

El Entorno Económico Global

Los síntomas de mejora se afianzan, más intensamente en EEUU que en Europa y también en emergentes. Los riesgos del escenario son bajistas dado el apoyo que aún dan las políticas de demanda y de ayuda al sector financiero global y cuya salida está pendiente

Trascurridos tres meses desde la publicación del último Situación México, la economía mundial sigue experimentando una clara mejoría, con múltiples economías registrando ya crecimientos trimestrales positivos desde el último trimestre del año pasado, aunque con ritmos de avance muy heterogéneos entre países y áreas más avanzadas o emergentes. Los países más desarrollados, a pesar de verse lastrados todavía muchos de ellos por los desequilibrios acumulados en la anterior etapa expansiva, muestran ya los primeros síntomas de recuperación. Esta mejoría será moderada, heterogénea y sujeta a incertidumbres sesgadas a la baja. Y es que los principales elementos de soporte del gasto, y sobre todo los del consumo privado, se encuentran todavía en proceso de ajuste tras los excesos pasados —caso del nivel de apalancamiento— o no muestran una mejora relevante —caso del empleo—. Asimismo, los sistemas financieros, en proceso de recapitalización, y los balances públicos, en proceso de deterioro por el impacto de la recesión y de las medidas de soporte implementadas, presentan una fragilidad latente que no es independiente del escenario de crecimiento futuro. Su efecto sobre la economía real a corto y largo plazo no es desdeñable, por lo que deberían permanecer entre las prioridades de la agenda.

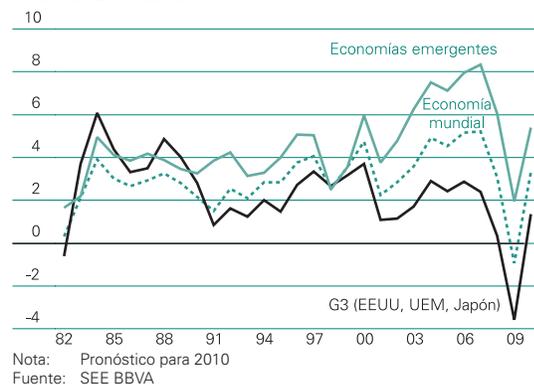
En EEUU, el dato preliminar de crecimiento del cuarto trimestre de 2009 (5,7% trimestral anualizado) anticipó lo esperado: una recuperación más rápida que en Europa, aunque dista aún de lograr un crecimiento apoyado en la capacidad de tracción de un gasto privado autosostenido y no dependiente —más de la mitad obedeció al crecimiento de los inventarios—. En este sentido, los principales riesgos bajistas se encuentran en la intensidad y duración que finalmente tenga el proceso de desapalancamiento de los hogares y en la posibilidad de que los registros del mercado laboral tarden más tiempo de lo previsto en arrojar crecimientos del empleo de forma recurrente. Así, es probable que el crecimiento de la demanda interna y, por lo tanto, el de la economía en su conjunto siga siendo relativamente débil durante los próximos trimestres. Nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2010 se sitúa en el entorno del 2%, lejos ya de la recesión registrada en 2009 con una caída del PIB del 2,5% pero inferior al del consenso, en la medida en que le damos un mayor peso a la necesidad de las familias de aumentar su ahorro y dedicarlo en una mayor proporción al pago de deudas o a la compra de activos financieros y en menor proporción a consumir.

En Europa, el escenario económico presenta características relativamente similares, aunque con trazos más negativos en cuanto a la vulnerabilidad de su sector financiero o de recuperación de sus mercados laborales, lo que augura un ritmo de recuperación más lento que el de EEUU en 2010. Es cierto que los datos de confianza y actividad de los últimos meses reflejan un dinamismo creciente en las economías de la Unión Europea, pero los ajustes pendientes y la flexibilidad para acometerlos es menor. Además, la situación fiscal por la que atraviesan muchos de sus países, con niveles de déficit y deuda que crecen a ritmos elevados, limita el margen de maniobra

Economía Mundial: Crecimiento del PIB Variación % anual



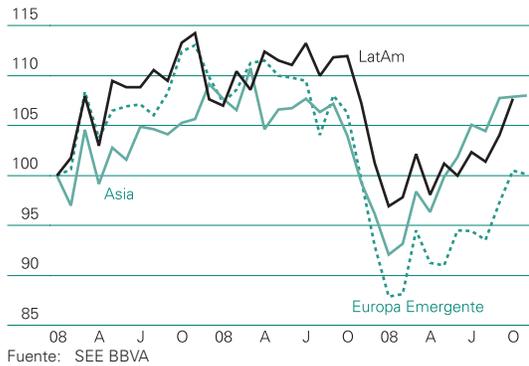
Economía Mundial: Crecimiento del PIB Variación % anual



Tasa de Desempleo % de la población activa



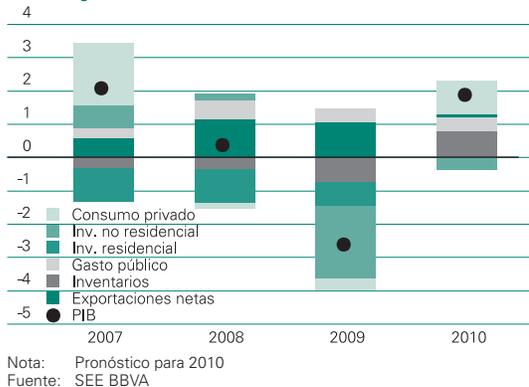
**Economías Emergentes:
Producción Industrial**
Índice enero 2007 = 100



**Economías Emergentes:
Indicador de Estrategias de Salida**



**EEUU: Contribuciones
al Crecimiento del PIB**
Puntos porcentuales



de las políticas económicas y hacen necesaria la implementación de programas de ajuste creíbles. Por todo ello, la economía europea se espera registre un crecimiento del 0,6% en 2010.

En las economías emergentes, por su parte, se empiezan a observar ya tasas de crecimiento elevadas, siendo China un buen ejemplo de ello, al crecer el 10,7% anual en el cuarto trimestre del año pasado, el ritmo más elevado de los últimos dos años. Además, diversos indicadores de actividad y gasto, como la producción industrial y el comercio minorista muestran un marcado dinamismo. Todo ello ha motivado los primeros pasos de las autoridades chinas para ir reduciendo gradualmente el impulso del crédito e ir retirando otras medidas de estímulo. Aunque se trata de un proceso no exento de riesgos, el gobierno chino cuenta con herramientas suficientes para gestionar esta transición sin afectar sustancialmente al crecimiento, por lo que se anticipa que el avance de la actividad en la región asiática sea sostenido en el tiempo.

En cuanto a América Latina, los últimos indicadores de la región siguen mostrando un tono positivo, con niveles de actividad que se aproximan ya a los registrados antes de la contracción ocurrida en la segunda mitad de 2008. El mantenimiento de políticas ortodoxas durante la etapa expansiva limitó la acumulación de desequilibrios externos o fiscales característicos en anteriores ciclos de crecimiento y las rápidas medidas de política económica puestas en marcha tras el estallido de la crisis, han permitido a muchas de estas economías amortiguar mejor el impacto de la misma y atraer de nuevo flujos de capital externo. No obstante, las entradas de capital registradas en algunos mercados emergentes comienzan a despertar algunas inquietudes en torno a presiones sobre los precios de algunos activos y los tipos de cambio. Para los próximos meses se anticipa el comienzo de los primeros movimientos de retirada de los estímulos monetarios (fundamentalmente en Brasil), aunque la persistencia de tasas de inflación históricamente bajas y en el entorno de los objetivos de los respectivos bancos centrales supone que aún hay, por lo general, margen para dilatar las subidas de tasas de interés oficiales.

Las perspectivas de crecimiento siguen sujetas a riesgos bajistas, sobre todo entre las economías desarrolladas

La recuperación global se enfrenta a riesgos bajistas específicos y altamente interrelacionados, sobre todo en las economías desarrolladas. El primero de ellos hace referencia a la estrategia de salida de las excepcionales medidas de política económica adoptadas más o menos intensamente desde el último trimestre de 2008 tanto en el frente monetario como en el fiscal. Una retirada prematura de estas medidas, tal y como se apuntaba en nuestra anterior publicación, podría dañar seriamente la incipiente recuperación, toda vez que muchas economías son todavía muy dependientes de los estímulos procedentes del sector público. El orden de salida de las distintas áreas también es un factor relevante en este contexto, toda vez que hasta la fecha y particularmente en las economías desarrolladas, existe escasa evidencia de que el gasto final de familias y empresas apoyado en un crecimiento sustentable de la renta disponible haya tomado el relevo al gasto público como principal vector del crecimiento. No en vano, el ciclo de inventarios es quien está liderando mayoritariamente esta fase de incipiente crecimiento. En tanto que esta composición no se modifique, existe un claro riesgo de que la retirada de los estímulos fiscales lastre el crecimiento de muchas economías.

Al mismo tiempo, la puesta en marcha de planes de ajuste creíbles a medio plazo es indispensable, lo que hace del equilibrio entre mantener el soporte fiscal mientras sea necesario y a la vez hacer creíble una salida del mismo, una de las claves. No obstante, esta política de respaldo sin precedentes tiene un coste tangible en términos de riesgo para los balances soberanos y, en consecuencia, para la estabilidad financiera futura. Mientras esta situación no suponga riesgos adicionales, la política monetaria deberá seguir siendo laxa por un tiempo aún prolongado. Que las expectativas de inflación en las economías desarrolladas permanezcan en niveles todavía estables, que la inflación subyacente crezca muy moderadamente y que la capacidad de utilización esté en niveles históricamente bajos, permite aún cierto margen de maniobra en cuanto a la salida de las políticas no convencionales de apoyo a la liquidez.

En el ámbito financiero, los avances hasta la fecha siguen siendo moderados, por lo que los riesgos continúan estando latentes. Una de las prioridades en todas las agendas debería seguir siendo el fortalecimiento de los sistemas bancarios de muchas economías. Todo ello a fin de conseguir normalizar el canal de crédito, sólo parcialmente repuesto hasta el momento. A esto se une también un riesgo de carácter regulatorio, con origen en las propuestas de reforma lanzadas hasta la fecha, y cuyos costos en términos de incertidumbre y heterogeneidad amenazan con implicar disparidades en las reglas de juego, comportamientos que incentivan el arbitraje regulatorio y pueden llevar a un menor apetito (o mayor costo) para ampliar capital por parte del sector privado, comprometiendo, por tanto, la estabilidad financiera global.

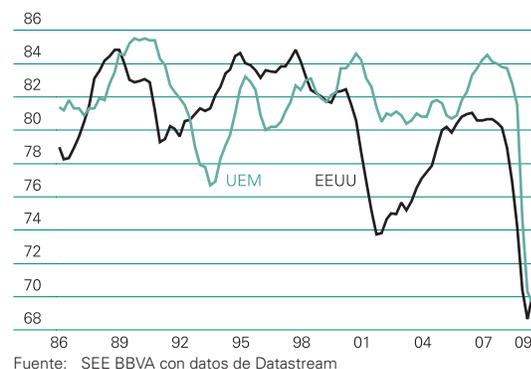
Los mercados financieros se estabilizan, aunque la fragilidad permanece latente

La continuidad de las políticas de tasas oficiales bajas en los países desarrollados con expectativas de inflación contenidas está permitiendo que las tensiones en los mercados se hayan ido estabilizando progresivamente, sirviendo además de ancla para las curvas de rendimiento de la deuda pública, que siguen mostrando tasas de largo plazo históricamente reducidas.

El comportamiento de las bolsas a nivel global reflejó las incertidumbres anteriormente comentadas, pues en el último trimestre del año tendieron a moderarse las ganancias que se habían registrado hasta entonces. No obstante, este patrón fue más claro en las economías desarrolladas que en las emergentes, donde aún se registraron entradas de capital significativas en la última parte del año pasado.

En los mercados cambiarios, la tendencia más relevante fue la sensibilidad del dólar al apetito por el riesgo de los inversores, con depreciaciones de la divisa norteamericana frente a las monedas de los principales mercados emergentes. Así, mientras el sentimiento en los mercados estuvo dominado por el optimismo en la recuperación y la percepción de una minusvaloración clara de los activos de riesgo, el dólar tendió a depreciarse, tanto en su cruce contra otras divisas desarrolladas como contra las monedas emergentes. Hacia el final del año, y ya en 2010, el dólar recuperó parte del terreno perdido apoyado en una mayor aversión al riesgo y un giro más negativo en la valoración de otras economías (especialmente en Europa). En 2010, se espera que este patrón tienda a intensificarse, de modo que el dólar tendería a apreciarse contra el euro pero a depreciarse contra las divisas emergentes.

Capacidad de Utilización de la Economía %



Indicador de Tensiones Financieras Índice enero 2007 = 100



Nota: Primer componente principal normalizado de las series de diferencial OIS, volatilidad implícita de la bolsa americana, CDS bancarios y CDS corporativos

Tipo de Cambio Dólares por euro



Nota: Pronóstico a partir de febrero 2010

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2008	2009	2010	I'09	II'09	III'09	IV'09	I'10	II'10	III'10	IV'10
Actividad Económica											
PIB corriente (mmd)	14,441	14,259	14,798	14,178	14,151	14,242	14,463	14,657	14,737	14,785	15,012
% crecimiento nominal	2.6	-1.3	3.8	-1.4	-2.4	-2.1	0.8	3.4	4.1	3.8	3.8
% crecimiento real	0.4	-2.4	1.9	-3.3	-3.8	-2.6	0.1	1.7	2.4	2.3	1.1
Deflactor del PIB	2.1	1.2	2.3	1.9	1.5	0.6	0.7	2.6	2.6	2.2	1.8
Consumo privado (var. % real)	-0.2	-0.6	1.4	-1.5	-1.7	-0.2	1.1	1.3	1.8	1.4	1.2
Consumo público (var. % real)	3.1	1.9	1.5	1.7	2.5	1.9	1.6	2.7	1.3	0.9	1.0
FBCF (var. % real)	-5.1	-18.4	-0.9	-18.8	-21.0	-19.5	-14.1	-3.3	-0.2	0.2	-0.2
Construcción ¹ (var. % real)	-22.9	-20.4	5.2	-23.9	-25.6	-18.9	-12.1	0.1	8.3	5.8	7.0
Producción industrial (var. % real)	-2.2	-9.6	-7.6	-11.6	-12.9	-9.3	-4.5	-7.6	-7.6	-7.6	-7.6
Sector Externo (mmd constantes)											
Saldo exterior	-708	-390	-283	-417	-396	-433	-464	-240	-288	-367	-296
Exportaciones	1,831	1,560	1,251	1,509	1,494	1,574	1,663	1,275	1,284	1,253	1,190
Importaciones	2,539	1,950	1,534	1,888	1,833	1,976	2,104	1,500	1,557	1,609	1,471
Balance en cuenta corriente (% PIB)	-4.9	-3.0	-2.0	-2.9	-2.8	-3.0	-3.2	-1.6	-2.0	-2.5	-2.0
Inflación (var. % anual)											
Inflación anual final	0.1	2.7	1.2	-0.4	-1.4	-1.3	2.7	2.4	1.9	1.7	1.2
Inflación anual promedio	3.8	-0.4	2.0	0.0	-1.2	-1.6	1.4	2.3	2.4	1.8	1.3
Otros Indicadores											
Resultado fiscal primario ² (% PIB)	-3.2	-9.9	-10.7	—	—	—	-9.9	—	—	—	-10.7

mmd miles de millones de dólares

1 Inversión residencial

2 Balance Fiscal (% PIB)

Nota: pronóstico aparece con **negritas**