

Una Crisis Global que se Estabiliza

En el segundo trimestre de 2009 mejoró el panorama económico con menores tensiones en los mercados financieros y un aparente menor ritmo de deterioro de la actividad real

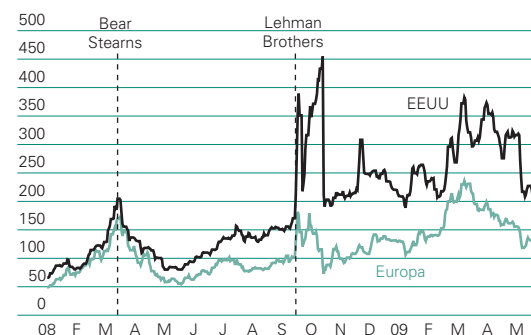
Desde una perspectiva global, la evolución de la economía desde principios de 2009 siguió estando marcada por elevados niveles de tensión en los mercados financieros que se han ido corrigiendo según avanzaba el año. Así, en mayo los CDS¹ bancarios norteamericanos alcanzaron el mínimo nivel desde la quiebra de Lehman Brothers, y los europeos han visto su valor más bajo desde noviembre de 2008. Por otra parte, en los mercados interbancarios también se están registrando importantes correcciones, con el diferencial OIS² a tres meses en EE.UU. y en la UEM en niveles mínimos desde principios de 2008. Sin embargo, en ambos casos aún se trata de niveles de tensión significativos, tanto en comparación con los registrados en las primeras fases de la crisis como con los vigentes en la etapa previa a la misma.

La continuidad e intensificación de la contracción de la economía global en los primeros meses del año fue un elemento fundamental para mantener elevados los niveles de aversión al riesgo. Así, los datos del primer trimestre de 2009 continuaron mostrando fuertes descensos de la actividad en EEUU (-1,6% en tasa trimestral), con un ritmo de caída muy similar al del cuarto trimestre. En Europa, los indicadores mantuvieron un tono excepcionalmente negativo, con una caída del PIB en el primer trimestre de 2,5% respecto al último trimestre de 2008, superior al descenso de 1,6% observado en el cuarto. No obstante, el tono general de los indicadores de coyuntura con los datos disponibles hasta la fecha y relativos a abril y mayo está siendo, por lo general, menos negativo. Este cambio supone que el ritmo de contracción de la actividad se podría estar moderando, aunque aún se observarán probablemente caídas en el corto plazo. Los mercados reaccionaron positivamente a esta posible inflexión de la coyuntura, pero la continuidad de este movimiento sigue sujeta a la incertidumbre en torno a la duración final de la crisis.

Medidas públicas para estabilizar la situación del sistema financiero, más intensas en EEUU

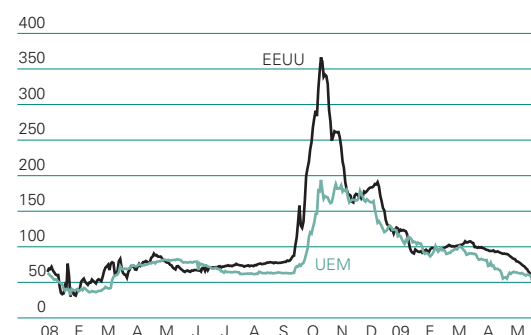
Ante la continuación de las tensiones financieras y la contracción de la economía global, los gobiernos han incrementado las medidas para afrontar la crisis financiera global. EE.UU. sigue siendo la economía que más ha avanzado en la adopción de estas políticas, especialmente después de que la nueva administración lanzara un nuevo programa de medidas destinado a la estabilización del sistema financiero. Una pieza clave dentro de este programa fue la realización de pruebas de estrés ("stress test"), de resistencia de los balances de las principales instituciones financieras ante escenarios económicos adversos, con el objetivo de conocer y difundir sus necesidades de capital, eliminando la incertidumbre existente sobre este asunto. Los resultados del test indicaron que 10 de las 19 principales entidades financieras americanas necesitan 75 mM de dólares de capital adicional, que deberán conseguir en seis meses. Estos resultados tuvieron buena acogida en el mercado, favoreciendo la reciente reducción en las tensiones

Bancos: CDS Deuda Senior 5 Años Puntos básicos



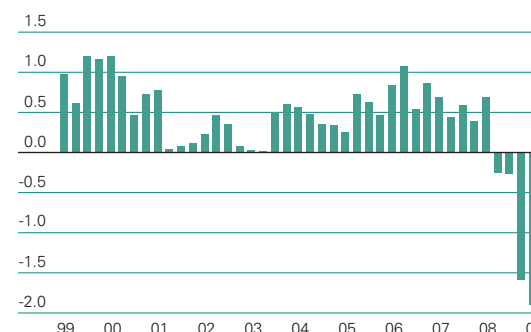
Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Mercados Interbancarios: Diferencial OIS a Tres Meses Libor tres meses - OIS tres meses



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

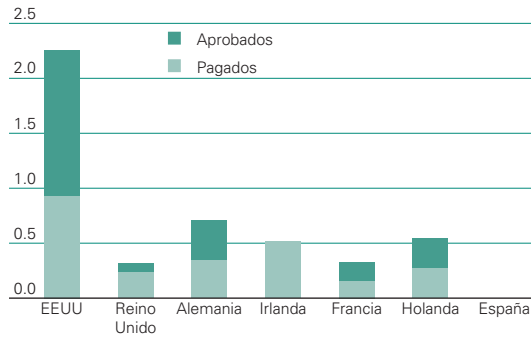
UEM: Crecimiento del PIB Variación % trimestral



Fuente: BBVA con datos de Datastream

- 1 *Credit Default Swap*, acuerdo de cobertura del riesgo de impago de un título financiero cuyo subyacente es un crédito.
- 2 Diferencial de la tasa interbancaria con el *Overnight Index Swap*, recoge por lo tanto el grado de riesgo asignado a los préstamos interbancarios.

Programas de Capital Bancario % sobre el total de activos bancarios



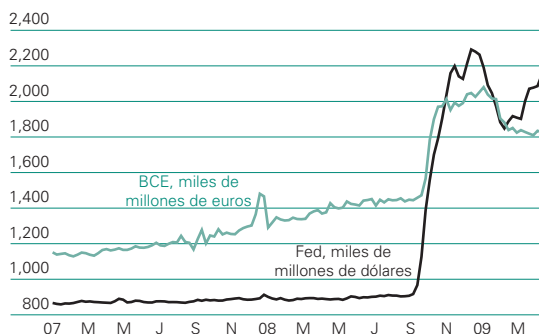
Fuente: BBVA Bancomer con datos de Datastream

Tasa de Interés Hipoteca Promedio a 30 Años en EEUU



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Bancos Centrales: Activos Totales



Fuente: BBVA con datos de Datastream

financieras. Además, varias entidades financieras emprendieron rápidas y exitosas acciones para incrementar sus recursos propios. Un segundo elemento importante en el esfuerzo de estabilización del sistema financiero es facilitar el saneamiento de los balances bancarios: reducir su tamaño y el riesgo asumido. Para lograr este objetivo, se ha instaurado el Programa de Inversión-Público-Privado, con el que se pretende atraer a inversores privados a la compra de activos estructurados —activos ilíquidos y de difícil valoración con criterios de mercado— de los bancos a través de fondos donde el capital será aportado conjuntamente por el sector privado y el público, con un grado de apalancamiento muy significativo. Finalmente, la nueva administración de EE.UU. ha puesto en marcha un plan destinado a mejorar el acceso a la vivienda y a evitar embargos.

La valoración del SEE BBVA de la estrategia de estabilización bancaria en EE.UU. es positiva pues tiene un enfoque global del asunto —el activo y el pasivo del balance bancario—, con escenarios de estrés creíbles y por involucrar en la solución al sector privado. Con todo, la implementación de los planes aprobados presenta grandes complejidades, y si estos elementos no se conjugan correctamente o no se aprovechan las potenciales sinergias entre los distintos programas, su impacto podría verse limitado.

La Reserva Federal, por su parte, ha sido un actor clave en el proceso de estabilización financiera y de lucha contra el riesgo deflacionario. Así, la Reserva Federal se ha embarcado en un programa de compra de 1.250 mM\$ de bonos hipotecarios de las agencias *Freddie Mac* y *Fannie Mae* buscando reducir el costo de financiamiento de las hipotecas de los estadounidenses. Otro paso clave fue el anuncio de compras de deuda pública por valor de hasta 300 mM\$. Además, la Reserva Federal participará en el financiamiento del Programa de Inversión Público-Privado, que podría llegar a alcanzar un tamaño cercano a 1000 mM\$.

En Europa, los esfuerzos de estabilización financiera han seguido centrados fundamentalmente en el ámbito nacional, con iniciativas muy diversas según los países. Así, Alemania e Irlanda están ultimando los detalles de un “banco malo”, una entidad que comprase los activos de mayor riesgo de los bancos. Por su parte, el BCE continuó con su proceso de bajadas de la tasa de interés oficial, que se sitúan al momento de redactar estas líneas en el 1%. La autoridad monetaria europea ha decidido seguir realizando las subastas semanales de liquidez mediante el sistema de tipo fijo cubriendo la totalidad de la demanda (“*full allotment*”) durante el tiempo que sea necesario y en cualquier caso hasta después del final del 2009 y, se ha extendido el plazo de los préstamos realizados por el BCE hasta los 12 meses. Por otra parte, en mayo se anunció la adquisición de 60mM de euros en cédulas bancarias.

La adopción de estas medidas de política monetaria está justificada, pues a corto plazo el riesgo fundamental es que la persistencia de una situación económica muy débil resulte en el mantenimiento de tasas de inflación negativas durante demasiado tiempo. Además, aunque los balances de los bancos centrales siguen mostrando una fuerte expansión (especialmente en el caso de la Reserva Federal), los bancos centrales no deberían tener dificultades en drenar la liquidez de forma rápida llegado el momento.

Los países emergentes acusan la situación global, pero reciben apoyos importantes

Los países emergentes también han sido afectados por la crisis financiera global y la fuerte caída del comercio internacional, y es probable que muchos de ellos sufran recesiones en 2009. Sin embargo, la principal economía emergente, China, puso en marcha planes de soporte basados en un estímulo fiscal masivo y una relajación excepcional del crédito bancario. Con ello, la economía china —que se ralentizó sustancialmente en el cuarto trimestre de 2008—, comenzó en el primer trimestre de 2009 a justificar la expectativa de que podría alcanzar un crecimiento del 8% en el conjunto del año. Por otra parte, resulta destacable que el impacto de la situación global por el momento se haya limitado a la actividad económica real, sin que se hayan producido aún crisis financieras en países importantes. Sin embargo, es cierto que algunas regiones son especialmente vulnerables. En particular, los países del Este de Europa presentan riesgos elevados, dadas las características de sus sistemas financieros —con reducida disponibilidad de liquidez doméstica y elevado peso de crédito en moneda extranjera—, dominados por el financiamiento de algunos bancos europeos presionados a su vez por su exposición a la crisis global.

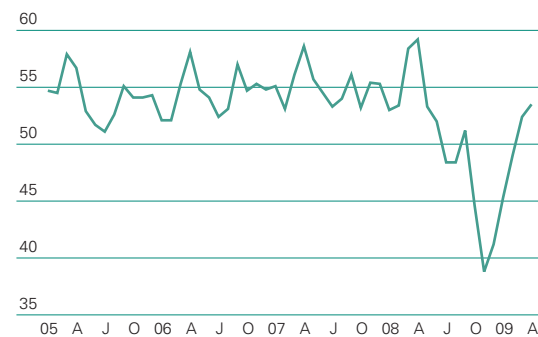
En cuanto a las variables financieras, hacia el final del primer trimestre se revertió el sentimiento negativo en los mercados, predominante en la parte inicial del año. Especialmente importante para los mercados emergentes resultó la cumbre del G-20 del 2 de abril en Londres. En ésta, los dirigentes de las principales economías del mundo decidieron aumentar los recursos del Fondo Monetario Internacional (FMI) en 750 mM\$ y permitir la emisión de otros 250 mM\$ en Derechos Especiales de Giro (DEGs). Este aumento de los recursos del FMI permite financiar la Línea Flexible de Crédito, un nuevo programa del Fondo destinado a ayudar a aquellos países con fundamentales sólidos que estén atravesando por problemas temporales de financiamiento. Por el momento México, Polonia y Colombia han acordado líneas de crédito a través de este programa. Posteriormente, los países emergentes se beneficiaron del mayor apetito por el riesgo observado a nivel global en los mercados financieros. Así, comenzaron a observarse flujos financieros de entrada en los países de Asia y Latinoamérica.

Pese a la estabilización registrada y las medidas tomadas, la recuperación sigue siendo de intensidad y comienzo incierto

La efectividad de las políticas de saneamiento de los sistemas financieros por un lado, y de las políticas fiscales de estímulo de la demanda por el otro, centrarán la atención en los meses próximos. El impacto final de las mismas determinará el momento de inicio, el ritmo y las áreas geográficas en las que se consolidará la recuperación económica.

A pesar de que las medidas mencionadas están teniendo un impacto favorable en la economía en 2009, los elementos de una posible recuperación hacia fines de 2009 y comienzos de 2010 son todavía inciertos. Los datos recientes parecen sugerir que el ritmo de deterioro económico se frena. No obstante, la salida de la recesión sería en todo caso con tasas de crecimiento muy moderadas y por debajo del crecimiento potencial. Además, es probable que ocurriera más tarde en Europa, dada la mayor lentitud en la adopción de medidas de estabilización financiera y de política monetaria. Estas incertidumbres obligarán a los bancos centrales a mantener tipos oficiales bajos por un largo período de tiempo.

China: Indicador PMI



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Diferenciales EMBI

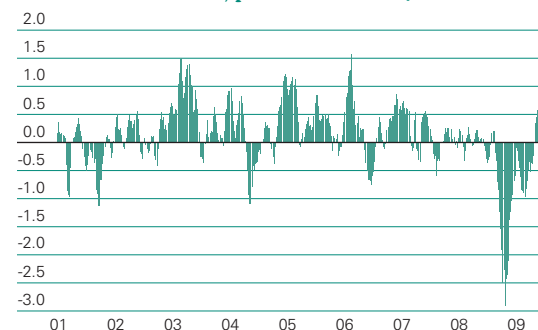
Puntos básicos



Fuente: BBVA con datos de Datastream y JP Morgan

Mercados Emergentes: Entradas de Fondos Minoristas en Renta Fija

% del total de activos, promedio móvil 4 semanas



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Indicadores y Pronósticos Estados Unidos

	2007	2008	2009	I'08	II'08	III'08	IV'08	I'09	II'09	III'09	IV'09
Actividad Económica											
PIB corriente (mmd)	13,808	14,265	14,242	14,151	14,295	14,413	14,200	14,090	14,112	14,224	14,541
% crecimiento nominal	4.8	3.3	-0.2	4.7	4.1	3.3	1.2	-0.4	-1.3	-1.3	2.4
% crecimiento real	2.0	1.1	-2.0	2.5	2.1	0.7	-0.8	-2.5	-3.1	-2.4	-0.1
Deflactor del PIB	2.7	2.4	1.8	2.6	2.3	2.0	2.6	2.0	2.1	1.8	1.1
Consumo privado (var. % real)	2.8	0.2	-0.5	1.5	1.3	-0.2	-1.5	-1.4	-1.4	-0.3	1.1
Consumo público (var. % real)	2.1	2.9	3.5	2.6	2.6	3.1	3.2	1.8	3.1	3.7	5.4
FBCF (var. % real)	-5.3	-6.7	-20.4	-2.3	-6.6	-7.3	-10.4	-23.3	-21.7	-21.1	-15.5
Construcción ¹ (var. % real)	-17.9	-20.7	-21.4	-21.3	-21.6	-20.6	-19.4	-23.4	-24.8	-21.4	-15.8
Producción industrial	1.5	-2.2	-10.0	1.4	-0.4	-3.2	-6.7	-11.6	-12.4	-10.1	-5.7
Sector Externo (mmd constantes)											
Saldo exterior	-547	-390	-324	-462	-381	-353	-365	-303	-332	-332	-329
Exportaciones	1,426	1,514	1,208	1,501	1,545	1,556	1,455	1,337	1,223	1,159	1,114
Importaciones	1,972	1,904	1,532	1,963	1,926	1,909	1,819	1,640	1,555	1,491	1,443
Déficit por cuenta corriente (% PIB)	-5.3	-4.7	-2.9	-5.0	-5.1	-4.9	-3.6	-2.1	-3.6	-3.4	-2.6
Inflación (var. % anual)											
Inflación anual final	4.1	0.1	2.0	4.0	5.0	4.9	0.1	-0.4	-1.0	-1.5	2.0
Inflación anual media	2.9	3.8	-0.4	4.1	4.4	5.3	1.6	0.0	-0.7	-1.6	0.8
Otros Indicadores											
Resultado fiscal primario ² (% PIB)	-1.2	-3.2	-12.7	—	—	—	-3.2	—	—	—	-12.7

mmd miles de millones de dólares

1 Inversión residencial

2 Balance Fiscal (% PIB)

Nota: pronóstico aparece con **negritas**