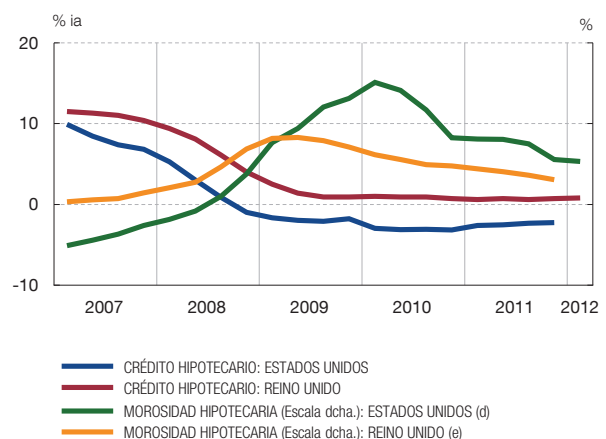
DESAPALANCAMIENTO DEL SECTOR BANCARIO
(Activos tangibles ajustados en relación con el capital Tier 1)



PRECIOS DE LA VIVIENDA



CRÉDITO Y MOROSIDAD HIPOTECARIOS



FUENTE: Datastream, Fondo Monetario Internacional.
NOTA: (p): previsión.

- a Ajuste necesario del saldo estructural primario en 2011-2030 para estabilizar la ratio de deuda sobre el PIB en 2030 en el 60% (200% en Japón).
- b Excepto Chipre, Luxemburgo y Malta
- c Media de los índices Nationwide y Halifax.
- d Porcentaje del número de hipotecas en mora de más de 90 días.
- e Porcentaje del saldo en mora (cuando el impago es superior al 1,5% de la deuda) respecto al saldo total.

en 2010 al 2,8 % del PIB en 2011, un 0,3 % del PIB mundial, debido a unas exportaciones más débiles y al dinamismo de la inversión. Por el contrario, el superávit agregado de los países exportadores de petróleo se amplió, hasta alcanzar casi el 0,9 % del PIB mundial. También cabe destacar el deterioro del saldo exterior de Japón, que se redujo en 1,5 pp, hasta el 2 % del PIB. Respecto a los países con déficit por cuenta corriente, en Estados Unidos este se mantuvo próximo al 3 % del PIB (0,7 % del PIB mundial), mientras que, entre los países con déficits corrientes, la magnitud de estos se redujo en los del área del euro, pero aumentó sustancialmente en algunas economías emergentes, lo que podría señalar riesgos futuros. En todo caso, a pesar de la corrección de los desequilibrios globales tras la crisis y del notable ajuste reciente en determinados países, aún hay ciertas dudas sobre en qué proporción este ajuste es estructural, pues algunos de los fundamentos que propiciaron la acumulación de cuantiosos déficits y superávits externos persisten.

Los flujos financieros internacionales se moderaron en 2011, con excepción de los destinados a los países emergentes

Un rasgo notorio del ejercicio fue la pausa en la recuperación de los flujos financieros internacionales, tras el importante avance registrado en 2010. Si bien los flujos financieros hacia las economías avanzadas siguieron siendo muy superiores a los recibidos por emergentes —destacando las entradas en Estados Unidos—, su volumen no supone aún ni la mitad del previo a la crisis. Por su parte, los destinados a los países emergentes han registrado una recuperación acusada, aunque heterogénea, y, en conjunto, superior a la de los países avanzados (véase gráfico 3.11). Aunque en el agregado no se han recuperado los niveles de 2007, en América Latina sí se han superado, mientras que en Europa del Este continúan muy por debajo. Los flujos de entrada se moderaron notablemente en la segunda mitad de 2011, coincidiendo con el repunte de la aversión al riesgo, pero volvieron a aumentar en los primeros meses de 2012.

4.3 COORDINACIÓN INTERNACIONAL DE POLÍTICAS

En el último año, se han observado menores avances en la coordinación internacional y un enfoque más interno de las políticas

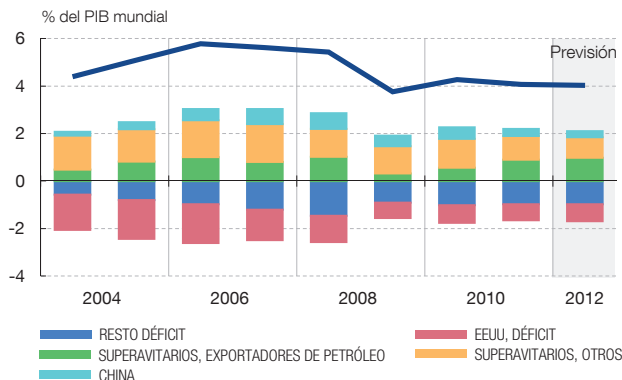
La crisis financiera internacional puso de manifiesto el complejo vínculo entre economías y sistemas financieros, y potenció la coordinación económica internacional, materializada en la revitalización del G 20 y de otras instituciones, como el FSB, el Banco de Pagos Internacionales o el Fondo Monetario Internacional. Pese a la intensa actividad desplegada en torno a ellos, como el ejercicio de valoración mutua del G 20 o los informes de *spillovers*, en el último año se ha observado un menor impulso en la coordinación internacional de políticas, lo cual era previsible una vez pasada la emergencia económica, que catalizó los esfuerzos tras la crisis. En esta nueva fase, los diferentes ritmos de recuperación económica y las distintas prioridades internas han dado lugar, incluso, a posicionamientos divergentes y a alguna disensión.

Algunas medidas unilaterales de regulación financiera podrían aumentar la incertidumbre a la que se enfrenta el sector y segmentar los mercados financieros internacionales

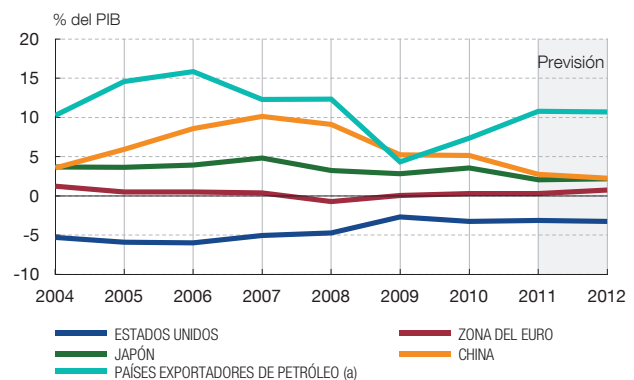
En el ámbito de la regulación financiera, la puesta en práctica de algunas medidas regulatorias —como la regla Volcker (véase sección 3.1)— y el debate sobre otras —como la tasa a las transacciones financieras internacionales— revelaron las dificultades que entraña la coordinación internacional. La menor coordinación supone un riesgo notable de segmentación de los mercados financieros internacionales, lo que tendría un impacto grave sobre los procesos de integración financiera global y sería una fuente de incertidumbre. Por el contrario, el aumento del proteccionismo comercial está siendo relativamente limitado, pese al estancamiento de la Ronda Doha de la Organización Mundial del Comercio.

Por otro lado, algunas economías respondieron unilateralmente ante las turbulencias financieras. La amplia liquidez global y los súbitos cambios en la aversión al riesgo actuaron como detonante de importantes intervenciones cambiarias, afectando a la configuración global de los tipos de cambio. Este tipo de medidas fueron tomadas tanto por países avanzados, como Japón o Suiza, como por emergentes, que, además, volvieron a utilizar discrecionalmente

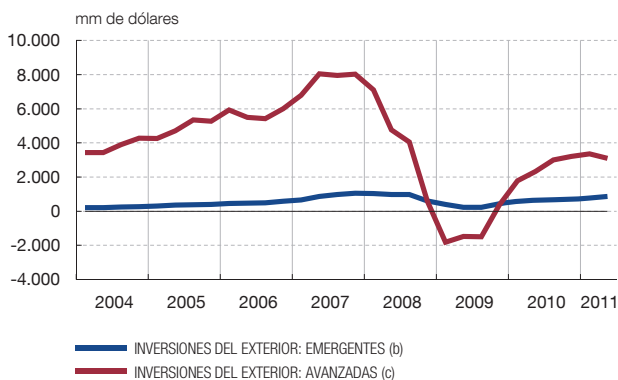
DESEQUILIBRIOS GLOBALES (SALDO POR CUENTA CORRIENTE SOBRE EL PIB MUNDIAL)



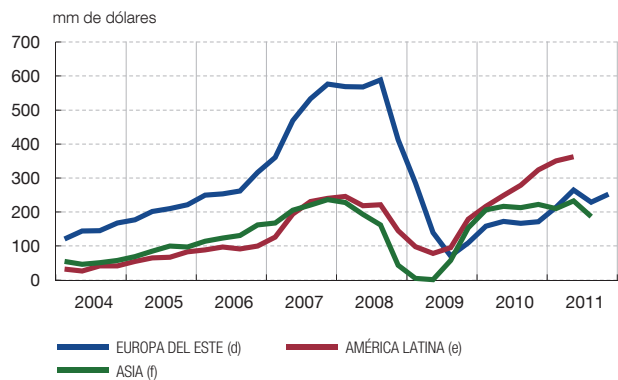
SALDO POR CUENTA CORRIENTE



ENTRADAS DE FLUJOS FINANCIEROS: EMERGENTES Y DESARROLLADOS



ENTRADAS DE FLUJOS FINANCIEROS EN EMERGENTES POR ÁREAS



FUENTES: Banco Central de India, Datastream y Fondo Monetario Internacional.

- a Angola, Arabia Saudí, Argelia, Ecuador, Emiratos Árabes, Irán, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Noruega, Qatar, Rusia y Venezuela.
 b Emergentes: suma de los países incluidos en América Latina, Asia y Europa del Este.
 c Desarrollados: Alemania, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Italia, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza.
 d Europa del Este: Armenia, Azerbaiyán, Bielorrusia, Bosnia Hezergovina, Bulgaria, República Checa, Croacia, Eslovenia, Estonia, Georgia, Hungría, Kazakistán, Letonia, Lituania, Moldavia, Polonia, Rumanía, Rusia y Turquía.
 e América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, El Salvador, México, Paraguay, Perú y Venezuela.
 f Asia: Bangladesh, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Pakistán y Tailandia.

medidas administrativas y controles de capitales, lo que supone otra restricción a la integración de los mercados. Este unilateralismo no fue óbice para que los bancos centrales de las principales economías avanzadas se coordinaran con la Reserva Federal para suministrar liquidez en dólares en el apogeo de la crisis europea.

5 Perspectivas y riesgos

Las perspectivas económicas son de una desaceleración adicional del crecimiento...

El escenario central de perspectivas económicas para 2012 contempla una desaceleración de la economía mundial, aunque menos marcada que la de 2011. De acuerdo con las previsiones más recientes del FMI, el crecimiento mundial en 2012 será del 3,5 %, tres décimas inferior al de 2011, manteniéndose la brecha entre el crecimiento de las economías avanzadas y el de las emergentes, que volverían a contribuir en mucha mayor medida al crecimiento mundial. En este escenario, se espera una reducción de la inflación en 2012 en un contexto de debilidad de la actividad, hasta el 4 %, en promedio anual, 8 décimas menos que en 2011.

En las economías avanzadas se anticipa un crecimiento modesto del PIB, en torno al 1,4 % en 2012, que además se prolongaría en el tiempo, dado que el proceso de corrección de

los desequilibrios acumulados en la fase expansiva continuará limitando la expansión de la demanda interna y el reducido margen de actuación de las políticas de estímulo. En particular, se espera un tono débil del consumo privado derivado del proceso de reducción del endeudamiento de los hogares y del impacto negativo sobre la renta disponible de la lenta recuperación del empleo y del ajuste a la baja de los salarios.

En las economías emergentes, se prevé que el crecimiento siga siendo robusto —con una expansión agregada del 5,7 % en 2012—, fundamentado en la demanda interna. Esto supone un crecimiento en torno al potencial en la mayoría de estos países, cuyas economías están mostrando una cierta resistencia frente a la desaceleración mundial, aunque no puedan desvincularse completamente de un eventual deterioro de la situación económica y financiera en otras áreas. La excepción a esta visión benigna la constituye Europa emergente, donde las perspectivas de crecimiento se han revisado fuertemente a la baja, al ser la región más expuesta a los problemas del área del euro.

... con importantes riesgos a la baja, derivados de la evolución de la crisis del área del euro y de la implementación de las políticas fiscales...

Este escenario está sujeto a notables riesgos a la baja —particularmente en las economías avanzadas—, asociados principalmente a la evolución de la crisis en el área del euro. Más allá de este riesgo dominante, existen también riesgos derivados de la implementación de la política fiscal, que se está viendo condicionada por el *trade-off* entre una consolidación rápida, para recuperar la credibilidad, y un ajuste más pausado para no entorpecer la recuperación. Estados Unidos y Japón han postergado la consolidación fiscal en aras de no obstaculizar el crecimiento, pero esta actitud podría acabar erosionando su posición fiscal a largo plazo, especialmente si la recuperación se retrasa o es más débil de lo esperado. En Estados Unidos, un riesgo adicional proviene de la falta de acuerdo político sobre cómo manejar los ajustes fiscales automáticos que entrarían en vigor en 2013, lo que podría derivar en una restricción fiscal severa. En el Reino Unido —cuya deuda pública, al igual que las de Estados Unidos y Japón, está actuando como activo refugio— se ha producido también un cierto retraso de los planes de consolidación fiscal, si bien el ajuste sigue siendo sustancial. En definitiva, aunque en las actuales circunstancias parece una posibilidad remota, podrían registrarse elevaciones bruscas y sustanciales del coste de financiación de la deuda pública en esos países, ante cambios de percepción de los inversores sobre su riesgo de crédito. El eventual aumento de los tipos de interés deprimiría adicionalmente la demanda interna y podría afectar a la estabilidad financiera.

... en un contexto de recomposición del sistema financiero global

Otra fuente de riesgos radica en las necesidades adicionales de redimensionamiento de los sistemas financieros y en las reformas en curso de los marcos regulatorios, a nivel nacional e internacional, cuyo ritmo y alcance siguen estando sujetos a incertidumbre. Estos procesos, como se ha señalado, pueden contribuir a la contracción del crédito y a la segmentación de los mercados financieros internacionales, riesgo —este último— que no parece suficientemente incorporado en la toma de decisiones de las autoridades nacionales y regionales.

El encarecimiento del petróleo puede afectar a la recuperación de la economía mundial, también a través de unas condiciones monetarias menos expansivas

Un alza sostenida de los precios de las materias primas, especialmente del petróleo, es un riesgo adicional en la coyuntura actual. El precio del petróleo aumentó durante el primer trimestre de 2012, por razones principalmente geopolíticas, si bien este repunte ha revertido desde abril. El efecto directo sobre la actividad podría amplificarse por otros canales. En particular, dada la necesidad de las economías avanzadas de mantener unas condiciones monetarias expansivas, un repunte de las expectativas de inflación podría conllevar cambios en el tono y en la estrategia de las políticas monetarias, generar nuevas tensiones financieras y afectar a la confianza.

Aunque el balance de riesgos está claramente sesgado a la baja, existen también riesgos al alza. Por ejemplo, el refuerzo de la gobernanza en el área del euro y avances en la normalización de los mercados de deuda podrían iniciar un círculo virtuoso, al apoyar la mejora de la confianza y catalizar el crecimiento de Europa y de Estados Unidos, y, por ende, de la economía mundial. El impulso de la confianza incidiría en un aumento del consumo de bienes duraderos, unido a unos balances empresariales cada vez más saneados, que estimularían la inversión. Esto, a su vez, redundaría en unos menores costes de financiación para el sector público y privado.

En definitiva, los obstáculos y los retos a los que se enfrenta la economía mundial siguen siendo de gran calado

En definitiva, los obstáculos y los retos a los que se enfrenta la economía mundial siguen siendo de gran magnitud. En este contexto, son fundamentales las políticas económicas —tanto macroeconómicas, como financieras y estructurales— encaminadas a asentar los pilares de la estabilidad financiera y de un crecimiento robusto, sostenible y equilibrado a medio plazo.