

### 3 EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

### 1 La economía mundial en 2008

#### 1.1 INTRODUCCIÓN

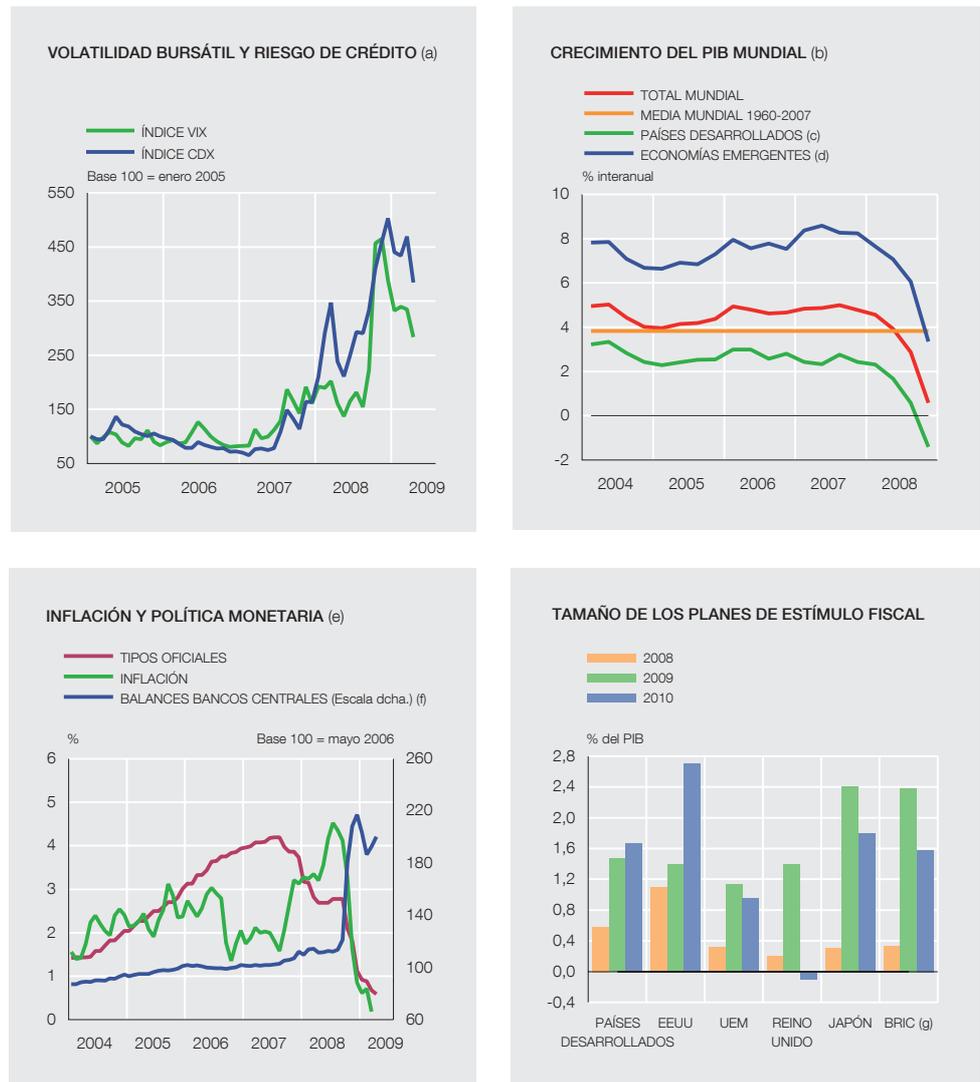
En el año 2008 se desencadenó una crisis financiera global y la economía mundial entró en una recesión de extensión, duración y consecuencias difíciles de calibrar

Tras un deterioro progresivo, el sistema financiero se situó al borde del colapso en el mes de septiembre, provocando una contracción de la actividad mundial

La economía mundial está atravesando la etapa más difícil de las últimas décadas. El año 2008 estuvo marcado por la gestación y el desencadenamiento de una crisis financiera, corolario de las turbulencias iniciadas en el verano de 2007, que adquirió dimensiones globales, minando la confianza de los agentes y derivando en una recesión económica de carácter generalizado. Los datos conocidos para el primer semestre de 2009 apuntan hacia unas perspectivas desfavorables para este ejercicio, a pesar de la intensa reacción de las políticas económicas. La profundidad y la extensión de la crisis han provocado cambios sustanciales tanto en las pautas de funcionamiento de las economías como en las prioridades y en los marcos de actuación de las autoridades, que han aumentado la incertidumbre en torno a las respuestas de los agentes y a la eficacia de las políticas. En definitiva, el grave deterioro de la situación económica y financiera está teniendo consecuencias de hondo calado, que dificultarán el retorno a una nueva etapa de crecimiento elevado y sostenido como la que quedó interrumpida bruscamente en 2007. Y no solo porque, muy probablemente, la crisis actual haya reducido el potencial de crecimiento de la economía mundial por un período prolongado, sino también porque las bases de ese nuevo crecimiento habrán de ser necesariamente diferentes de las que fundamentaron la anterior etapa expansiva y que, a la postre, se han revelado insostenibles.

Durante el año 2008, la extensión de las dificultades financieras en las economías desarrolladas bloqueó progresivamente la actividad financiera y real, llegando a afectar también a las economías emergentes. En esa evolución, es necesario distinguir dos etapas diferenciadas, separadas por el estrés financiero del mes de septiembre (véase gráfico 3.1). Hasta esa fecha, las turbulencias financieras, que habían comenzado en el verano de 2007 con el desencadenamiento de la crisis *subprime*, fueron erosionando, con distinta intensidad, la solvencia de un número creciente de entidades financieras, fomentando un proceso de desapalancamiento generalizado, bloqueando el funcionamiento de algunos mercados y reduciendo progresivamente la capacidad de intermediación del sistema financiero internacional. A partir de septiembre, esas tendencias mutaron en una crisis financiera global, caracterizada por una extrema inestabilidad en los mercados, la caída de entidades financieras sistémicas, el bloqueo de los mercados de financiación y el hundimiento de la confianza de los agentes, que reforzaron notablemente el proceso de interacción entre las dificultades del sector financiero y las del sector real. La actividad económica, cuya desaceleración se había intensificado y extendido geográficamente hasta el verano, experimentó un frenazo brusco en el último trimestre de 2008, a escala global. Las economías avanzadas profundizaron una recesión que ya había comenzado a manifestarse en muchas de ellas, al tiempo que los síntomas de fragilidad financiera se multiplicaban, mientras que las economías emergentes, lejos de quedar al margen del proceso de ajuste, recibieron el impacto conjunto de un parón en la demanda externa y en los flujos de capitales a estas economías.

A pesar de ello, la economía mundial aún creció un 3,2% en 2008, cifra relativamente elevada aunque sensiblemente inferior a la media de los cuatro años anteriores (4,9%) (véase cuadro 3.1). El crecimiento medio en 2008 enmascara la fuerte reducción de la tasa interanual (desde el 4,8% a final de 2007, al 0,2% en el cuarto trimestre del año) y el reducido avance de las economías desarrolladas en el conjunto del año (un 0,9%, frente al 2,7% de 2007). Las economías emergentes registraron un avance del 6,1%, frente al 8,3% en 2007. Las tensiones inflacionistas, que se habían agudizado hasta el ecuador del ejercicio —cuando la inflación en las economías industrializadas alcanzó el 4,5%, el registro más elevado desde julio de 1991—, se



FUENTES: Datastream, Fondo Monetario Internacional 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. Banco de España, a partir de datos de 57 países que representan el 90% del PIB mundial. Los agregados se han calculado utilizando el peso de los países en la economía mundial en el año previo, en PPC (paridad del poder de compra), según información del FMI.
- c. Europa Occidental, Estados Unidos, Canadá, Japón, Australia, Nueva Zelanda, Israel, Eslovaquia y Eslovenia.
- d. América Latina, Asia Emergente, Europa Central y del Este (excepto Eslovaquia y Eslovenia), y Sudáfrica.
- e. Agregados de Estados Unidos, UEM, Japón y Reino Unido.
- f. Activos totales como porcentaje del PIB. Hasta mayo de 2006, los datos corresponden solo a Estados Unidos, UEM y Japón.
- g. Agregado de Brasil, Rusia, India y China.

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>ESTADOS UNIDOS</b>					
PIB	3,6	2,9	2,8	2,0	1,1
IPC (a)	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-5,3	-5,9	-6,0	-5,3	-4,7
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-4,4	-3,3	-2,2	-2,9	-6,1
<b>JAPÓN</b>					
PIB	2,7	1,9	2,0	2,4	-0,6
IPC (a)	0,0	-0,3	0,3	0,0	1,4
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	3,7	3,6	3,9	4,8	3,2
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-6,2	-5,0	-4,0	-2,5	-5,6
<b>REINO UNIDO</b>					
PIB	2,8	2,1	2,8	3,0	0,7
IPC (a)	1,3	2,0	2,3	2,3	3,6
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-2,1	-2,6	-3,4	-2,9	-1,7
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-3,3	-3,3	-2,6	-2,6	-5,4
<b>CHINA</b>					
PIB	10,1	10,4	11,6	13,0	9,0
IPC (a)	3,9	1,8	1,5	4,8	5,9
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	3,6	7,2	9,5	11,0	9,8
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-1,3	-1,2	-1,0	0,6	-0,4
<b>AMÉRICA LATINA (b) (c)</b>					
PIB	6,3	4,7	5,6	5,7	4,2
IPC (a)	6,3	6,4	5,2	5,4	7,9
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	1,6	1,9	2,0	0,8	-0,3
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-0,8	-0,6	-0,6	-0,1	-0,3
<b>NUEVOS ESTADOS MIEMBROS UE NO UEM (b) (d)</b>					
PIB	5,9	4,8	6,6	5,9	4,1
IPC (a)	5,3	3,7	3,3	4,4	6,5
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-6,1	-4,5	-6,6	-8,2	-7,9
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-3,8	-3,5	-3,4	-1,9	-3,3
<b>PRO MEMORIA: CRECIMIENTO DEL PIB</b>					
Mundial	4,9	4,5	5,1	5,2	3,2
Zona del euro	2,2	1,7	2,9	2,7	0,9

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

a. Tasa de variación interanual del índice de precios promedio.

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

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

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

dispararon en el último trimestre, al hilo del desplome de la actividad y de la rápida corrección del precio de las materias primas que se había iniciado en el verano.

La reacción de las autoridades económicas fue contundente, generalizada y, hasta cierto punto, coordinada...

Este conjunto de circunstancias propició, a partir de septiembre, una reacción contundente, generalizada y, hasta cierto punto, concertada de las autoridades económicas a escala global, aunque con especial intensidad en las economías avanzadas. Como se ilustra en los paneles inferiores del gráfico 3.1, todos los frentes de actuación se vieron activados: las políticas monetarias —en muchos casos, reforzadas con la adopción de medidas no convencionales—, las políticas de apoyo al sector financiero y las políticas fiscales. Las actuaciones se orientaron a mantener la liquidez y el flujo de crédito, reforzar la solvencia de las entidades financieras y sostener la actividad, con el fin de restablecer la confianza de los agentes y quebrar la espiral negativa, cada vez más potente, entre el deterioro de la situación financiera y de la económica.

... pero no disipó la incertidumbre sobre la evolución económica global

La magnitud de la respuesta —que ha comprometido un volumen muy sustancial de recursos públicos— detuvo el colapso que amenazaba a algunos de los sistemas financieros más importantes. No obstante, las perspectivas globales siguen siendo muy inciertas, en un entorno de persistente fragilidad financiera —especialmente, al no haberse avanzado lo suficiente en el saneamiento de los sistemas financieros— y de extrema debilidad económica, por lo que cabe esperar que el restablecimiento de la confianza y la estabilización de las perspectivas sean un proceso prolongado.

## 1.2 LOS MERCADOS FINANCIEROS: DE LA TURBULENCIA A LA CRISIS

Las turbulencias financieras iniciadas en 2007 se agravaron a lo largo de 2008, poniendo de manifiesto graves riesgos para la estabilidad financiera global

Las turbulencias financieras iniciadas en 2007, lejos de amainar, fueron acrecentándose a lo largo del año pasado, sentando las bases de lo que se transformaría en una crisis financiera global. Cabe recordar que uno de los elementos subyacentes a esta crisis, además del entorno de abundante liquidez global y de condiciones financieras muy laxas, fue el complicado entramado de transmisión de riesgos desde entidades originadoras de crédito hacia inversores globales, a través de productos financieros complejos que, a su vez, contribuyó a incrementar aún más las posibilidades de apalancamiento. Las graves implicaciones de estos mecanismos de transferencia de riesgos para la estabilidad financiera se pusieron de manifiesto con la explosión de la crisis hipotecaria *subprime* en Estados Unidos. Gran parte de los riesgos hipotecarios —supuestamente transferidos— volvieron al balance de los bancos a través de los compromisos de liquidez asumidos en la refinanciación de estos productos. A lo largo de 2008, a medida que se hacían evidentes las pérdidas asociadas a los productos complejos y crecía la desconfianza entre entidades por la falta de transparencia y la incierta exposición a dichos productos, se produjo una reevaluación del riesgo y las tensiones en los mercados monetarios y de crédito se intensificaron. Todo ello fue minando la solvencia de las entidades de crédito, y las tensiones se extendieron a un número creciente de agentes financieros y de segmentos del mercado. En septiembre, esta situación desembocó en una crisis del sistema financiero global, sobre cuya duración y profundidad todavía existe una gran incertidumbre.

Hasta mediados de septiembre, la elevada volatilidad financiera y el deterioro de las perspectivas económicas contribuyeron a incrementar las tensiones sobre las entidades financieras...

Hasta mediados de septiembre, el deterioro del clima financiero, en un entorno de elevada volatilidad en los mercados, fue erosionando la confianza de los agentes, a la par que las condiciones efectivas de financiación de empresas y familias en las principales economías desarrolladas iban haciéndose más restrictivas, de modo que las dificultades financieras comenzaron a afectar a la actividad real. El empeoramiento gradual de las perspectivas económicas se conjugó con caídas adicionales de los precios de la vivienda en Estados Unidos, que agravaron los problemas subyacentes a las titulaciones hipotecarias, manteniendo la incertidumbre sobre el valor de los activos problemáticos en las carteras de inversores e instituciones financieras y alimentando la desconfianza entre las entidades. A este panorama se añadieron las crecientes pérdidas de las instituciones financieras derivadas de activos de cartera más tradicionales y de algunos activos con elevada calificación crediticia que, en un principio, no parecían presentar riesgos. Todos estos factores obstaculizaron la recuperación de los mercados y llevaron a la liquidación o intervención de un creciente número de entidades.

... y algunas entidades sistémicas experimentaron problemas graves...

Así, esta fase estuvo marcada por los problemas registrados en entidades sistémicas, como el banco de inversión Bear Stearns —adquirido por JP Morgan a mediados de marzo— o las agencias de financiación hipotecaria norteamericanas Freddie Mac y Fannie Mae (conocidas como *Government sponsored enterprises*, GSE). De forma más general, las elevadas pérdidas afloradas por diversas instituciones financieras, en Estados Unidos y en Europa, y las rebajas de calificación crediticia de las principales aseguradoras de bonos (*monolines*), en junio, contribuyeron a empeorar la situación financiera. En particular, las rebajas de calificación de estas aseguradoras dispararon la incertidumbre en torno a los posibles problemas de va-

loración de los instrumentos asegurados y dieron lugar a ventas masivas de un amplio abanico de activos.

... mientras persistían las necesidades de liquidez por parte de los bancos

Las necesidades de liquidez que afrontaban los bancos desde el inicio de la turbulencia persistieron durante este período, obligando a los bancos centrales a mantener un suministro amplio de liquidez. Sin embargo, los mercados interbancarios no se normalizaron, como muestra la evolución del diferencial LIBOR – OIS en el gráfico 3.2, en la medida en que el riesgo de crédito de contrapartida siguió aumentando. En relación con otros mercados financieros, las bolsas mantuvieron la tendencia bajista iniciada en 2007 como respuesta a los peores resultados empresariales y a las menores perspectivas de crecimiento económico, mientras que en los mercados cambiarios el dólar mostró una tendencia hacia la depreciación y cotizó prácticamente a 1,60 frente al euro a mediados de julio.

Los mercados de las economías emergentes sortearon relativamente bien la primera parte del año

Los mercados financieros de las economías emergentes sortearon relativamente bien las turbulencias financieras de este período, aunque el sentimiento del mercado se fue deteriorando progresivamente, al hilo del empeoramiento de la coyuntura económica. Los diferenciales soberanos se ampliaron moderadamente y las bolsas mostraron, en general, un mejor comportamiento que en las economías avanzadas, mientras que sus monedas tendieron a apreciarse hasta mediados de año. No obstante, estos mercados iniciaron un empeoramiento durante los meses de verano, en un contexto dominado por las presiones inflacionistas.

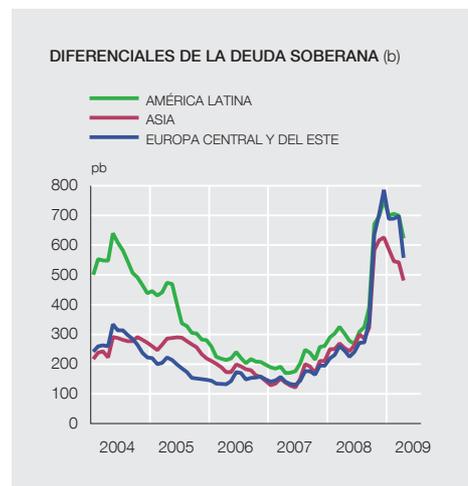
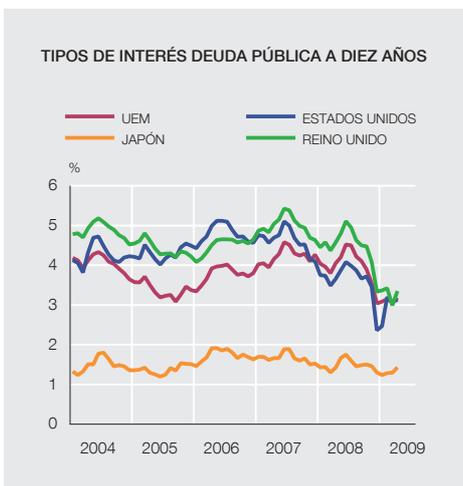
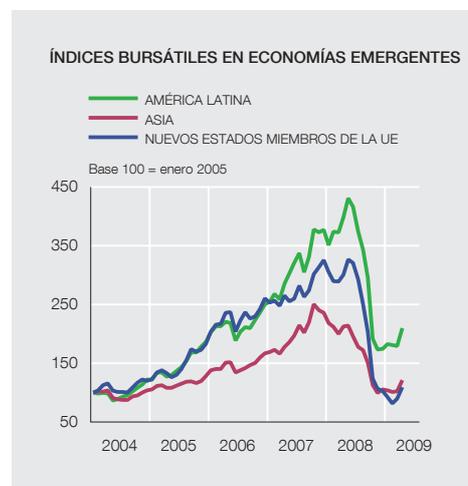
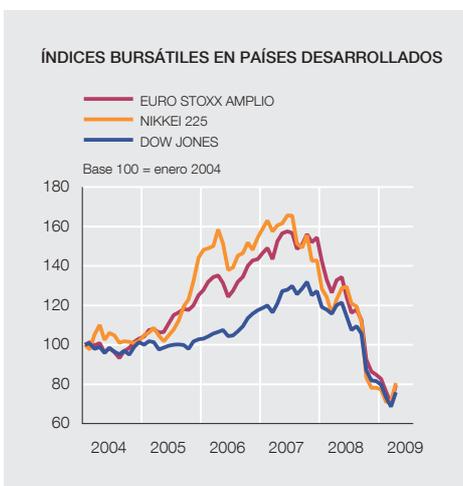
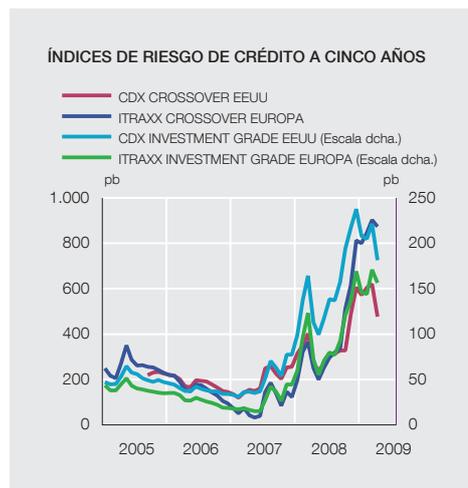
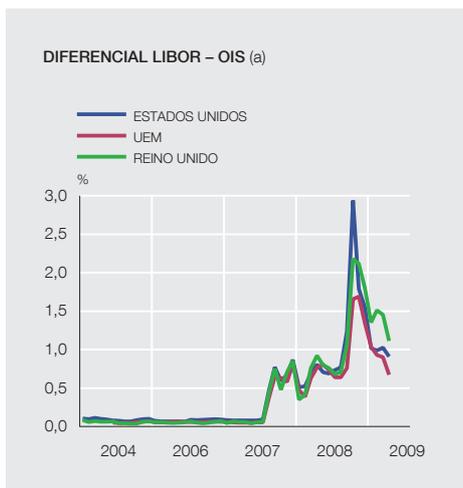
El acusado agravamiento de la situación financiera a mediados de septiembre cambió radicalmente el panorama

A mediados de septiembre de 2008, tras la toma de control público de las agencias de financiación hipotecaria norteamericanas, la quiebra del importante banco de inversión Lehman Brothers —la primera entidad de gran tamaño que no fue rescatada— supuso un cambio trascendental en la evolución del sistema financiero. Esta quiebra puso de manifiesto el carácter sistémico de la entidad, dado el volumen de los títulos emitidos y de contratos de derivados en los que actuaba de contrapartida, elevando sustancialmente el riesgo de contraparte en la liquidación y compensación de dichos contratos. La caída de un banco de esta naturaleza generó una pérdida de confianza adicional y la parálisis de los mercados crediticios y monetarios, lo que situó al sistema financiero al borde del colapso.

Los acontecimientos inmediatamente posteriores fueron muy adversos y obligaron a una intervención masiva de las autoridades. Esta se materializó, en primera instancia, en el rescate de la compañía de seguros AIG, en importantes operaciones de consolidación en Estados Unidos, como las absorciones del banco de inversión Merrill Lynch y de algunos bancos comerciales (Washington Mutual y Wachovia) y en la intervención en otras entidades de menor tamaño, también en Europa.

Las tensiones se propagaron rápidamente, provocando una caída de los precios de todos los activos, salvo los más seguros y más líquidos

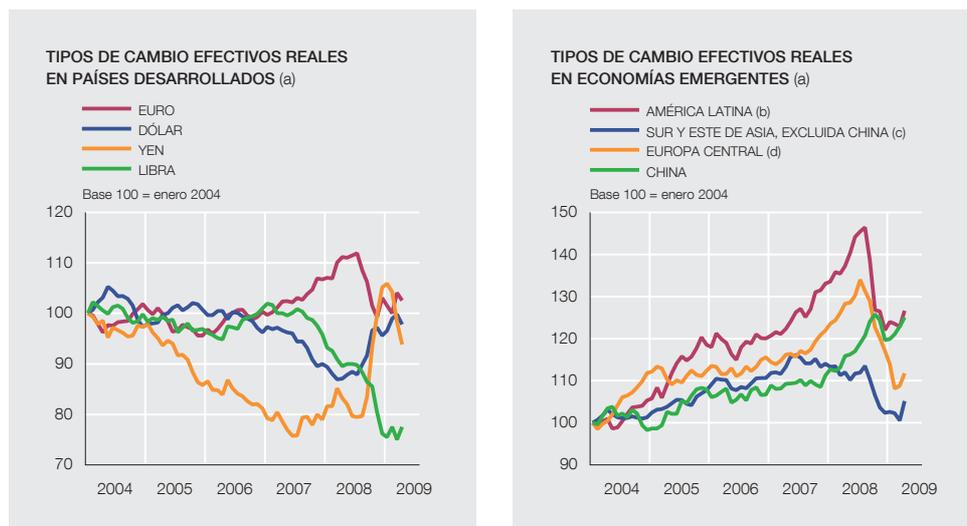
Las tensiones se propagaron rápidamente hacia diferentes segmentos de los mercados financieros. El proceso de huida hacia la calidad por parte de los inversores provocó una caída casi generalizada de los precios de los activos, salvo los más líquidos y más seguros, que actuaron como refugio. Las bolsas mundiales sufrieron pérdidas superiores a las de cualquier otra crisis posterior a la de 1929 y las volatilidades se dispararon en todos los mercados; por ejemplo, el índice VIX —que mide la volatilidad implícita del S&P 500— rompió sus niveles máximos históricos. Los diferenciales de crédito, tanto los soberanos como los corporativos de peor calificación crediticia, se ampliaron drásticamente y, en general, la financiación no bancaria para las empresas, cualquiera que fuera su calificación crediticia, se encareció notablemente. Asimismo, el mayor riesgo de contraparte dio lugar a un fuerte repunte de las primas por seguro de crédito (CDS) (véase gráfico 3.2).



FUENTES: Datastream y Bloomberg.

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

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



FUENTE: Datastream.

- a. Elaborados con precios de consumo. Un aumento (disminución) supone una apreciación (depreciación) de la moneda.  
 b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.  
 c. India, Singapur, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas.  
 d. República Checa, Hungría y Polonia.

La deuda pública, en particular la estadounidense, intensificó su papel de activo refugio, de modo que los tipos a largo plazo en Estados Unidos acentuaron su tendencia descendente en esta parte del año. Esta evolución fue también resultado, aunque en menor medida, de las peores perspectivas económicas y de las menores presiones inflacionistas a largo plazo. Posteriormente, a medida que el proceso de huida hacia la calidad se ralentizaba y el esfuerzo fiscal y financiero de las autoridades hizo patente la necesidad de mayores emisiones de deuda en el futuro, las rentabilidades de la deuda pública mostraron un leve repunte, mientras que en los plazos más cortos de las curvas se produjeron descensos al hilo de las sucesivas bajadas de tipos de interés oficiales en numerosas economías, ante el deterioro de la situación económica y financiera.

Los mercados cambiarios reflejaron una extrema volatilidad en este periodo

Los mercados cambiarios reflejaron una extrema volatilidad a partir de septiembre. El dólar se comportó como moneda refugio y se apreció frente a la mayoría de las divisas (véase gráfico 3.3), llegando a cotizar en torno a los 1,25 dólares por euro. El yen, por su parte, también se apreció notablemente frente a las principales monedas como consecuencia de la mayor aversión al riesgo y el cierre de posiciones de *carry trade* —consistentes en endeudarse en monedas con bajos tipos de interés para invertir en otras, en su mayoría de economías emergentes, con elevadas tasas de rentabilidad—. La libra se desplomó hasta niveles mínimos históricos frente al dólar y al euro, debido al fuerte deterioro de la economía británica y de las dificultades de su sistema financiero.

La relativa resistencia mostrada hasta septiembre por los mercados de las economías emergentes se desmoronó y las entradas de capitales se redujeron drásticamente

La relativa resistencia mostrada por los mercados emergentes desde el inicio de las turbulencias se vino abajo a mediados de septiembre, ante el deterioro de las condiciones de financiación externa y la crisis de confianza de los inversores. El masivo desapalancamiento y el retraimiento de los flujos de capitales desde los mercados desarrollados —concretamente, en los flujos de cartera y bancarios— tuvieron un impacto súbito y profundo sobre los mercados emergentes. Inicialmente, el impacto fue indiscriminado, pese a la reducción de las vulnerabilidades y la mejora relativamente extendida de los fundamentos de algunas economías —en

particular, en América Latina— en los últimos años. El origen externo de la crisis financiera explica que en primera instancia fueran precisamente aquellas economías que contaban con mercados de capitales más líquidos y profundos las más afectadas por la falta de financiación exterior, lo que explica las fuertes caídas experimentadas por las bolsas y las depreciaciones de las monedas de Brasil, México o Corea del Sur. De forma progresiva, sin embargo, los efectos se fueron trasladando hacia aquellos países o áreas con mayores vulnerabilidades financieras. Entre ellos, destacan los países de Europa del Este, incluidos algunos de los nuevos Estados miembros de la Unión Europea. Estos países dependen del flujo de financiación exterior en moneda extranjera y, en un número creciente de casos, han necesitado apoyo financiero externo. El deterioro general de los mercados financieros emergentes se reflejó en la considerable ampliación de los diferenciales soberanos, medidos por el EMBI+, y en las pérdidas de las bolsas —que en muchos países fueron superiores a las de las economías desarrolladas, especialmente en Europa del Este y en los países exportadores de materias primas—. Además, en los mercados cambiarios, el deterioro financiero y la necesidad de liquidez en dólares llevaron a una tendencia a la depreciación de las monedas locales frente al dólar.

Las entradas netas de capitales privados en las economías emergentes se redujeron drásticamente en 2008, rompiendo la tendencia creciente registrada desde el inicio de la década. La caída respecto al máximo histórico de 2007 —93 mm de dólares, frente a 638 mm— fue consecuencia tanto de unos menores flujos de entrada como de importantes salidas de capital, y afectó principalmente a las inversiones de cartera y a los préstamos de bancos internacionales.

Las medidas de apoyo al sistema financiero se desplegaron rápidamente, a través de diversas actuaciones...

La crisis financiera de septiembre provocó la rápida aplicación de medidas orientadas a la estabilización del sistema financiero en las economías avanzadas. Además de la dotación ilimitada de liquidez por parte de los bancos centrales, estas medidas se instrumentaron, inicialmente, mediante la garantía pública de los depósitos bancarios —hasta un cierto límite—, la inyección de capital público para restaurar la solvencia de las instituciones financieras más importantes y el establecimiento de avales públicos sobre la deuda emitida por las entidades financieras; a estas medidas se añadieron otras destinadas al saneamiento de los balances bancarios y la gestión de activos dañados por la crisis (véanse recuadro 3.1 y la sección 1.3). En los países emergentes, donde los problemas estaban más relacionados con la financiación en divisas, se adoptaron medidas para aliviar la presión sobre el tipo de cambio y facilitar las necesidades de financiación en moneda extranjera, a través de líneas de financiación domésticas, con los principales bancos centrales (*swaps*) y con los organismos multilaterales.

... que han supuesto un alivio transitorio para los mercados, aunque están todavía lejos de normalizarse

Pese a que el sistema financiero se encuentra todavía lejos de su funcionamiento normal, la relativa estabilización de los mercados desde mediados de octubre hasta el cierre de este Informe es, sobre todo, reflejo del amplio abanico de medidas extraordinarias que evitaron una quiebra mayor de la confianza. No obstante, los amplios apoyos públicos no han evitado que el deterioro financiero se haya trasladado al sector real, de forma que la dinámica de los mercados ha estado dominada por las perspectivas de recesión, y que exista todavía una gran incertidumbre sobre la magnitud y la puesta en práctica de las medidas de política financiera anunciadas. Ello explica las tensiones todavía existentes en los mercados monetarios y de crédito, la ausencia de una senda clara de recuperación de las bolsas, los niveles elevados de volatilidad y el continuado deterioro de los indicadores en algunos mercados emergentes, que aún mantienen al sistema financiero en una situación de fragilidad. No obstante, a medida que las actuaciones públicas restauren paulatinamente la confianza de los inversores y de las entidades financieras, es de esperar que propicien el inicio de la recuperación.

A lo largo de 2008 y principios del año actual se han sucedido numerosas iniciativas destinadas a apoyar a entidades financieras con problemas. Estos planes de rescate se han desarrollado fundamentalmente en el ámbito nacional, aunque con un cierto grado de coordinación internacional, y han ido multiplicándose conforme la crisis financiera iba agravándose. Hasta el momento, la respuesta de las autoridades ha evitado un colapso financiero, si bien la situación dista mucho de haberse normalizado. Además, el carácter global de la crisis, la urgencia en el rescate de algunas instituciones de carácter sistémico, la elevada magnitud de las pérdidas y la incertidumbre sobre el alcance final de las mismas acabaron generando algunos elementos de improvisación y emulación en las respuestas de los distintos países. Este recuadro repasa brevemente las principales iniciativas de rescate financiero en el ámbito internacional, centrándose en las desarrolladas en Estados Unidos y en el Reino Unido, presenta una categorización de las mismas y trata de explicar los motivos que originaron cada una de las distintas etapas<sup>1</sup>.

Hasta septiembre de 2008, las autoridades fueron reaccionando caso por caso ante las entidades financieras con problemas, apoyando el mantenimiento de las que se consideraban sistémicas<sup>2</sup> e interviniendo el resto<sup>3</sup>. No obstante, conforme avanzaba el año el número de entidades en dificultades fue aumentando, así como la magnitud de las pérdidas respaldadas por el sector público. Esta tendencia se acentuó abruptamente tras la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers el 15 de septiembre, tras el fracaso en las negociaciones mantenidas para encontrar una solución con participación privada. Esta quiebra elevó notablemente los niveles de inestabilidad globales, poniendo de manifiesto la complejidad y la interconexión del sistema financiero internacional.

A partir de ese momento, los planes de rescate de las autoridades ya no se orientaron tanto al rescate de entidades concretas sino al del conjunto del sector financiero, que enfrentaba un serio riesgo de colapso en su funcionamiento. El tipo de medidas adoptadas fue cambiando, como consecuencia del agravamiento y la extensión de la crisis y de la extrema dificultad en hacer frente a la misma. El 3 de octubre, el congreso de los Estados Unidos aprobó el *Trouble Relief Asset Program* (TARP), que, en su versión inicial, pretendía aliviar las necesidades de financiación de las instituciones y restaurar el mecanismo de formación de precios de activos ilíquidos, mediante la compra por parte del Tesoro de activos con problemas de valoración. Sin embargo, las dificultades de implementación de esta medida a corto plazo, unidas al agravamiento de la situación y al surgimiento de otras iniciativas en otros países, hicieron que se abandonase la estrategia antes de que se empezara a aplicar.

1. Este recuadro se centra exclusivamente en las medidas de rescate financiero durante este período. En este sentido, no se comentan, entre otras, las medidas de política monetaria no convencional implementadas por parte de algunos bancos centrales. Un resumen de estas últimas iniciativas puede encontrarse en el *Informe de Estabilidad Financiera*, del Banco de España, publicado en mayo de este año. 2. Hasta mediados de septiembre las autoridades públicas apoyaron operaciones de rescate coordinadas con el sector privado en entidades como Bear Stearns, CountryWide, Merrill Lynch o AIG, y además proporcionaron líneas de crédito e inyección de capital público en Fannie Mae y Freddie Mac. 3. Además de la intervención en bancos de pequeño tamaño, destacan las intervenciones en Northern Rock e IndyMac.

En este contexto, el 8 de octubre el Tesoro británico anunció un plan de rescate del sector financiero, destinado a mejorar la captación de pasivo por parte de las entidades bancarias. Los principales elementos de este plan contemplaban inyecciones de capital en forma de acciones preferentes, previo cumplimiento de ciertas condiciones, y garantías públicas a la deuda emitida por estas entidades. Pronto varios países —entre ellos, muchos europeos— procedieron a implementar planes similares al británico. Además, el 14 de octubre, apenas 11 días tras su aprobación, el Tesoro americano anunció un cambio en la aplicación del TARP para permitir las inyecciones de capital y, adicionalmente, estableció un programa de garantías para las emisiones de deuda bancaria, respaldado por el Fondo de Garantía de Depósitos. Estas medidas, aunque eficaces para detener el rápido y grave deterioro de la situación financiera, no fueron suficientes para restaurar el funcionamiento normal de los mercados y recuperar la confianza de los agentes, no solo por el afloramiento de nuevas pérdidas ligadas a activos complejos, sino también por el drástico empeoramiento de la actividad observado desde finales de 2008. Al mismo tiempo, comenzaron a constatarse indicios de restricción en el crédito disponible al sector privado, a pesar de que los planes de rescate tenían entre sus objetivos el mantenimiento de la financiación de empresas y familias, lo que incrementó los riesgos de retroalimentación entre el deterioro financiero y el económico.

Así, a finales de año y principios de 2009 se inició una nueva etapa en los planes de rescate financiero, más ambiciosa tanto en términos de la cuantía de recursos comprometidos como en cuanto a su alcance. Varios países incorporaron una serie de iniciativas públicas destinadas al estímulo directo del crédito al sector privado; a la vez, se aprobaron fórmulas para poner límites a las pérdidas y aislar los activos dañados de los balances de las entidades financieras con el fin de restaurar la confianza en ellas. Sin embargo, la puesta en práctica de estas medidas no fue completamente homogénea. Así, en el Reino Unido se anunció un plan de protección de activos, por el que se establece un sistema de reparto de las pérdidas que se produzcan en la cartera de los bancos entre las entidades y el sector público. Por su parte, en Estados Unidos la nueva Administración anunció un nuevo plan de rescate, en el que, entre otras medidas, se incluye la creación de varios fondos para la adquisición de activos problemáticos, de forma que estos salgan del balance de las entidades. Estos fondos estarán gestionados por el sector privado, recayendo la mayor parte de su financiación en el sector público, que también asume la mayoría de los riesgos contraídos por el fondo. En un principio, la capacidad de compra de estos fondos ascenderá hasta 500 mm de dólares y se contempla su expansión potencial hasta un billón, si fuera necesario. Una parte de las compras se dedicará a préstamos, y otra, a activos financieros.

Recientemente, la influencia de los gobiernos en las decisiones adoptadas por aquellas entidades a las que se les ha suministrado un volumen de fondos significativo ha ido creciendo en la medida en que se ha introducido una mayor condicionalidad en estos programas, sin que ello implique que la gestión se haya trasladado al ámbito público. En esta línea, en algunos casos las autoridades han sustituido las participaciones preferentes sobre el capital de las entidades que tenían por acciones ordinarias, lo que en principio les confiere un mayor derecho de voto en la gestión de las mismas.

### 1.3 EL INTENSO AJUSTE DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

En 2008 la economía mundial registró un crecimiento del 3,2%, dos puntos menos que en 2007, fundamentalmente debido a la aportación de las economías emergentes

Hasta septiembre, la actividad en los países industrializados se fue debilitando, a través de diversos canales, mientras que en las economías emergentes la desaceleración fue moderada...

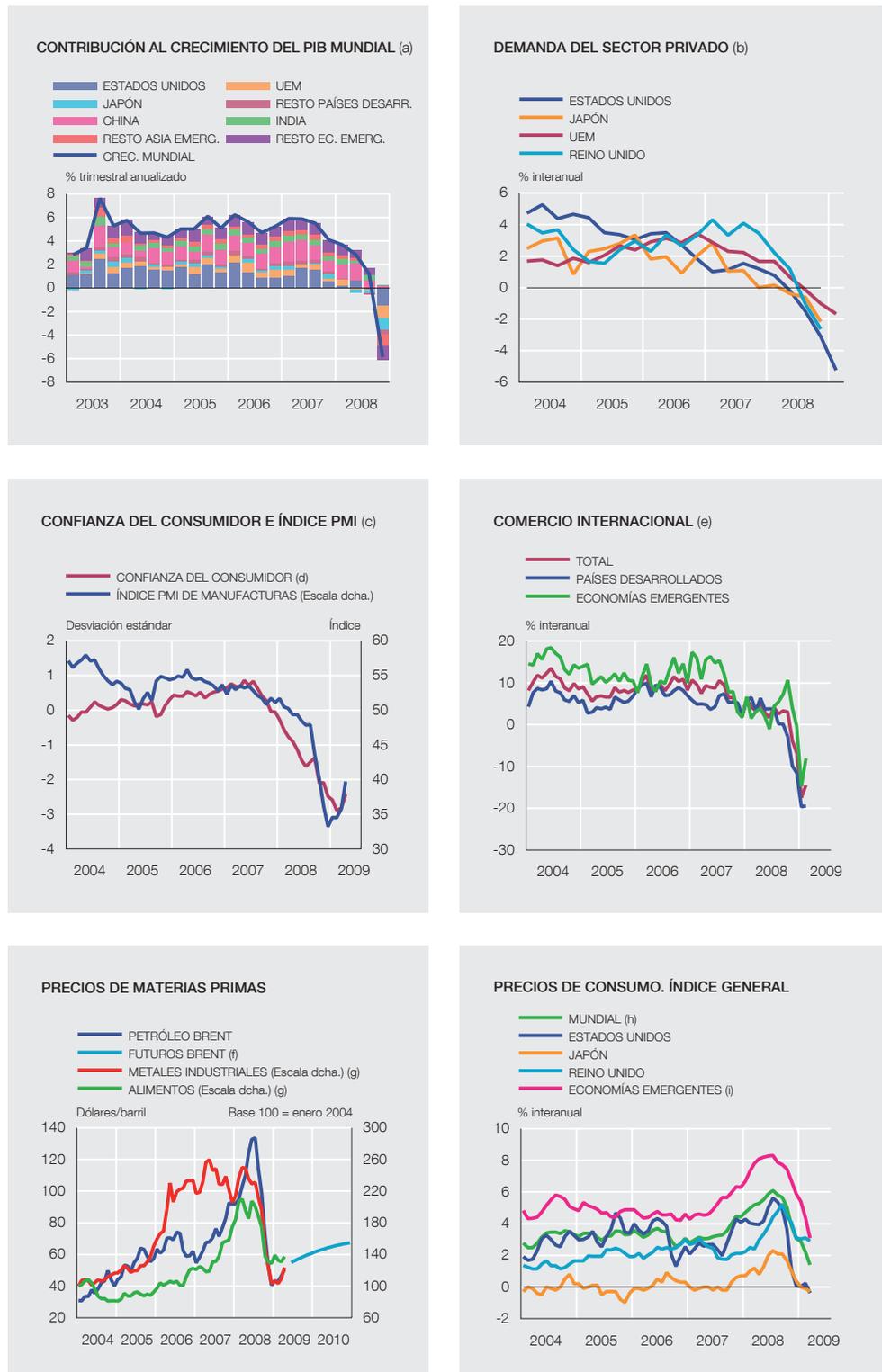
... pero a partir de ese momento, la actividad se contrajo a escala global

El estrés financiero de mediados de septiembre marcó el punto de inflexión entre una desaceleración gradual —aunque intensa, en las economías más desarrolladas— y un desplome muy acentuado y generalizado de la actividad a escala global. En el conjunto de 2008, la economía mundial se desaceleró considerablemente, creciendo 2 puntos porcentuales (pp) menos que en 2007, pero aun así registró un avance positivo del 3,2%. La intensidad del ajuste queda reflejada en el registro de tasas de crecimiento trimestrales negativas en un número creciente de economías avanzadas a lo largo de 2008, que supuso que muchas de ellas se encontraran en recesión al final de año (véase gráfico 3.4). Los países emergentes fueron, un año más, los motores fundamentales del crecimiento, al expandirse un 6,1%, frente a un 8,3% en 2007. En particular, China —con un avance del 9%— contribuyó con 1 pp al crecimiento mundial, mientras que el resto de Asia Emergente aportó seis décimas, y América Latina, cuatro más. En las economías industrializadas, el ritmo de expansión de la actividad fue muy débil en 2008 (un 0,9%, en comparación con el 2,7% en 2007), por lo que solo aportaron cinco décimas al crecimiento del PIB mundial. La economía de Estados Unidos pasó de crecer un 2% en 2007 a un 1,1% en 2008, debido al fuerte ajuste de la inversión residencial y del consumo privado; en el Reino Unido, la contracción de la inversión, especialmente la residencial, fue un factor relevante en la notable desaceleración de la actividad —del 3% al 0,7%—; mientras que la contracción observada en Japón —donde el crecimiento pasó del 2,4% al -0,6%— fue generalizada, debido a la fragilidad estructural que arrastra esta economía desde los años noventa.

En los tres primeros trimestres de 2008, la actividad en las economías industrializadas se fue debilitando, lastrada por el acentuado deterioro financiero y su impacto sobre los determinantes de la demanda del sector privado. En particular, la profundización del ajuste del sector inmobiliario en algunos países favoreció el mantenimiento de una espiral negativa entre la caída de los precios de la vivienda, el deterioro de la calidad del colateral de las instituciones financieras, las restricciones a la financiación y la desaceleración de la actividad económica, aunque el impacto del deterioro financiero sobre el sector real también se fue agudizando en otros ámbitos. Las condiciones efectivas de financiación tendieron a endurecerse a pesar de la relativa estabilidad de los tipos de interés oficiales, e incluso de su reducción en Estados Unidos. La confianza de los consumidores empeoró a medida que se deterioraban las perspectivas económicas, se incrementaba el desempleo y se reducía su riqueza, en un contexto de elevado endeudamiento de los hogares en muchos países. Por su parte, la confianza empresarial también disminuyó a medida que las perspectivas de demanda y los beneficios iban empeorando. Todo ello fue debilitando la demanda del sector privado en las economías industrializadas (véase gráfico 3.4) y provocó un paulatino ajuste de la actividad, que llevó la tasa de crecimiento interanual desde el 2,4%, en el último trimestre de 2007, hasta el 0,6%, en el tercero, y situó a numerosos países en una situación recesiva.

Por el contrario, en las economías emergentes, la relativa fortaleza de la demanda interna, combinada en algunos casos con los elevados precios de las materias primas, ayudó a sostener el ritmo de actividad. No obstante, tampoco estas economías fueron completamente inmunes ni a la caída de la demanda externa ni a las pérdidas de poder adquisitivo de los consumidores derivadas de la creciente inflación, por lo que también se desaceleraron en alguna medida.

La situación de extrema inestabilidad financiera hundió la confianza de los hogares y de las empresas a partir de septiembre. Ello, unido a unas condiciones crediticias aún más restrictivas, a la acentuada caída de la riqueza, por el ajuste más intenso de los mercados bursátiles, y a la destrucción de empleo, indujo un desplome de la demanda del sector privado y una contracción generalizada de la actividad económica, de intensidad y magnitud desconocidas en las últimas décadas. En este contexto, las principales economías industrializadas profundizaron su recesión, registrando tasas interanuales de crecimiento cercanas al -1,7% al final de



FUENTES: Datastream, Goldman Sachs, JP Morgan, PMI Premium, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y Banco de España.

- a. Contribución, en puntos porcentuales, a la variación trimestral anualizada del PIB mundial.
- b. Crecimiento interanual de la demanda del sector privado (consumo + inversión) en términos reales.
- c. Agregado de Estados Unidos, UEM, Japón y Reino Unido.
- d. Variable normalizada: diferencia entre la variable y su media histórica, expresada en desviaciones estándar.
- e. Crecimiento interanual del volumen de las exportaciones.
- f. Futuros del Brent de la semana del 1 al 7 de mayo de 2009.
- g. Índices de Goldman Sachs.
- h. Agregado calculado a partir de datos de 47 países, que representan el 86% del PIB mundial.
- i. Agregado de 21 países emergentes de América Latina (5), Europa Central y del Este (8), Asia Emergente (7) y Sudáfrica.

2008. Por otra parte, los canales de transmisión de la crisis hacia las economías emergentes se activaron bruscamente por la caída de la demanda mundial, que contribuyó a una severa retracción del comercio, y por la fuerte reducción de los flujos de capitales, ante el recrudecimiento de las tensiones financieras, que se unieron a la abrupta reducción del precio de las materias primas iniciado en el verano, afectando de modo más intenso a aquellas economías con mayores necesidades de financiación exterior y más dependientes de la demanda externa. De este modo, en el cuarto trimestre de 2008 el PIB mundial se contrajo un 1,5% respecto al trimestre anterior y solo un número muy reducido de países —China entre ellos— mantuvo tasas de crecimiento positivas en ese período. En el primer trimestre de 2009, de acuerdo con los datos conocidos a fecha de cierre de este Informe, se habría producido una nueva caída intertrimestral, también generalizada, de magnitud similar.

El comercio internacional se vio especialmente afectado por la retracción de la demanda y el bloqueo de la financiación

Como se ha mencionado, el desplome de la demanda y la crisis financiera afectaron particularmente al comercio internacional (véase gráfico 3.4). La caída del volumen de comercio entre octubre y febrero fue muy aguda, de alrededor del 15% para las economías desarrolladas y del 19% para las emergentes. Como se analiza en el recuadro 3.2, a la contracción del comercio —más intensa de lo que se explicaría habitualmente por el descenso de la actividad global— podrían haber contribuido, en alguna medida, la escasez y el encarecimiento del crédito al comercio, especialmente en las economías emergentes, provocados por las dificultades de financiación en los mercados mayoristas. En el conjunto de 2008, el volumen de comercio mundial se desaceleró hasta el 3,3%, casi 4 pp menos que en 2007, y en febrero de 2009 registró una contracción interanual del 15%. De este modo, se perfila en 2009 una caída del comercio mundial, que sería la primera desde 1982.

Los precios de las materias primas reflejaron la evolución de la demanda y las perspectivas de crecimiento mundial...

La evolución de la inflación ha estado dominada por el auge y la posterior caída de los precios de las materias primas y por el deterioro de las condiciones globales de demanda. De hecho, la evolución de los mercados de materias primas reflejó en buena medida el cambio en las perspectivas de demanda, aunque perturbaciones de oferta y la evolución del tipo de cambio del dólar también desempeñaron un papel relevante. En la primera mitad de 2008, los precios siguieron ascendiendo, principalmente por el mantenimiento de unas perspectivas de demanda elevadas por parte de las economías emergentes y por algunos condicionamientos de oferta. En particular, el precio del petróleo tipo Brent se incrementó un 54%, en dólares, entre enero y julio —en euros, el incremento fue menor, de un 44%—, situándose por encima de los 145 dólares por barril, su máximo histórico (en términos nominales y reales). Los precios de los metales y de los alimentos se llegaron a incrementar un 19% y un 34%, respectivamente, en el mismo período. Sin embargo, en el mes de julio los precios de los productos primarios iniciaron una senda de rápido descenso, coincidiendo con un deterioro general en las expectativas de crecimiento mundial, que se exacerbó con la crisis financiera, a partir de septiembre. Así, pese a los sucesivos recortes de producción, el petróleo redujo su precio en un 66% en dólares, hasta cotizar en el entorno de 50 dólares por barril a finales de abril de 2009. La apreciación del dólar frente al euro frenó la caída en euros, que fue del 58% en ese período. Los precios de las materias primas metálicas también descendieron notablemente (38% entre julio de 2008 y abril de 2009, en dólares), así como los precios de los alimentos y de las materias primas agrícolas, reflejo no solo de los factores de demanda, sino también de las buenas cosechas. Por último, los metales preciosos, como el oro, vieron aumentar su precio desde septiembre, dado su carácter de activo refugio. En cualquier caso, desde principios del segundo trimestre se ha observado una recuperación de los precios de las principales materias primas.

... y determinaron en gran medida las amplias oscilaciones en las tasas de inflación

En este contexto, desde el inicio de 2008 la inflación mundial ha oscilado entre las tasas máximas de la última década, alcanzadas en el verano, y las más bajas desde marzo de 2004 (2,5%), alcanzadas en febrero de 2009 (véase gráfico 3.4). En la primera parte del año, las presiones infla-

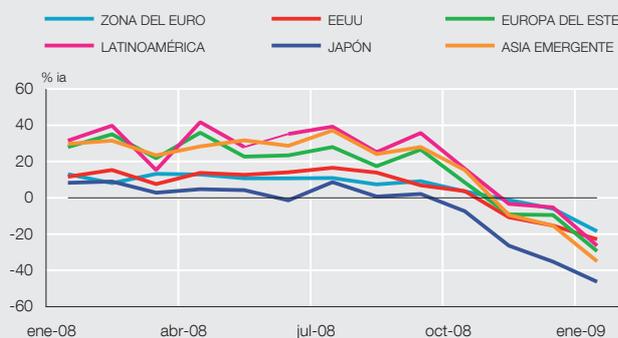
El comercio internacional ha experimentado una severa corrección a partir del último trimestre de 2008, con caídas del volumen comercial de alrededor del 6% mensual en noviembre, diciembre y enero (véase gráfico 3.4). Estas caídas, aunque generalizadas, han sido más intensas en Asia (véanse gráficos 1 y 2), donde son comparables a las ocurridas durante la crisis de 1998. De esta forma, el crecimiento del volumen de comercio mundial en 2008 (3,3%) ha sido sensiblemente inferior al del promedio de los últimos 20 años (7%) y los principales organismos internacionales esperan una contracción en el entorno del 10% para 2009, que sería la primera desde 1982 y mucho más acusada que entonces.

Gran parte del desplome del comercio internacional puede explicarse directamente por la fuerte caída de la actividad económica global a partir del cuarto trimestre de 2008 (estimada en el 5,9% trimestral anualizada). Sin embargo, aunque el comercio tiende a ser más volátil que la actividad, el gráfico 3 muestra que la caída del volumen de comercio en el último trimestre de 2008 ha sido significativamente mayor que lo que se esperaría a partir de la relación histórica entre este y el crecimiento del PIB mundial. El elevado grado de deslocalización y la segmentación de los procesos de producción entre países, fruto del proceso de integración de las cadenas de producción globales que se ha desarrollado a lo largo de las últimas décadas,

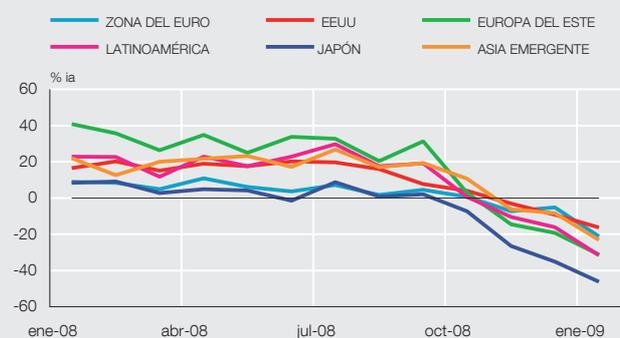
puede explicar una mayor respuesta del comercio a las caídas en la demanda que en el pasado. Además, el hecho de que el frenazo de la demanda haya estado sesgado hacia los bienes duraderos, sobre todo automóviles, cuyas cadenas de producción tienden a estar más fragmentadas internacionalmente, es otro elemento que se ha de tener en cuenta al explicar la caída extraordinaria del comercio en relación con la actividad; no obstante, aun teniendo presentes estas consideraciones, la caída del comercio sigue apareciendo desproporcionada.

Un factor adicional que podría haber contribuido a la brusca contracción de los flujos de comercio en el último trimestre de 2008 es el bloqueo de la financiación al comercio (*trade finance*), derivada de los problemas en los mercados financieros, que se agravaron drásticamente a partir de ese momento. La financiación al comercio apoya —a través de financiación directa o indirecta, seguros o garantías— entre el 80% y el 90% de los aproximadamente 14 billones de dólares en bienes que se exportan cada año y ha sido reconocida como un factor fundamental en la expansión del comercio en las últimas décadas, en particular para los países emergentes, que cuentan con más restricciones de financiación. Las formas más comunes de financiar el comercio son el crédito documental (especialmente, cartas de crédito), el crédito comercial y, cada vez más, los préstamos sindicados (sobre todo, para materias primas) y la financiación estructurada, a

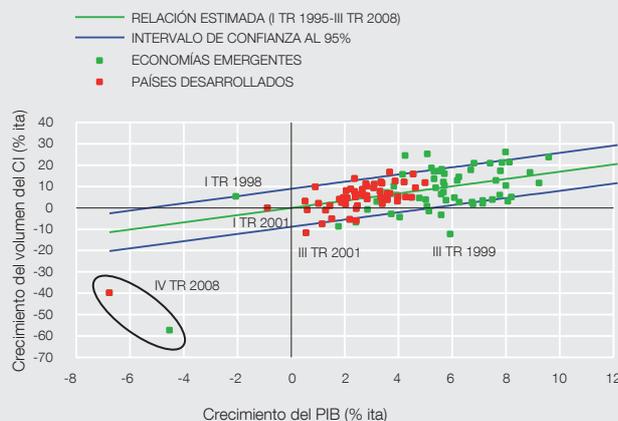
1 IMPORTACIONES



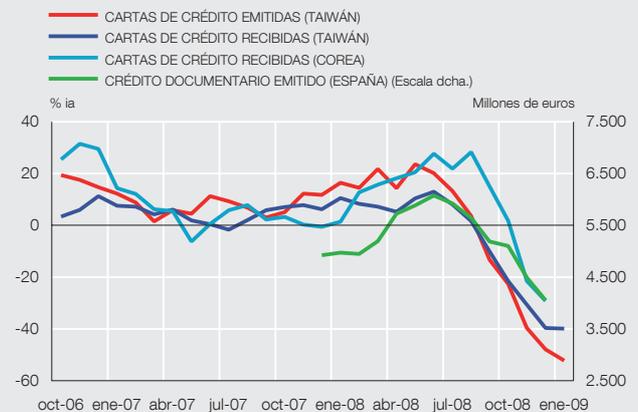
2 EXPORTACIONES



3 CRECIMIENTO GLOBAL Y VOLUMEN DE COMERCIO INTERNACIONAL (I TR 1995-IV TR 2008)



4 CARTAS DE CRÉDITO Y CRÉDITO DOCUMENTARIO EN COREA, TAIWÁN Y ESPAÑA



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

través de titulaciones (*forfaiting* y *forwarding*). Además de proveer financiación para la importación y la exportación, estos productos permiten la cobertura de riesgos —comerciales, de tipo de cambio o político-institucionales— o la provisión de capital circulante.

La financiación al comercio se caracteriza por estar sesgada hacia el corto plazo y exigir importantes requerimientos de colateral y documentación, y lleva aparejada, normalmente, un bajo riesgo. Probablemente por ello, este mercado sorteó relativamente bien las turbulencias financieras de finales de 2007 y la primera mitad de 2008, aunque la Organización Mundial del Comercio alertó en ese período de un cierto incremento en los costes y de restricciones de liquidez para algunos países. Sin embargo, existe cierta evidencia de que el recrudescimiento de la crisis financiera a partir de septiembre de 2008 ha afectado particularmente a este mercado, que continúa en serias dificultades. En primer lugar, desde septiembre se ha incrementado notablemente la dificultad para obtener cartas de crédito —especialmente, en Asia—, y las pocas empresas que las conseguían veían cómo estas cartas de crédito eran rechazadas por desconfianza en los bancos emisores: el gráfico 4 muestra el fuerte desplome desde octubre en la emisión de cartas de crédito en Taiwán (para importación y exportación) y Corea (solamente exportación), así como la caída del crédito documentario en España. Por último, la financiación no intermediada —el crédito directo entre empresas— es probable que también se haya visto severamente afectado, a juzgar por la evolución reciente del crédito comercial en la mayoría de países.

Si bien esta evidencia fragmentaria apunta a una caída de la financiación al comercio a partir del cuarto trimestre de 2008, no permite distinguir cuánto se debe a una menor oferta de financiación y cuánto a una menor demanda de crédito por parte del sector. Encuestas realizadas recientemente entre los principales financiadores bancarios<sup>1</sup> han constatado la existencia de restricciones de oferta en la financiación al comercio. Las restricciones habrían sido más intensas en las economías emergentes —especialmente en Asia, lo que sería coherente con la fuerte contracción de sus flujos comerciales en

1. La primera encuesta fue realizada por el Fondo Monetario Internacional conjuntamente con la *Bankers Associations for Finance and Trade* (BAFT). Posteriormente, la encuesta realizada por la *International Chamber of Commerce* refuerza la idea de que existen problemas de financiación al comercio, por el lado de la oferta.

relación con otras áreas—, mientras que no se habrían observado aún en los países desarrollados. También pusieron de manifiesto el fuerte incremento del coste de este tipo de financiación —pasando de entre 10 y 20 pb por encima del LIBOR, de media, hasta entre 250 y 300 pb—. Además, los bancos encuestados esperaban que estas tendencias se prolongaran a lo largo de 2009.

La falta de crédito al comercio responde a motivos análogos a los de otros mercados de financiación, pero presenta unas características propias que podrían dificultar más su reactivación. En primer lugar, en la dinámica actual de desapalancamiento, los proveedores de crédito han tendido a retirar recursos de estos mercados, que incluyen mayoritariamente financiación a corto plazo, puesto que otros segmentos de financiación de más largo plazo tienen esos recursos comprometidos. Segundo, el sector de financiación al comercio se encuentra muy concentrado y muchas de las instituciones que operaban en él han estado entre las principales afectadas por la crisis financiera, de forma que se han retraído de este segmento del mercado o incluso han desaparecido. Tercero, los planes de ayuda al sector financiero se han centrado en el mantenimiento del flujo de crédito interno, lo que podría dejar la financiación al comercio en situación de relativa desventaja.

En definitiva, aunque hasta el momento no hay evidencia robusta de cuál ha podido ser la contribución del bloqueo de la financiación a la caída del comercio internacional, si esta no se recuperara, podría tener implicaciones negativas para la reactivación de la economía mundial, tanto a corto como a largo plazo. En el corto plazo, la falta de financiación al comercio podría dificultar el restablecimiento del pleno funcionamiento de las cadenas de producción globales y de los flujos comerciales. Debe tenerse en cuenta que muchos de estos procesos productivos tienen sus primeras etapas en Asia, donde la falta de financiación al comercio parece haber sido más acusada. En el medio plazo, si las restricciones se prolongaran, las cadenas de producción internacional tenderían a reubicarse hacia el terreno nacional o hacia países que, sin ser los más eficientes en la producción, tengan una ventaja comparativa en el acceso a la financiación. Esto supondría una importante pérdida de eficiencia en la utilización de los recursos a nivel global y un paso atrás en la globalización. El reciente acuerdo del G 20 de dotar recursos por 250 mm de dólares para reactivar la financiación del comercio es un reconocimiento de la relevancia de estas consideraciones en la salida de la crisis (véase recuadro 3.3).

cionistas aumentaron considerablemente, en consonancia con el incremento de los precios del petróleo y de los alimentos, aunque en las economías industrializadas apenas se trasladaron a la inflación subyacente. En julio, la tasa de inflación mundial fue del 6,1% interanual, 1,4 pp más que al comienzo del año. En las economías emergentes, las presiones inflacionistas fueron aún mayores (la tasa interanual alcanzó el 8,3% en julio) —por el mayor peso de los alimentos en la cesta de consumo, la mayor contribución relativa de las materias primas al valor final de los productos y, en algunos países, por las presiones de la demanda interna— y se trasladaron parcialmente a la inflación subyacente, lo que propició que las políticas monetarias adoptaran un tono más restrictivo, a diferencia de lo que ocurría en la mayoría de países desarrollados.

En la segunda parte del año, la corrección del precio de las materias primas y la caída de la demanda contribuyeron a la rápida convergencia de la inflación hacia tasas muy reducidas y, en el caso de algunas economías desarrolladas, por debajo de sus objetivos de política monetaria. El ejercicio se cerró con una tasa de inflación promedio mundial del 3,1%, sustancialmente menor que la del año anterior, situándose cerca de cero en Estados Unidos y en Japón. Esta tendencia se ha prolongado al inicio de 2009, acentuada por el efecto base de la subida de las materias primas al comienzo de 2008, de forma que la inflación se ha llegado a situar en territorio negativo en algunas economías desarrolladas. Cabe subrayar, en cualquier caso, que las expectativas de inflación de largo plazo se han mantenido bien ancladas en las principales economías industrializadas a lo largo del año.

Los desequilibrios globales se redujeron levemente en la segunda mitad de 2008 y el proceso de acumulación de activos exteriores de las economías emergentes se ralentizó

Los desequilibrios globales, medidos en términos de los saldos exteriores, siguen siendo sustanciales, si bien se vislumbró una corrección a partir del segundo semestre de 2008. La suma de los superávits por cuenta corriente globales alcanzó los 1,3 billones de dólares en 2008, manteniéndose en el 2,1% del PIB mundial (véase gráfico 3.5). Desde el verano de 2008, la mayor debilidad de la demanda interna en Estados Unidos, junto con la reducción de la factura energética, fueron los factores que incidieron en la disminución de su déficit comercial y por cuenta corriente, al tiempo que los superávits de algunas regiones —América Latina, Asia Emergente (excluyendo China) y los países exportadores de petróleo— se redujeron, como consecuencia de la desaceleración del comercio mundial y de la caída del precio de las materias primas. La excepción más llamativa es China, donde el superávit por cuenta corriente continuó aumentando, aunque a un ritmo menor que en los años pasados.

Asimismo, el ajuste de los tipos de cambio efectivos reales entre enero de 2008 y marzo de 2009 no ha sido, en muchos casos, coherente con la corrección de los desequilibrios globales (véase gráfico 3.3). Así, aunque con notables oscilaciones en el período considerado, el dólar estadounidense se apreció y las monedas de las economías emergentes tendieron a depreciarse, con la excepción del renminbi chino. Por último, el intenso proceso de acumulación de reservas y activos en fondos soberanos por parte de algunas economías emergentes se frenó a lo largo de 2008, debido a la brusca caída del precio del petróleo en la segunda parte del año y al uso de parte de las reservas internacionales para sostener los tipos de cambio o reducir su volatilidad en el último trimestre.

#### 1.4 LA RESPUESTA DE POLÍTICA ECONÓMICA

La respuesta de política económica ha sido cada vez más amplia y contundente, al hilo del deterioro de las condiciones económicas

Las acciones de política económica han sido cada vez más contundentes en su cuantía e instrumentación y más amplias en su cobertura geográfica, produciéndose un salto, cualitativo y cuantitativo, a partir de septiembre de 2008. En un principio, tras el inicio de las turbulencias en 2007, la provisión de liquidez a los bancos para paliar su escasez en los mercados interbancarios, las reducciones de los tipos de interés en algún caso y los rescates financieros esporádicos marcaron el tono de la respuesta de las autoridades en las economías desarrolladas. Pero, a partir del cuarto trimestre de 2008, la respuesta de política económica pasó a ser extraordinariamente intensa en los distintos ámbitos de actuación —financiero, monetario y fiscal—, complementándose y reforzándose entre sí, e implicando a un número mucho mayor de países. Estas actuaciones se orientaron a estabilizar los mercados financieros y a frenar el desplome de la demanda agregada con el objetivo de restaurar la confianza de los agentes privados y quebrar la interacción entre los problemas del sector financiero y los del sector real.

La evolución de los tipos de interés oficiales estuvo condicionada por el comportamiento de la inflación...

En lo que se refiere a las políticas monetarias, la evolución de los tipos de interés oficiales desde inicios de 2008 estuvo condicionada por la evolución de los precios. Durante la primera mitad del año, el aumento generalizado de la inflación planteó una situación compleja para la mayoría de autoridades monetarias de las economías desarrolladas, enfrentadas a crecientes presiones inflacionistas, por un lado, y a riesgos de desaceleración económica y de ines-

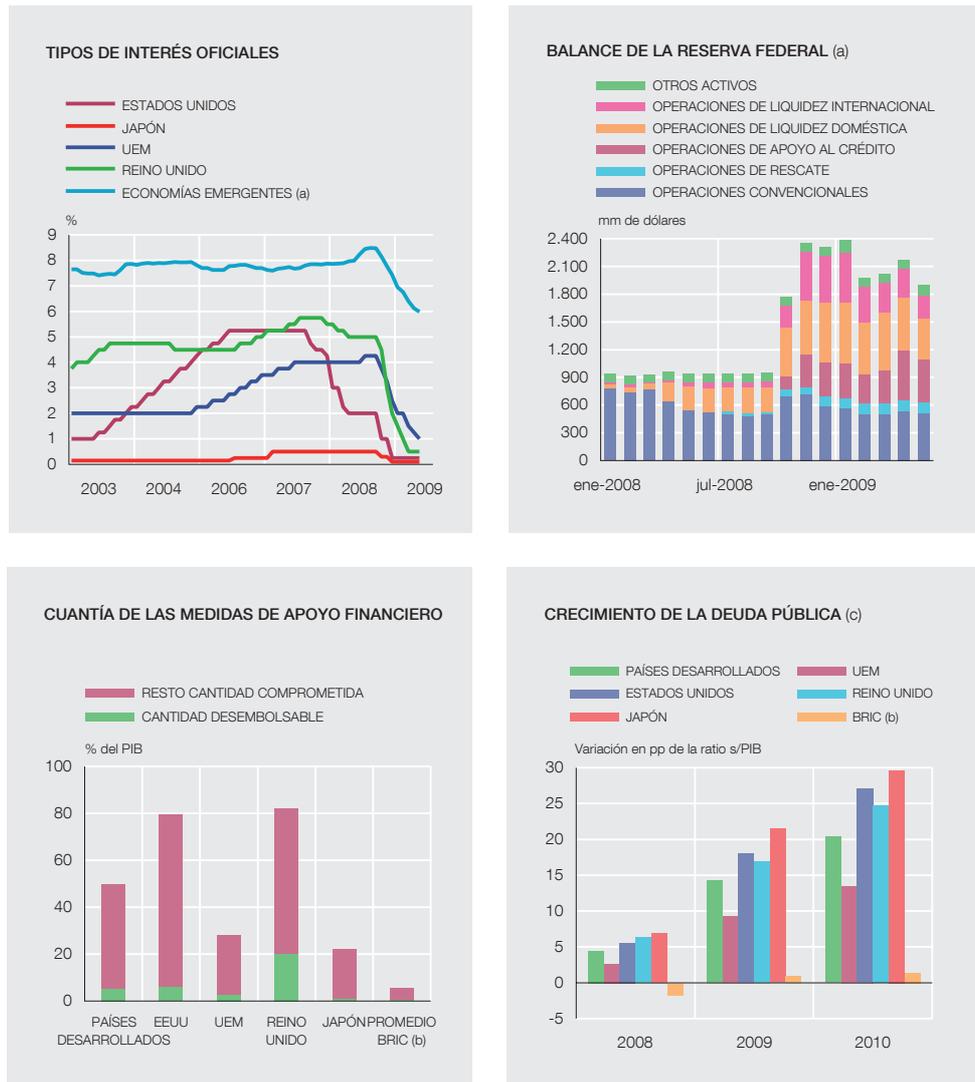


FUENTES: Datastream y Fondo Monetario Internacional (WEO).

- a. Países de la OPEP más Rusia y Noruega.
- b. Agregados de países según la definición del Fondo Monetario Internacional (WEO).
- c. Datos en porcentaje del PIB. (+) superávit, (-) déficit.
- d. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- e. India, Singapur, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas.

tabilidad financiera, por otro. En estas circunstancias, la respuesta inicial fue heterogénea. En Estados Unidos, la reducción de los tipos oficiales fue rápida y sustancial desde finales de 2007, salvo una pausa en los meses centrales del año pasado, en un contexto de fuerte inestabilidad en los mercados financieros. En contraposición, los movimientos de tipos en otras economías industrializadas fueron de menor intensidad y, en algunos casos, en diferente sentido. Por su parte, en las economías emergentes se produjo un endurecimiento generalizado del tono de las políticas monetarias.

El rápido descenso de los precios de las materias primas desde el mes de julio y la intensificación de la crisis financiera en septiembre modificaron radicalmente el contexto de decisión de las autoridades monetarias, otorgando un mayor peso a los riesgos sobre la estabilidad financiera, en medio de signos claros de desaceleración económica, incluso



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

- a. Operaciones convencionales: incluye bonos del Tesoro, crédito primario y *repos*. Operaciones de rescate: apoyo a Bear Stearns y AIG. Operaciones de apoyo al crédito: compra de deuda de las agencias hipotecarias, activos de titulación hipotecaria emitidos por esas agencias, TALF y facilidades de apoyo al mercado monetario (AMLF) y al mercado de papel comercial (CPFF). Operaciones de liquidez doméstica: incluye el TAF, TSLF, PDCF. Operaciones de liquidez internacional: *swaps* de divisas con otros bancos centrales.
- b. Agregado de Brasil, Rusia, India y China.
- c. Incremento esperado de la deuda en cada año respecto a 2007.

de recesión. Se produjeron fuertes reducciones de los tipos de interés oficiales, dentro de una secuencia de acciones que incluyó un recorte coordinado y sin precedentes de 50 puntos básicos (pb) por parte de los bancos centrales más importantes — con excepción del Banco de Japón — en octubre (véase gráfico 3.6). A esta tendencia se incorporó, con distinto ritmo e intensidad, la mayoría de las economías emergentes, aunque, en un principio, en algunas de ellas la relajación monetaria estuvo limitada por los riesgos de acentuar la depreciación de los tipos de cambio e incrementar las salidas de capitales. A pesar de ello, los recortes de los tipos de interés oficiales tuvieron un efecto limitado sobre las condiciones de financiación. Por un lado, la caída generalizada de la inflación tendía a contrarrestar su impacto sobre los tipos de interés reales, que a pesar de ello se mantuvieron sustancialmente por debajo de los niveles previos al inicio de las turbulen-

cias, en 2007. Por otro lado, la transmisión de los menores tipos de interés oficiales chocó con el mantenimiento de unas condiciones muy restrictivas de concesión de crédito a hogares y empresas.

... y su fuerte reducción los ha situado cerca de cero en la mayoría de economías industrializadas, dando paso al uso de instrumentos no convencionales y a la expansión del balance de los bancos centrales

La drástica reducción de los tipos de interés oficiales los situó muy cerca de cero en la mayor parte de las economías industrializadas, por lo que las autoridades monetarias han debido recurrir a otro tipo de medidas, no convencionales, para tratar de conseguir que la relajación del tono de la política monetaria se trasladara a las condiciones de financiación efectivas de los agentes. Así, además de mantener una provisión prácticamente ilimitada de liquidez a las instituciones financieras, los principales bancos centrales del entorno exterior del área del euro empezaron a intervenir directamente para apoyar a los mercados de crédito mediante la compra de activos privados o el otorgamiento de crédito y garantías a intermediarios en determinados mercados. Asimismo, iniciaron la compra de bonos públicos para presionar a la baja los tipos de interés a largo plazo. Estas acciones hicieron que el tamaño de los balances de los bancos centrales, que se había mantenido estable hasta septiembre —aunque su composición de activos hubiera variado—, se expandiera significativamente (véase gráfico 3.6). En el caso de Estados Unidos, otro tipo de actuaciones, relacionadas directamente con el apoyo a algunas instituciones financieras, implicaron también un aumento del balance de la Reserva Federal. De este modo, en la primera parte de 2009 los balances de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra se habían más que duplicado respecto a septiembre, aunque en los últimos meses se ha observado una moderada reducción; en todo caso, las medidas aprobadas en marzo podrían duplicarlos adicionalmente. Este conjunto de medidas subrayan el papel clave de los bancos centrales en el apoyo al sector financiero y la dilución de los límites entre política monetaria y financiera. Como resultado de las acciones de apoyo directo a determinados segmentos de los mercados crediticios, los diferenciales de rentabilidad de esos activos han experimentado cierta corrección respecto a los niveles alcanzados al inicio del cuarto trimestre de 2008.

Las políticas de apoyo al sector financiero han abarcado diferentes tipos de actuaciones, incluyendo garantías, inyecciones de capital y compras de activos

Durante la primera parte de 2008, las políticas de apoyo al sector financiero mostraron una continuidad con las desarrolladas desde el inicio de las turbulencias, a mediados del año anterior. Por un lado, como se ha señalado, los bancos centrales mantuvieron su apoyo a la liquidez del sistema, en un contexto de notable desconfianza entre las entidades financieras, para mitigar el bloqueo de los flujos de financiación. Por otro lado, algunas entidades con problemas fueron rescatadas mediante la intervención pública (Northern Rock, en Reino Unido) o mediante el apoyo a operaciones con el sector privado (Bear Stearns o Countrywide, en Estados Unidos).

Tras el desencadenamiento de la crisis financiera de septiembre, la respuesta de las autoridades se hizo más amplia, contundente y coordinada, abarcando diversos tipos de actuaciones; entre ellas, la extensión de garantías públicas a los depósitos bancarios, las inyecciones de capital público y la compra o aseguramiento de activos, asumiendo en los dos últimos casos que el sector público soportaría la mayor parte de las pérdidas que pudieran materializarse (véase recuadro 3.1). Además, las dificultades del sector financiero para cumplir satisfactoriamente, en esas circunstancias, con su función de intermediación financiera propiciaron que las autoridades instrumentaran también medidas de estímulo directo del crédito a ciertos sectores estratégicos, como el del automóvil o las pequeñas y medianas empresas. Dos elementos que cabe destacar de la respuesta a la crisis son, en primer lugar, la elevada cuantía de los fondos implicados en los programas de apoyo financiero y, en segundo lugar, la aparición de ciertos mecanismos de coordinación de la respuesta de las distintas autoridades nacionales, ante la naturaleza global de los problemas enfrentados. En este sentido, es destacable la emergencia del G 20 como foro de discusión y coordinación de la respuesta a la crisis, no solo a nivel financiero, sino también de política económica en general (véase recuadro 3.3).

La crisis internacional está teniendo profundas consecuencias para el sistema económico y financiero global, que han dado lugar a una revisión de los tres grandes pilares de la arquitectura financiera internacional: el esquema de coordinación de las decisiones de política económica, dando un papel central al G 20; los aspectos supranacionales del marco de regulación y supervisión financieras; y las instituciones financieras internacionales. En este recuadro se analizan los principales elementos de esta revisión y el papel de España en este proceso.

Un primer elemento del proceso de reforma es el papel central que ha asumido el G 20. El carácter global de la crisis y la magnitud y rapidez de su transmisión entre países han puesto de manifiesto las limitaciones del G 7 como foro de decisión y la necesidad de una mayor concertación internacional, que incluya no solo a las economías avanzadas, sino también a los países emergentes en la toma de decisiones. El nuevo papel de liderazgo del G 20 se hizo explícito con la primera cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno de los países integrantes de este grupo, el 15 de noviembre de 2008, y se reafirmó con la segunda, celebrada el pasado 2 de abril de 2009 —que fueron precedidas por encuentros a nivel de Ministros y Gobernadores—. En estas reuniones se ha abordado directamente la coordinación de las políticas macroeconómicas y financieras, orientadas a facilitar la salida de la crisis, con un énfasis especial en la implementación de un esfuerzo fiscal coordinado y la puesta en práctica de programas de apoyo al sector financiero, que faciliten la normalización de los mercados y permitan restituir los flujos de financiación.

Asimismo, en las cumbres de Jefes de Estado y en las reuniones de Ministros se han marcado las directrices de las reformas que se han de implementar en el ámbito de la regulación financiera y del sistema financiero internacional, mediante el establecimiento de programas de trabajo detallados. En apoyo a estos trabajos, se crearon cuatro grupos de trabajo en el seno del G 20: sobre regulación, cooperación internacional e integridad de mercados financieros, Fondo Monetario Internacional (FMI) y bancos de desarrollo. Cada uno de ellos ha estado copresidido por representantes de un país emergente y de uno desarrollado, y en ellos han participado las instituciones financieras internacionales. Cada grupo ha avanzado en el diseño de las reformas y las respuestas a la crisis global y ha llevado la discusión técnica directamente al G 20, en paralelo con los órganos ejecutivos de las instituciones financieras internacionales.

España no es miembro del G 20, pero ha sido invitada a participar en las cumbres de Jefes de Estado y de Gobierno, en reconocimiento del peso de su economía y de su sistema financiero, que la sitúan entre las diez primeras economías del mundo. Además de participar en las cumbres, España ha tenido una contribución destacada en distintos foros europeos e internacionales, en los que se ha trabajado en la convergencia hacia posiciones comunes para el proceso de reforma. En este sentido, además de los Consejos Europeos y de las reuniones del ECOFIN, cabe destacar la participación española en la reunión de líderes europeos de Berlín, el 22 de febrero, y en la reunión de ministros iberoamericanos de Oporto, el pasado 2 de marzo, así como —a nivel más técnico— el trabajo realizado desde las presidencias del Comité de Relaciones Internacionales del Banco Central

Europeo y del Grupo de Trabajo sobre prociclicidad del Comité Económico y Financiero.

En relación con los cambios en el marco de regulación y supervisión financieras, se considera necesario que incorporen la mayor interrelación entre los distintos sistemas económicos y financieros nacionales. El G 20 está impulsando múltiples reformas en este campo, que van en esta dirección y en la de reforzar los esquemas de coordinación internacional. Con carácter general, estas reformas se enfrentan al reto de alcanzar un adecuado equilibrio entre, por un lado, evitar caer en un exceso de regulación —dificultad paralela a la determinación de los límites del impulso fiscal o de la intervención del sector público en el sistema financiero— y, por otro, lograr la implementación efectiva de las medidas que se propongan, lo que exige un alto grado de coordinación internacional para estandarizar principios rectores y normas básicas, y garantizar el seguimiento y control de las medidas adoptadas.

En este sentido, un pilar de la reforma es la creación del Consejo de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board*, FSB), sucesor del FSF (*Financial Stability Forum*). El FSB, que nace ampliado para incluir a los países del G 20 que no eran miembros del FSF<sup>1</sup>, a España y a la Comisión Europea, se configura como el foro de referencia en la regulación financiera internacional, hasta el punto de haber sido calificado por algunas voces autorizadas como la cuarta institución del sistema financiero internacional, junto con las creadas en la conferencia de Bretton Woods: el FMI, el Banco Mundial y la OMC. Su creación permite alinear la realidad de un sistema financiero global y altamente interconectado con un marco regulatorio concertado e inclusivo, actualizando estructuras obsoletas que excluían a las economías emergentes. De nuevo, la pertenencia de España al FSB supone el reconocimiento de su peso en el sistema financiero internacional.

Los ámbitos de revisión de la regulación y supervisión financieras incluyen: (i) la mejora de la transparencia de los mercados y la ampliación del marco de regulación y supervisión a todas las instituciones y mercados relevantes para la estabilidad del sistema financiero (entendido en un sentido amplio, se inscriben en este ámbito las distintas iniciativas para reforzar o incluir en el marco regulatorio a paraísos fiscales, agencias de calificación de riesgos y *hedge funds*, o la exigencia de transparencia en la exposición a productos fuera de balance); (ii) la reducción de la prociclicidad del sistema financiero y de la normativa de solvencia, de forma que los requerimientos de capital y estándares contables contribuyan a salvaguardar la solvencia del sistema, en lugar de amplificar los efectos de las crisis (en esta área se ha prestado especial atención al esquema de provisiones dinámicas aplicado por el Banco de España); (iii) la introducción de un enfoque macroprudencial en la supervisión, de forma que, más allá de la posición financiera y contable de la entidad, se tenga en cuenta el riesgo sistémico que pueda producir; (iv) el reforzamiento de la coordinación internacional de la

1. Argentina, Brasil, China, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Arabia Saudita, África del Sur y Turquía.

supervisión y la vigilancia del sistema financiero, incluyendo la activación de colegios de supervisores para los grupos bancarios transnacionales y la creación de un sistema de alerta temprana de riesgos financieros (*early warning exercise*) elaborado conjuntamente por el FMI y el FSB, y (v) la adopción de principios para los esquemas de remuneración de los directivos de las instituciones financieras, de forma que se adapten mejor al horizonte temporal de los riesgos asumidos.

Respecto a la reforma de las instituciones financieras internacionales (IFI), el G 20 ha impulsado una significativa ampliación de sus recursos, de hasta 1,1 billones de dólares (500 mm de dólares adicionales para el FMI, como se detalla más abajo, además de una emisión de 250 mm de DEG por parte de esa institución, 100 mm en préstamos adicionales de los bancos de desarrollo y 250 mm para apoyar la financiación al comercio internacional), y una adaptación de sus políticas, para que puedan afrontar con mayores garantías los nuevos retos que la crisis impone. La rápida respuesta que se está produciendo en las IFI parte del reconocimiento de la necesidad de un enfoque multilateral para hacer frente a una crisis que es global y de la necesidad de dar apoyo financiero a las economías emergentes y en desarrollo, que se están viendo muy afectadas por una crisis originada en las economías avanzadas. En este sentido, otro elemento común a la reforma de las instituciones son las propuestas para adaptar su gobernabilidad, con el objetivo de que reflejen mejor la importancia económica de los países y aumente el peso de las economías emergentes y en desarrollo (cambiando una representación determinada por la inercia histórica).

En el caso del FMI, destacan tres grandes reformas: la ampliación de sus recursos, la revisión de sus políticas de préstamo y la mejora de su política de vigilancia (*surveillance*).

La comunidad internacional ha decidido triplicar los recursos para préstamos del FMI, aportando de forma inmediata 250 mm de dóla-

res (mediante contribuciones bilaterales), y a corto plazo hasta 250 mm adicionales, a través de la ampliación del NAB (*New Arrangements to Borrow*). Se mantiene, además, abierta la opción de que el FMI se endeude en el mercado. Entre las contribuciones bilaterales, Japón dio el primer paso con una contribución de 100 mm de dólares, formalizada en febrero de 2009; la Unión Europea le ha seguido, tras aprobar en el Consejo Europeo del 19 y 20 de marzo aportaciones voluntarias de los Estados miembros, hasta alcanzar una contribución conjunta de 75 mm de euros (la contribución española alcanzaría los 4,1 mm de euros).

En cuanto a las políticas de préstamo, el FMI —adaptando el marco de utilización de sus recursos— está ampliando los límites de acceso y revisando la condicionalidad de sus programas, aspecto este último en el que se refuerza el principio de titularidad nacional (*ownership*) y se acotan a un número reducido los criterios de ejecución, centrándolos en aquellos que sean críticos para la resolución de la crisis. Por otro lado, se ha aprobado una nueva facilidad financiera, la FCL (*Flexible Credit Line*), de carácter preventivo, que permite un acceso rápido a un gran volumen de recursos, con un esquema de condicionalidad ex-ante, de forma que el país puede acceder a los recursos del FMI de acuerdo con una precalificación, basada en la aplicación de políticas económicas sanas y en la existencia de buenos fundamentos.

Por último, en la política de vigilancia, el FMI ha avanzado en la integración de la supervisión financiera en los artículos IV de los países, en la potenciación del análisis de los vínculos entre el sector real y financiero, y en la detección temprana de riesgos, a través de la activación de un nuevo ejercicio de alerta temprana realizado en coordinación con el FSB. También se plantea que la realización de los Programas de Evaluación del Sector Financiero (FSAP) sea más regular, con el compromiso de que se lleven a cabo, al menos, en todos los países del G 20, que también los utilizarán para revisiones inter pares en el seno del FSB.

La política fiscal ha sido, en general, la última herramienta en ser utilizada y en cuantías diferentes por países

Con la notable excepción de Estados Unidos, hasta el último trimestre de 2008 no se instrumentaron medidas discrecionales de estímulo fiscal como respuesta al agravamiento de la situación económica y financiera. No obstante, la desaceleración económica —con la consiguiente activación de los estabilizadores automáticos— y las dificultades del sector financiero acompañadas por los ajustes del sector inmobiliario en algunos países —que propiciaron una merma de los ingresos fiscales derivada de la devaluación de los activos reales y financieros— fueron deteriorando las posiciones fiscales en la mayoría de las economías desarrolladas ya desde el inicio del ejercicio. Tras la eclosión de la crisis, la expansión fiscal se presentó como uno de los instrumentos de política económica y de estímulo a la actividad potencialmente más efectivo para hacer frente al deterioro de la confianza de los agentes privados, dada, además, la escasa o nula presión al alza sobre los tipos de interés, que, en las circunstancias actuales, ejercería una expansión fiscal en el corto plazo. De esta forma, durante el último trimestre de 2008 y el inicio de 2009 se sucedieron los planes de estímulo fiscal, en una cuantía muy diferente por países, aunque su aplicación ha sido generalizada. En el con-

junto de economías desarrolladas, se estima que el tamaño del estímulo se ha situado en torno al 0,6% de su PIB en 2008 y alcanzará el 1,5% en 2009 y el 1,7% en 2010 (véase gráfico 3.1), destacando el activismo de Estados Unidos.

En las economías emergentes el impulso fiscal también ha sido considerable, aunque más tardío que en las industrializadas

En algunas economías emergentes, el encarecimiento de los productos primarios y su impacto social indujeron medidas de apoyo al consumo, que dieron lugar a un empeoramiento de los saldos fiscales en la primera mitad del año. A partir del verano, la reversión de los precios de las materias primas supuso un freno al crecimiento de los ingresos para los exportadores de materias primas. Aunque relativamente más tardío que en las industrializadas, el impulso fiscal en las economías emergentes se prevé que tenga una intensidad superior en 2009 y similar en 2010, destacando China, Rusia y Arabia Saudita. En concreto, para las economías pertenecientes al G 20 el impulso alcanza un 0,4% de su PIB en 2008, un 2,3% en 2009 y un 1,6% en 2010. La cautela inicial pudo reflejar, en parte, las dificultades potenciales de financiación de los planes fiscales tras la brusca caída de los flujos de financiación exterior.

El impulso fiscal ha estado sesgado hacia medidas de gasto público, especialmente en infraestructuras

La composición de los planes fiscales ha estado sesgada hacia medidas de gasto público, especialmente en infraestructuras. Por la parte de los ingresos, el recorte impositivo se ha orientado hacia la reducción de los impuestos sobre la renta de las personas físicas y, en menor medida, los de sociedades, mientras que la reducción de los indirectos ha tenido un papel testimonial. El sesgo hacia las medidas de gasto público se explica por la reducida propensión marginal a consumir e invertir del sector privado, en un entorno de fragilidad económica y financiera y de perspectivas negativas que hace, en general, menos efectivos los recortes de impuestos. No obstante, los retardos en la instrumentación del gasto, en un momento en el que se precisan impulsos urgentes a la demanda, pueden limitar su efectividad a corto plazo.

Los estabilizadores automáticos, los planes de estímulo fiscal y los planes de rescate financiero han propiciado un deterioro acusado y generalizado de la situación de las finanzas públicas

La consecuencia del activismo fiscal y de la desaceleración económica es el deterioro de los saldos fiscales presentes y futuros. Además, los programas de apoyo financiero, e incluso algunos aspectos de la instrumentación no convencional de la política monetaria, suponen también un elevado compromiso de fondos públicos que supera la mitad del PIB de las economías industrializadas (véase gráfico 3.6). Aunque solo una parte de estos fondos requiere un desembolso en el momento de su utilización (9% del PIB en ese grupo de países) y se espera que una parte importante de lo invertido se recupere, estas medidas pueden elevar la ratio de deuda pública sobre el PIB en más de 20 pp ya en 2010. Además, podrían generar elevadas pérdidas por la vía de las garantías o de la compra de activos, cuyo valor a vencimiento es muy incierto.

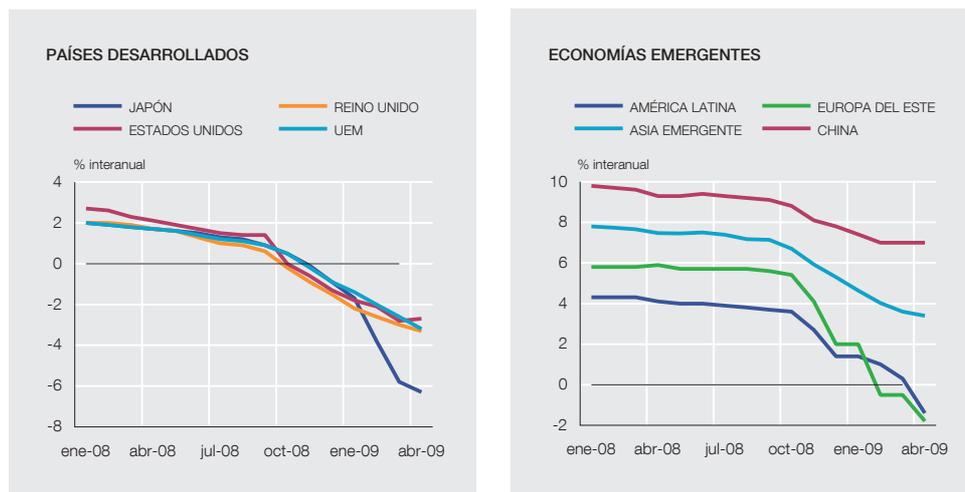
A pesar del esfuerzo desplegado, la situación está lejos de normalizarse

En cualquier caso, este amplio abanico de acciones de política económica, que evitaron el colapso del sistema financiero global a finales de 2008, distan aún de conseguir su objetivo de estabilizar la situación de los mercados financieros, restablecer la confianza de los agentes y mejorar las perspectivas económicas globales.

## **2 Perspectivas y factores de riesgo**

Las perspectivas para 2009 apuntan a una intensa caída de la actividad en las economías desarrolladas y a una acusada desaceleración de las emergentes, con una reactivación muy gradual hacia el final de año...

Durante el último trimestre de 2008 y el primero de 2009 se han producido drásticas y continuas revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento para este año, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, como se puede apreciar en el gráfico 3.7. Estas revisiones reflejan el intenso ajuste de la actividad observado en el último trimestre del pasado año —con un efecto arrastre importante sobre el crecimiento medio de 2009— y la debilidad de la actividad económica al inicio del ejercicio, resultado del mantenimiento de la interacción negativa entre el deterioro del sector financiero y el sector real. De este modo, las previsiones de los principales organismos apuntan a una contracción del PIB mundial en el entorno del 1,3% en 2009 —la más profunda, al menos, desde la Segunda Guerra Mundial—, especialmente marcada en las economías desarrolladas, que registrarían una caída del PIB de más del



FUENTE: Consensus Forecasts.

a. Se muestran las previsiones de crecimiento en 2009, realizadas en las fechas señaladas en el eje horizontal.

3,5%, solo compensada, en parte, por algunas economías emergentes de Asia (especialmente, China e India), que mantendrían ritmos de crecimiento positivos, pero muy inferiores a los de 2008. Se espera que, a finales de 2009 o principios de 2010, las economías desarrolladas inicien una tímida recuperación de la actividad, que se reflejaría en tasas de crecimiento intertrimestral positivas, marcando el inicio de una salida gradual de la crisis. Con todo, es necesario resaltar la gran incertidumbre que rodea a estas previsiones y los riesgos que aún dominan.

... apoyada en la estabilización de los mercados financieros y en la recuperación de la demanda del sector privado

De hecho, estas perspectivas suponen una recuperación gradual de la confianza en las instituciones financieras, de las familias y de las empresas, y la interrupción de la interacción entre el deterioro del sector real y el del sector financiero. Para ello, dos condiciones aparecen como necesarias. La primera es que las medidas de apoyo al sector financiero permitan avanzar en los procesos de saneamiento, redimensionamiento y reestructuración de las entidades, y estabilizar los mercados. Es muy difícil que se produzca una reactivación sostenida de la actividad sin avances decisivos en el proceso de recomposición del sistema financiero sobre unas bases sólidas. Además, para catalizar la recuperación de la actividad, debería producirse una mejora gradual de las condiciones de crédito y completarse los procesos de ajuste en los mercados inmobiliarios —que en Estados Unidos ha estado en el origen del deterioro de los balances de las instituciones financieras y ya se prolonga por más de tres años—. El segundo elemento necesario es que los estímulos de política económica desplegados sean eficaces para sostener la demanda y la actividad.

En cualquier caso, dado el daño infligido sobre la economía y el sistema financiero, es probable que la reactivación del crecimiento sea muy gradual. Este suele ser el caso cuando las recesiones económicas vienen aparejadas a una crisis financiera, con el agravante de que en esta ocasión la recesión es prácticamente global. También es de esperar que la crisis haya afectado negativamente al potencial de crecimiento global por un período prolongado, debido no solo a que las condiciones de financiación serán previsiblemente más restrictivas que en el pasado, sino también a una posible disminución de la capacidad productiva y de la productividad, derivadas de una caída prolongada de la inversión y de una situación de desempleo duradero.

Las perspectivas de recuperación se verían comprometidas si se profundiza la espiral negativa entre el sector financiero y el real, o si las respuestas de política son menos efectivas de lo esperado

En definitiva, los principales factores de riesgo sobre la recuperación de las economías desarrolladas en el corto plazo son, en primer lugar, que la mencionada espiral negativa que engloba al sistema financiero, al sector inmobiliario y a la actividad real se vuelva a agudizar; y, en segundo lugar, que las políticas de apoyo vean mermada su efectividad, en la medida en que tengan efectos colaterales negativos sobre los costes efectivos de financiación o los mecanismos de funcionamiento de los mercados, o bien su impacto sobre la confianza se acabe disipando, al tiempo que absorben cada vez mayores recursos públicos.

En el caso de las economías emergentes, la recuperación requiere la normalización del acceso a la financiación exterior

En el caso de las economías emergentes, existe el riesgo de una reducción mayor que la esperada de los flujos de capitales hacia estas economías por las mayores necesidades de financiación del sector público en los países industrializados —derivadas de los planes de rescate y de las medidas de impulso fiscal—, unidas al proceso generalizado de desapalancamiento y al aumento del sesgo doméstico de los inversores. Este riesgo es particularmente elevado en las economías más dependientes de la financiación exterior, con elevados déficits exteriores y necesidades de financiación de sus sectores financieros o corporativos, lo que agravaría los efectos del ajuste que ya han iniciado muchas de ellas.

El aumento del proteccionismo y la reducción de los flujos de capitales constituyen elementos adicionales de riesgo

En un ámbito más global, el principal riesgo es que el ajuste económico y financiero y, sobre todo, las medidas adoptadas desde las distintas perspectivas nacionales deriven en una mayor segmentación de los mercados, tanto de productos como financieros. Esto supondría un retroceso en el proceso de globalización económica y financiera experimentado en las últimas décadas. En este sentido, resulta importante reafirmar y poner en práctica los compromisos adquiridos en las reuniones de líderes del G 20, para abordar de modo concertado la crisis y su salida, y continuar el proceso de liberalización comercial, en el marco de la ronda de Doha (véase recuadro 3.3).

La evolución de los flujos globales de capital constituye un riesgo adicional. Aunque los desequilibrios globales muestren una tendencia a la disminución, muchos países tienen aún grandes necesidades de financiación y pueden encontrar dificultades para cubrirlas en un contexto de mercados financieros más volátiles y condiciones financieras menos holgadas que en el pasado. Este podría ser el caso no solo de las economías emergentes, sino también de Estados Unidos, donde las necesidades de financiación son elevadas, las pérdidas de capital de los inversores han sido muy importantes y la posición de inversión internacional neta se ha deteriorado sustancialmente.

El riesgo de deflación, sin embargo, no es inmediato

Por último, en un contexto de reducción de los precios de las materias primas y de disminución del uso de la capacidad instalada, existe la posibilidad de que algunas economías industrializadas registren tasas de inflación negativas en 2009. Sin embargo, esta situación no supondría la entrada en deflación, aun cuando la actividad económica siguiera contrayéndose por un período prolongado, en la medida en que sea temporal y las expectativas de inflación a medio y a largo plazo permanezcan ancladas en torno a los objetivos de los bancos centrales, como ha sucedido hasta el cierre de este Informe.

Las políticas aplicadas frente a la crisis podrían tener consecuencias negativas en el medio plazo, si no se retira a tiempo el impulso monetario...

En cualquier caso, la magnitud de las políticas económicas y financieras puestas en práctica puede ocasionar efectos no deseados cuando se produzca la salida de la crisis de la economía mundial. En primer lugar, el fuerte impulso monetario, que ha contribuido a frenar la recesión y a sostener los mercados financieros, debe ser cuidadosamente calibrado en su instrumentación y también en su retirada. De no ser así, existiría el riesgo de que se traslade a las tasas de inflación futuras —en detrimento de la credibilidad antiinflacionista de los bancos

centrales— o a los precios de los activos reales y financieros —sembrando la semilla de un nuevo ciclo de excesos financieros en el futuro— .

... o si el endeudamiento del sector público no es sostenible a medio plazo

En segundo lugar, el sustancial incremento de las necesidades de financiación de los Estados subraya la prioridad que se debe dar a la disciplina fiscal a medio plazo. En el corto plazo, la condición de activo refugio de los bonos públicos, en un contexto de elevada incertidumbre, la caída de la riqueza y el aumento de la propensión a ahorrar del sector privado están facilitando la financiación de los crecientes desequilibrios fiscales, a un coste relativamente reducido. Sin embargo, el acusado incremento de la deuda pública que se observa en el gráfico 3.6 genera preocupación sobre su sostenibilidad, sobre todo en aquellas economías con ratios de deuda elevada y presiones en las cuentas públicas derivadas del envejecimiento de sus poblaciones. A medida que se normalice la situación financiera, el aumento del endeudamiento terminará impulsando al alza los tipos de interés a largo plazo, con un efecto adverso adicional sobre la dinámica de la deuda.

La creciente implicación del Estado en el funcionamiento de algunos sectores puede afectar la eficiencia en la asignación de los recursos. Estos apoyos deben ser retirados cuando las circunstancias lo permitan

La creciente implicación del Estado —en gran medida, forzada por las circunstancias— en la actividad económica y en el sector financiero también conlleva riesgos. A medio plazo, la intervención del Estado más allá de su papel habitual podría derivar en pérdidas de eficiencia en la asignación de los recursos. Además, el apoyo público a sectores en crisis puede retrasar o evitar su necesaria reestructuración y redimensionamiento. De todas estas consideraciones se desprende la necesidad de que la reacción de las políticas económicas sea igualmente rápida, oportuna y decidida a la hora de retirar los apoyos. Sin duda, la retirada del estímulo aplicado en el ámbito de las políticas monetarias se verá obstaculizado por su magnitud y por las dificultades para valorar el momento de salida oportuno, en un contexto en el que las tasas de crecimiento potencial pueden haberse reducido —lo que hace más complejo evaluar la posición cíclica de la economía— y los mecanismos de transmisión de las políticas han quedado profundamente alterados. El repliegue también puede verse complicado por consideraciones que trascienden lo económico, por lo que es importante el diseño temprano de una estrategia de salida. En cualquier caso, la retirada de las medidas actuales de estímulo no puede significar el regreso a la situación previa a la crisis, pues una de las lecciones de esta es que resultan imprescindibles una mayor vigilancia de los desequilibrios financieros —nacionales y globales— y la mejora y ampliación del perímetro de actuación de la regulación y de la supervisión financieras.

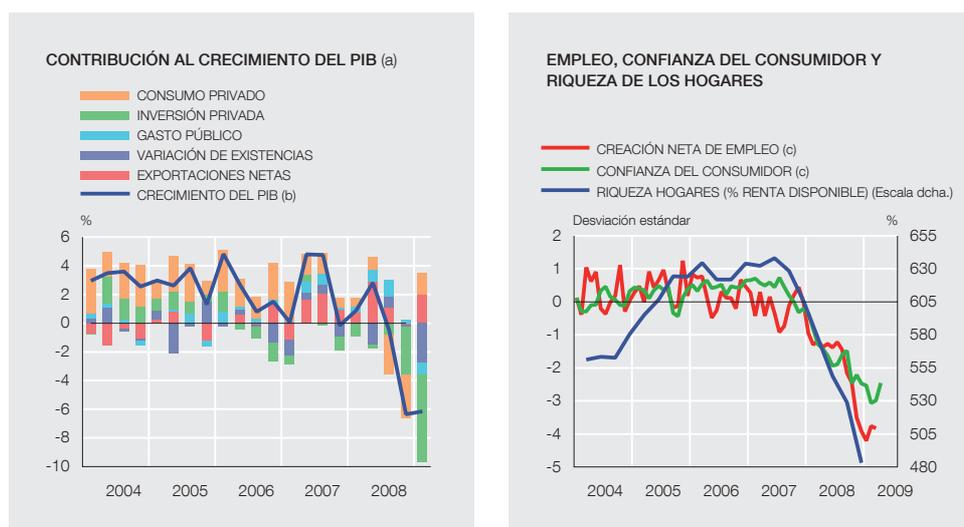
### **3 Los principales países industrializados**

#### **3.1 ESTADOS UNIDOS**

La economía estadounidense entró en recesión, por el efecto combinado del profundo ajuste de los sectores financiero y real

La economía estadounidense sufrió un severo deterioro desde finales de 2007 (el National Bureau of Economic Research declaró oficialmente el inicio de la recesión en diciembre de ese año), aunque aún se registraron tasas intertrimestrales de crecimiento positivas en el primer semestre de 2008 (véase gráfico 3.8). En el conjunto de 2008, el crecimiento fue del 1,1% —la menor tasa anual desde 2001—, frente al 2% de 2007. El ajuste del sector inmobiliario, más profundo y prolongado de lo esperado, intensificó la interacción negativa entre los precios de la vivienda, la calidad de los activos financieros y la actividad económica. Por otro lado, la confianza de los consumidores y, por ende, el consumo privado se deterioraron a medida que se reducía su riqueza y el mercado de trabajo se debilitaba —se destruyeron tres millones de puestos de trabajo netos en 2008, la mitad de ellos en el último trimestre, y dos millones más en el primer trimestre de 2009— .

En el primer semestre de 2008 los síntomas de debilidad se hicieron cada vez más evidentes, si bien el impacto del primer plan de estímulo fiscal —puesto en marcha en febrero— y el apoyo de la demanda externa contribuyeron a un crecimiento en apariencia robusto en este período. Sin embargo, en el tercer trimestre de 2008 el PIB disminuyó en términos intertrimestrales, pasando a registrar una severa contracción en el cuarto (−6,3% en tasa anualizada) y en el primero de 2009 (−6,1% anualizado, de acuerdo con su primera estimación), al acentuar-



FUENTES: Estadísticas nacionales, Datastream y Reserva Federal.

a. Aportaciones al crecimiento trimestral anualizado del PIB.

b. Tasa de variación trimestral anualizada.

c. Variable normalizada: diferencia entre la variable y su media histórica (desde 1952 para el empleo y desde 1969 para la confianza del consumidor), expresada en desviaciones estándar.

se el deterioro en el sector real y en el financiero. Mientras que la inversión residencial se contrajo a lo largo de todo el año, el consumo y la inversión no residencial se debilitaron en el primer semestre, desplomándose en el segundo. La demanda externa, por su parte, contrarrestó la caída de la demanda interior hasta el tercer trimestre, viéndose arrastrada posteriormente por la aguda contracción del comercio internacional. En consecuencia, el déficit comercial se redujo hasta el 4,8% del PIB en 2008 y el déficit por cuenta corriente se situó en el 4,7%, seis décimas menos que en 2007.

La inflación se desaceleró considerablemente en la segunda mitad del año, hasta situarse en tasas negativas en marzo de 2009

La evolución de los precios de consumo tuvo un comportamiento diferenciado a lo largo de 2008, aunque en promedio crecieron un 3,8%, frente al 2,9% en 2007. Así, la inflación se incrementó gradualmente hasta julio, hasta el 5,6%, siguiendo la estela de los precios de la energía y de los alimentos. A partir de entonces, la inflación se redujo fuertemente, dada la abrupta caída de los precios de las materias primas, hasta situarse en tasas negativas en marzo de 2009. En cualquier caso, la tasa subyacente se mantuvo relativamente estable en 2008 —en torno al 2%-2,5% interanual—, aunque se redujo levemente al inicio de 2009.

En materia de política económica se activaron medidas cada vez más decididas y contundentes, para frenar el grave deterioro del sistema financiero y de la actividad económica

En materia de política económica se activaron medidas cada vez más decididas y contundentes para frenar el grave deterioro del sistema financiero y de la actividad económica. Estas medidas estuvieron estrechamente coordinadas entre la Reserva Federal y el Tesoro, especialmente a partir de los acontecimientos de septiembre. La Reserva Federal relajó paulatinamente el tono de la política monetaria, reduciendo el tipo de interés objetivo de los fondos federales a lo largo de 2008, desde el 4,25% hasta el 2% en abril, momento en que hizo una pausa por las presiones inflacionistas. Posteriormente, como respuesta al grave desorden financiero, volvió a reducir el tipo de interés, hasta adoptar un rango objetivo entre el 0% y el 0,25% en diciembre. Además, a lo largo del año la Reserva Federal extendió gradualmente la batería de medidas de provisión de liquidez a un conjunto más amplio de entidades financieras. A partir de septiembre pasó a utilizar el activo de su balance para sostener los flujos de financiación en la economía y facilitar el funcionamiento de los mercados financieros —entre ellos, los mercados monetarios, de papel comercial y de titulaciones hipotecarias—. En

marzo de 2009 comenzó a comprar bonos del Tesoro para contribuir a la reducción de los costes de financiación a largo plazo, en línea con su nueva instrumentación de la política monetaria.

Por su parte, el Tesoro reaccionó decididamente ante el deterioro de las condiciones del sistema financiero. A inicios de septiembre, intervino y recapitalizó las agencias de financiación hipotecaria Fannie Mae y Freddie Mac. En octubre, ya ante los riesgos de colapso del sistema financiero, consiguió la aprobación del *Troubled Assets Relief Program* (TARP), dotado con 700 mm de dólares, que originalmente preveía la compra de activos tóxicos, pero se reorientó a la recapitalización y al rescate de entidades financieras. A este programa le siguió, ya en 2009, un plan integral para garantizar activos, recapitalizar entidades y sanear los balances bancarios, a través de una iniciativa público-privada de adquisición de activos y préstamos problemáticos (véase recuadro 3.1). Además de al sector financiero, las ayudas también se orientaron a otros sectores, fundamentalmente al de fabricación de automóviles. Asimismo, se tomaron iniciativas para la renegociación de hipotecas dudosas e impagadas y para facilitar el crédito hipotecario. Por último, a principios de 2009 se aprobó un plan de estímulo fiscal por importe de 787 mm de dólares (5,5% del PIB, del cual un 1,3% se desembolsará en 2009). Como consecuencia de las medidas aplicadas y del deterioro económico, la situación fiscal empeoró notablemente en 2008: el déficit público alcanzó el 6,1% del PIB en el año —frente al 2,9% de 2007— y el endeudamiento bruto del sector público se situó en el 70,5% del PIB, 7,4 pp más que el año anterior.

El panorama económico para 2009 ha empeorado sustancialmente. Una eventual recuperación requeriría la estabilización del mercado inmobiliario y la reactivación de los mercados financieros

Las perspectivas económicas para 2009 han empeorado notablemente por el agudo deterioro de la economía real, que presagia una contracción profunda y una recuperación lenta, que no se iniciaría hasta la segunda mitad del año. Al cierre de este Informe, los principales organismos internacionales esperan una contracción del PIB superior al 2,5% en 2009. El cambio de tendencia se fundamentaría en la estabilización del mercado inmobiliario y en la recuperación parcial del funcionamiento de los mercados financieros, aunque hay incertidumbre sobre la efectividad de las políticas aplicadas. Los riesgos se siguen inclinando a la baja por la posibilidad de que surjan dificultades adicionales en el sistema financiero, o de que se produzca un ajuste más pronunciado del sector residencial o del mercado laboral.

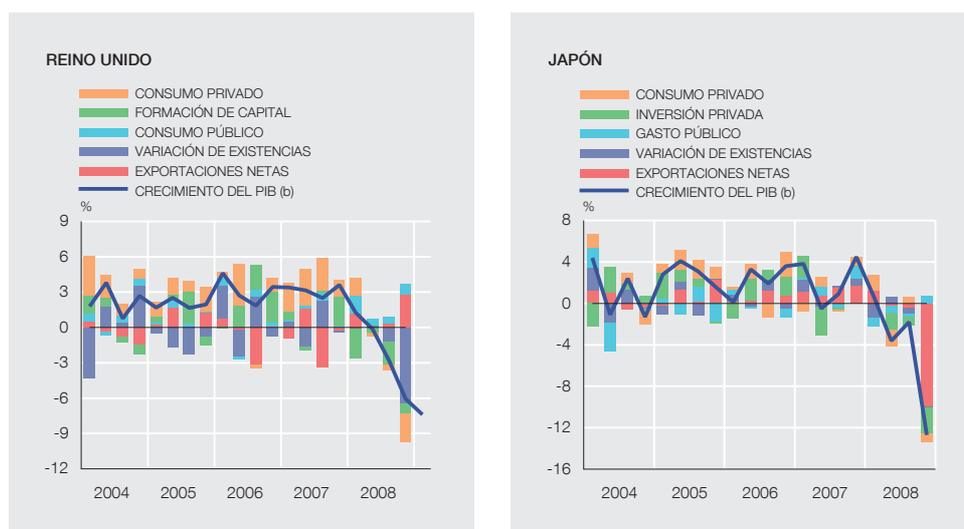
### 3.2 REINO UNIDO

La economía del Reino Unido se desaceleró considerablemente en 2008, lastrada por la demanda interna

La economía del Reino Unido se desaceleró considerablemente en 2008 al crecer un 0,7%, frente al 3% del año anterior. Tras una expansión débil en el primer trimestre de 2008, la actividad se contrajo de forma abrupta a partir del segundo (véase gráfico 3.9), llegando a caer un 6,1%, en tasa intertrimestral anualizada, en el cuarto trimestre y, según la estimación preliminar, un 7,4% anualizado en el primero de 2009. En el conjunto de 2008, cabe destacar la fuerte desaceleración de la demanda interna, especialmente la caída de la formación bruta de capital y de las existencias, y el débil tono del consumo privado, en un contexto de restricción crediticia y de reducciones de los precios de los inmuebles y de los activos financieros. La intensidad de la crisis financiera en el Reino Unido, junto con el peso de este sector en su economía, habrían también lastrado la actividad. La demanda externa, por el contrario, mejoró su contribución, en un contexto de depreciación de la libra esterlina y de caída de las importaciones. En consecuencia, el déficit por cuenta corriente se redujo hasta el 1,7% del PIB en 2008, frente al 2,9% de 2007.

La inflación repuntó en buena parte de 2008 y, con posterioridad, mostró una notable resistencia a la baja, lo que condicionó la respuesta de política monetaria

La inflación repuntó durante buena parte de 2008, hasta llegar al 5,2% interanual en septiembre. Posteriormente, mostró una notable resistencia a la baja, debido, entre otros factores, a la depreciación de la libra esterlina. En la primera parte del año, el repunte de la inflación condicionó la evolución del tipo de interés oficial. No obstante, tras la agudización de las tensiones financieras a partir de septiembre, el Banco de Inglaterra inició un ciclo de recortes pronunciados, que llevaron el tipo oficial desde el 5% hasta el 0,5% —un mínimo histórico— en marzo de



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

a. Aportaciones al crecimiento trimestral anualizado del PIB.  
 b. Tasa de variación trimestral anualizada.

2009. En esa fecha, el banco central decidió instrumentar la expansión monetaria a través de una mayor dotación de liquidez y de compras de instrumentos financieros privados y de bonos del Tesoro. Además, desde octubre de 2008 el Gobierno articuló diversas medidas de rescate del sector bancario, a través de garantías de deuda y de activos bancarios, compra de activos por el banco central y recapitalizaciones de entidades bancarias con graves problemas de solvencia (véase recuadro 3.1). Este proceso propició que el Estado acabara controlando la mayoría del capital de un número creciente de bancos. En cuanto a la política fiscal, el presupuesto 2009-2010 introdujo un paquete de estímulo fiscal destinado a los hogares y a las PYME, valorado en un 1,4% de PIB, que incluía, a diferencia del resto de países, una rebaja del IVA.

Para 2009 se espera una notable contracción de la actividad

Las perspectivas para 2009 apuntan a una fuerte contracción del PIB —en torno a un 4%—, reflejo de un continuado deterioro de la demanda interna y del contexto exterior. El margen de maniobra de las políticas es limitado, dados el elevado déficit público ya previsto en 2009 y el escaso margen para nuevos recortes del tipo oficial. Los principales riesgos se inclinan a la baja, si la crisis financiera es más pronunciada y prolongada de lo esperado inicialmente.

### 3.3 JAPÓN

El PIB japonés se contrajo en 2008, lastrado por todos sus componentes y por las crecientes dificultades financieras

La economía japonesa se contrajo un 0,6% en 2008, en contraste con el crecimiento del 2,4% de 2007, reflejo de la intensa caída de la inversión privada, de la atonía del consumo privado y de la creciente debilidad de la demanda externa. La actividad registró tasas intertrimestrales negativas ya en el segundo trimestre y cayó abruptamente en el cuarto, hasta el 12,1% intertrimestral anualizado (véase gráfico 3.9), la caída más acusada entre las economías avanzadas. El deterioro paulatino de las condiciones financieras fue especialmente agudo en la parte final del año, con un desplome de las bolsas, una fuerte apreciación del yen y restricciones crediticias, y desembocó en una pérdida de confianza y en un hundimiento de las expectativas, que afectaron negativamente a la demanda interna. A ello se sumó la acelerada ralentización del sector exportador, que se tornó en fuerte contracción en el cuarto trimestre, dando lugar a una reducción del superávit por cuenta corriente en 2008, hasta el 3,2% del PIB, 1,6 pp menor que el de 2007.

La inflación osciló al compás de la evolución del precio de las materias primas y de los alimentos y del cambio de tono de la demanda interna. En julio de 2008, el crecimiento de los precios alcanzó un máximo del 2,3% interanual, descendiendo hasta el -0,3% en marzo de 2009. El deflactor del PIB y el IPC subyacente ya apuntaban tensiones deflacionistas latentes durante todo el año. Hasta septiembre, el Banco de Japón mantuvo los tipos de interés en el 0,5% y la política monetaria estuvo marcada por el dilema entre las presiones inflacionistas en el índice general y la caída de la actividad. Con el agravamiento de la crisis financiera y su rápida propagación a la actividad real, la autoridad monetaria recortó en dos ocasiones el tipo de interés oficial desde octubre, situándolo en el 0,1% en diciembre. Al mismo tiempo, introdujo medidas para incrementar la liquidez en moneda local y extranjera en los mercados monetarios. Posteriormente, adoptó iniciativas orientadas a facilitar la financiación empresarial, que incluyeron compras de deuda y acciones por el banco central. En cuanto a la política fiscal, la crisis económica y financiera truncó la corrección del desequilibrio fiscal y la senda de ajuste de la deuda pública, que se situaron en el -5,6% y en el 196,3% del PIB al final de 2008, respectivamente. Desde septiembre, el Gobierno anunció diversos planes de estímulo económico, que incluyen, mayoritariamente, iniciativas de apoyo a las entidades financieras y de restitución de la financiación a las PYME y, en menor cuantía (en torno al 2,5% del PIB), medidas fiscales para sostener la renta de los hogares y fomentar la inversión pública y el empleo.

Las perspectivas para 2009 apuntan a una fuerte contracción de la actividad

Las perspectivas para 2009 apuntan a una profunda contracción del PIB, alrededor del 6%. En un contexto de fuerte desaceleración del comercio mundial, el elevado peso del sector exterior supone un lastre para la recuperación, al tiempo que la pérdida de confianza y la debilidad del mercado laboral dificultan la reactivación de la inversión y del consumo privado. Los riesgos sobre este escenario central son a la baja, si se produjera una mayor desaceleración global, y en particular si arrastrase a China.

#### **4 Las economías emergentes**

##### **4.1 CHINA Y RESTO DE ASIA**

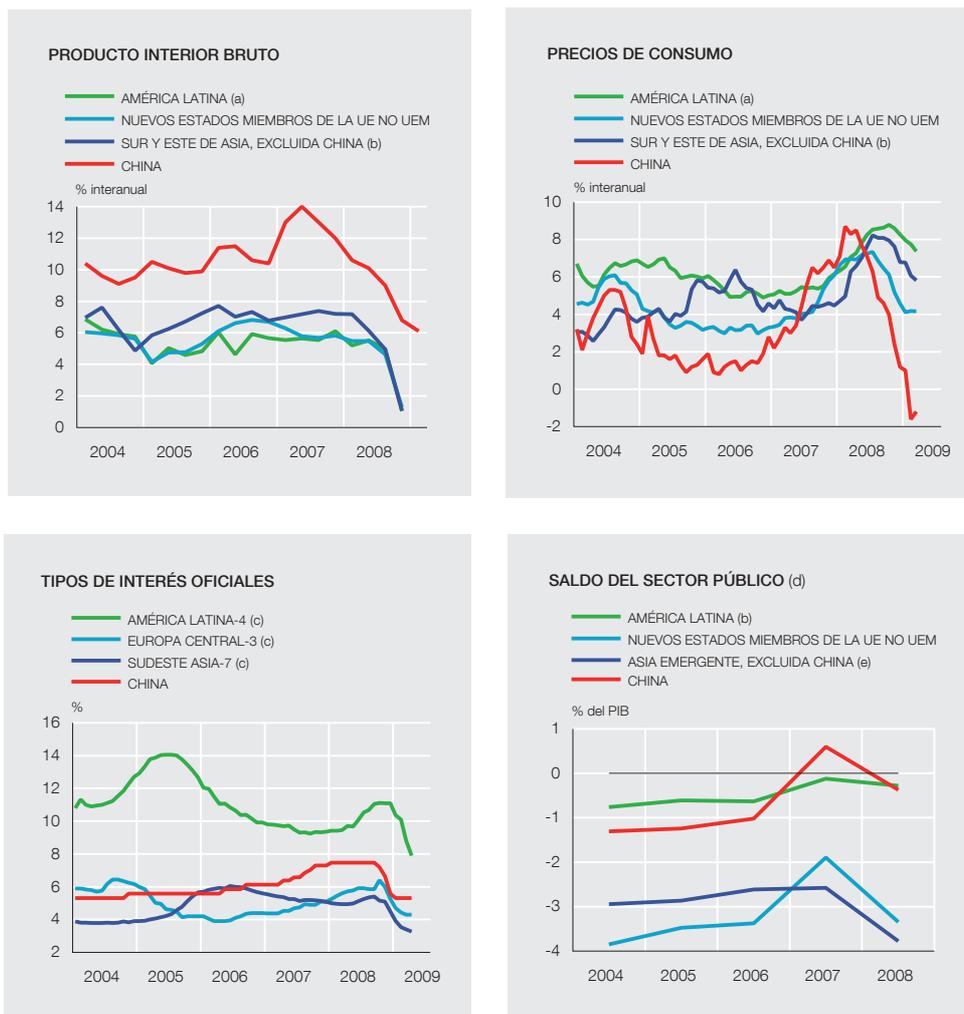
En el conjunto de Asia Emergente, el crecimiento se ralentizó hasta el 7,7% en 2008, frente al 10,6% en 2007, destacando la relativa fortaleza de China y de India sobre el resto de economías de la región.

China mostró una relativa resistencia ante la crisis, pese al deterioro del comercio internacional y al ajuste del sector inmobiliario

En China, el PIB creció un 9% en 2008, frente al 13% de 2007. La actividad se desaceleró levemente en el primer semestre de 2008 y acentuadamente a partir del segundo, hasta registrar un crecimiento del 6,1% interanual en el primer trimestre de 2009 (véase gráfico 3.10), por el debilitamiento de la demanda interna —a su vez, derivado del ajuste del sector inmobiliario y de los efectos inducidos del deterioro del comercio mundial—. Sin embargo, la contribución directa de la demanda externa al crecimiento fue positiva en 2008, aunque menor que en 2007, tal y como apunta la ampliación del superávit por cuenta corriente hasta los 426 mm de dólares (9,8% del PIB), reflejo de un ajuste de las importaciones mayor que el de las exportaciones.

En el resto de las economías asiáticas, el crecimiento se ralentizó, más intensamente en los países más dependientes de la demanda externa y con mayores necesidades de financiación internacional

El resto de las principales economías asiáticas creció, en promedio, un 4,8% en 2008, frente al 7,2% de 2007. Tras un primer trimestre muy dinámico, se produjo una ralentización gradual hasta el tercero, para desacelerarse abruptamente en el cuarto, hasta una tasa del 1,1%. El ajuste fue especialmente intenso en Corea del Sur y en las economías más abiertas y pequeñas, que entraron en una recesión propiciada tanto por la demanda externa como por la demanda interna —especialmente, la inversión y consumo privado—, en un contexto de debilidad del empleo y de pérdida de confianza de consumidores y empresas. En el cuarto trimestre se sumaron la pronunciada retracción de los flujos comerciales —a los que el área es especialmente vulnerable por su orientación exportadora—, el colapso de la confianza y unas condiciones financieras muy restrictivas.



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

- a. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- b. India, Singapur, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas.
- c. Áreas analizadas: Sudeste Asia-7 (Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas), Europa Central-3 (República Checa, Hungría y Polonia) y América Latina-4 (Brasil, México, Chile y Colombia).
- d. Porcentaje del PIB. Superávit (+) o Déficit (-).
- e. Agregado de países según la definición del FMI (WEO).

Las políticas monetarias respondieron a la fuerte oscilación de la inflación y, en la parte final del año, se orientaron a sostener la actividad y a mitigar los efectos de las presiones financieras

Las políticas monetarias en el área se endurecieron hasta el verano, para combatir las crecientes presiones inflacionistas derivadas del encarecimiento de los alimentos y de la energía. A partir de septiembre, el deterioro de la actividad y la reducción de la inflación —especialmente intensa en China— propiciaron recortes pronunciados y generalizados de los tipos de interés oficiales. Algunos países, como China, también instrumentaron reducciones del coeficiente de reservas bancarias y eliminaron los controles al crédito. Entre las medidas no tradicionales, algunos bancos centrales introdujeron instrumentos de provisión de liquidez en moneda local y en dólares (en los casos de Corea del Sur y Singapur, con el apoyo de la Reserva Federal). En cuanto a las políticas cambiarias, las autoridades chinas suspendieron tácitamente su política de apreciación sostenida del renminbi frente al dólar en julio, en consonancia con las perspectivas más desfavorables de su demanda externa. En otros países, en la parte final de 2008 la repatriación de las inversiones por parte de no residentes y la escasez de liquidez en dólares propiciaron fuertes depreciaciones de sus monedas, lo que provocó la intervención de algunos bancos centrales en los mercados cambiarios. Las políticas fiscales adoptaron un tono

claramente expansivo en la segunda mitad de 2008 y fueron reforzadas con medidas de apoyo al sector financiero, si bien la amplitud y la intensidad difieren entre países. Los planes más relevantes son el de China y el de Corea del Sur, cuyas respectivas cuantías se estiman en el 5,8% y el 5,1% del PIB en el período 2009-2010.

Las perspectivas para 2009 prevén una fuerte desaceleración del crecimiento

Las perspectivas para 2009 prevén una contracción de muchas economías de la región, especialmente en las más dependientes del comercio, con mayores vínculos financieros y necesidades de financiación. China —con perspectivas de crecimiento en el entorno del 6,5%— y, en menor grado, India podrían resistir mejor si las autoridades consiguen sostener el dinamismo de la demanda interna. La capacidad de China para aislarse de las condiciones externas será clave en el escenario global.

#### 4.2 AMÉRICA LATINA

En América Latina la actividad también se desaceleró desde el verano, siendo la reversión del precio de las materias primas un factor adicional de ajuste

En América Latina, el PIB agregado creció un 4,2% en 2008, frente al 5,7% en 2007. Tras tres trimestres de crecimiento muy dinámico, incluso superior al esperado, en el cuarto trimestre la actividad se desaceleró sustancialmente, situando a algunas economías al borde de la recesión. Esta trayectoria se explicaría, en parte, por la evolución del precio de las materias primas —que continuó suponiendo un sustento clave a la actividad hasta el verano, cuando los precios revirtieron— y, desde septiembre de 2008, por el frenazo de la financiación exterior y de la demanda mundial. En este contexto, el superávit comercial se redujo sustancialmente —primero, por la fortaleza de las importaciones y, después, por la caída de los precios de las exportaciones— y la balanza por cuenta corriente se tornó deficitaria hasta el 0,3% del PIB.

Los precios de consumo del promedio de la región se aceleraron hasta octubre de 2008, superando por un amplio margen los objetivos de los bancos centrales, con la excepción de Brasil, lo que terminó traducéndose en cierto deterioro de las expectativas de inflación. Todo ello motivó una respuesta de política monetaria con fuertes subidas de los tipos de interés, que en algunos casos siguieron a las medidas alternativas para mitigar las presiones apreciatorias de sus monedas. La inflación —tras alcanzar un máximo del 8,9% en octubre— empezó a disminuir paulatinamente a finales de 2008, lo que propició que la mayoría de los bancos centrales iniciaran, con un cierto rezago respecto al resto de economías, un ciclo de descenso acelerado de los tipos oficiales entre diciembre y abril de 2009. Los bancos centrales reaccionaron rápidamente, a través de la provisión de liquidez en dólares, para normalizar el funcionamiento de los mercados monetarios y cambiarios desde septiembre y evitar el riesgo de colapso del crédito. En numerosos casos, esta reacción fue posible gracias al volumen de reservas internacionales acumulado en los últimos años, a lo que se añadieron las líneas de financiación en dólares proporcionadas en octubre por la Reserva Federal y, posteriormente, por el FMI a algunos países. En este entorno, la mayoría de las economías intentó poner en práctica políticas fiscales anticíclicas, aunque de manera heterogénea y, en general, de cuantía relativamente reducida. La pérdida de ingresos públicos por el ajuste de precios de las materias primas y las condiciones externas de financiación limitaron el margen de actuación fiscal.

Las perspectivas para 2009 apuntan a una contracción de la actividad en el conjunto del área

Las perspectivas para 2009 señalan una contracción de la actividad en el conjunto del área —en torno al 1,5%—. Las dificultades en la cobertura de sus necesidades de financiación, que se ampliarán en términos netos por la perspectiva de ampliación del déficit por cuenta corriente, pueden constituir una restricción al crecimiento económico en las actuales circunstancias.

#### 4.3 LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UNIÓN EUROPEA

En los nuevos Estados miembros de la UE, el PIB se desaceleró marcadamente en 2008, al crecer en promedio un 4,1%, frente al 5,9% en 2007, consecuencia del impacto adverso de la crisis financiera global sobre la disponibilidad y el coste de la financiación —especialmente

Los nuevos Estados miembros de la UE sufrieron con especial intensidad la crisis financiera global, debido a su elevada exposición a la financiación exterior

acusado en estos países y otros vecinos, como Rusia y Ucrania— por su elevada exposición a la financiación exterior y en moneda extranjera. En este contexto, se ha producido un profundo ajuste de la demanda interna, al tiempo que se ha deteriorado la demanda externa, especialmente la procedente del área del euro. En 2008, los países bálticos y Hungría entraron en recesión, mientras que en el resto de la región la desaceleración fue más gradual. Por otra parte, el déficit por cuenta corriente promedio se redujo levemente, hasta el 7,9% del PIB, destacando el intenso ajuste en los países bálticos.

La inflación disminuyó de forma generalizada a partir de julio, como consecuencia del descenso del precio de las materias primas y de la desaceleración económica. Con todo, se elevó en media hasta el 6,5% en 2008, frente al 4,4% en 2007. El nuevo escenario propició una progresiva y generalizada relajación de la política monetaria. En el ámbito fiscal, los saldos públicos se deterioraron —con la excepción de Bulgaria y Hungría— por el efecto de la desaceleración. Para el conjunto de la región el déficit público aumentó desde el 1,9% del PIB en 2007 al 3,3% en 2008.

La repuesta de política estuvo limitada por la restricción financiera externa y algunas economías recurrieron a programas internacionales de asistencia financiera

En respuesta a la crisis financiera, las autoridades de estos países adoptaron una serie de medidas de apoyo al sector bancario, entre ellas el aumento de las garantías de los depósitos y, en algunos casos, recapitalizaciones y garantías a la deuda de los bancos. Además, ante los problemas de liquidez en moneda extranjera, Hungría, Polonia y Letonia tuvieron que pedir apoyo a otros bancos centrales (mediante líneas de *swap*, con el Banco Nacional Suizo y los bancos centrales de Suecia y Dinamarca, o acuerdos *repo*, en el caso del BCE). Finalmente, algunos de los países con mayores necesidades de financiación exterior tuvieron que solicitar paquetes de ayuda financiera —condicionados a programas de ajuste fiscal y de saneamiento del sector financiero— a los organismos financieros internacionales y a la Unión Europea.

En el ámbito cambiario, destaca la incorporación de Eslovaquia al área del euro, el 1 de enero de 2009. Dentro del ERM II, el lats letón sufrió presiones de depreciación, especialmente desde septiembre, y llegó a cotizar en el límite inferior de su banda de fluctuación del  $\pm 1\%$ . Lituania y Estonia, con *currency boards* con el euro, mantuvieron la estabilidad de sus tipos de cambio, pese a las tensiones financieras. Las monedas que no participan en el ERM II experimentaron una sustancial depreciación frente al euro en la segunda mitad del año, que se intensificó en los primeros meses de 2009.

Perspectivas de caída de la actividad y riesgos elevados en el ámbito financiero

Las perspectivas para 2009 han empeorado sustancialmente y los riesgos relacionados con posibles dificultades de financiación son particularmente intensos en esta región. En los países bálticos y en Hungría se prevén caídas notables del PIB, y en el resto la actividad se desacelerará considerablemente.