

Entorno Económico Global

Las perspectivas económicas mundiales mejoran, ...

Desde la publicación del último Situación México, el pasado mes de junio, el escenario económico global ha seguido experimentando una recuperación. La sensación de caída libre en la que la mayor parte de las economías se habían instalado desde finales de 2008 ha dado paso a una situación de relativa estabilidad y, en algunos casos, de crecimiento moderado.

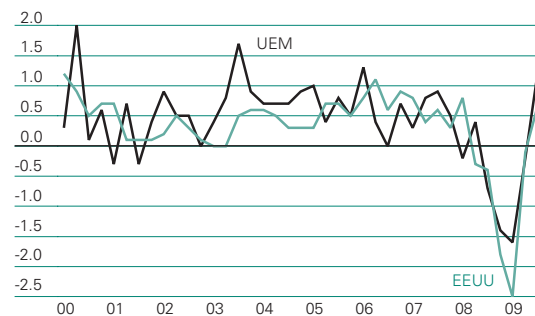
El cambio de tendencia operado desde entonces se ha visto impulsado por las excepcionales medidas públicas de estímulo adoptadas por la mayor parte las economías. Estas medidas se encuadran tanto en el frente monetario —con reducciones sustanciales de los tipos de intervención, inyecciones masivas de liquidez y operaciones no convencionales con activos, cuya puesta en marcha ha permitido un restablecimiento parcial de las condiciones de liquidez—, como en el frente fiscal y presupuestario —con ambiciosos paquetes públicos de estímulo fiscal que han proporcionado, entre otras cosas, un impulso a determinados sectores, como por ejemplo el del automóvil, y el sostenimiento temporal de las rentas y el gasto de los agentes privados—.

...aunque a corto plazo los riesgos a la baja continúan latentes, sobre todo en las economías más avanzadas

Los fundamentos de la coyuntura económica mundial global continúan frágiles y, por lo tanto, los riesgos a la baja siguen siendo plenamente vigentes. Así, el principal riesgo al que se enfrenta la recuperación global se encuentra en que una eventual retirada prematura de los planes de estímulo, sobre todo en las economías más avanzadas, y en la incertidumbre sobre si el gasto privado podrá sustituir al gasto público como principal vector de la recuperación. Esta afirmación se apoya en el hecho de que, a diferencia de lo que ha ocurrido en las economías emergentes, en los países desarrollados, el patrón de crecimiento durante la fase expansiva se caracterizó por un fuerte impulso de la demanda interna, apoyado no sólo en el aumento de la renta disponible de los agentes sino también en un, a la postre, muy elevado recurso al endeudamiento por parte de los agentes privados, algo que no tendrá el mismo protagonismo en esta nueva fase del ciclo. Adicionalmente, el comportamiento del empleo tampoco parece que vaya a contribuir a una rápida salida de la crisis, toda vez que el ritmo de destrucción del empleo sigue siendo aún muy elevado en muchas economías.

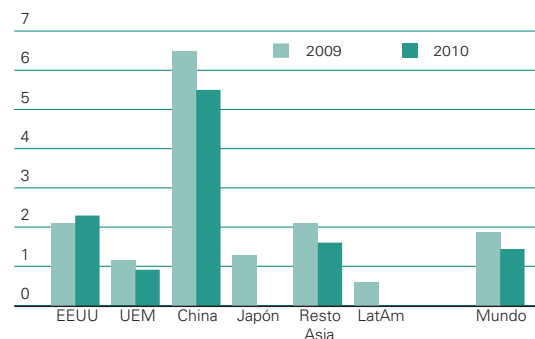
Por todo ello, el mayor reto al que se enfrenta la política económica actualmente es la implementación apropiada en tiempo y plazo de la retirada de los programas de apoyo público, fiscal y monetario. Así, la retirada prematura de los estímulos, muy especialmente de estos últimos, tendría el riesgo de poder reactivar el proceso de contracción económica observado en el último cuatrimestre de 2008. A la vez, hay que avanzar en el diseño y la comunicación de estrategias creíbles de salida.

Crecimiento del PIB Variación % trimestral



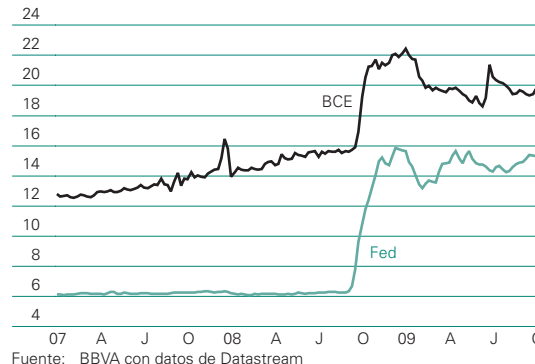
Nota: Estimado el trimestre de 2009
Fuente: BBVA

Programas de Estímulo Fiscal: Tamaño % del PIB



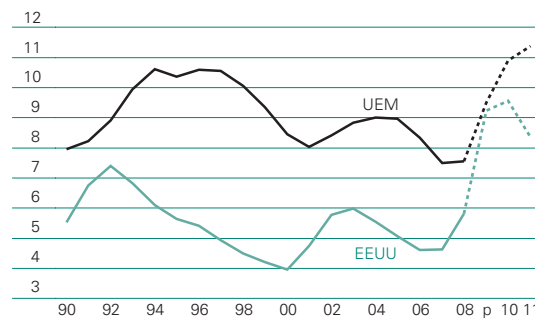
Fuente: BBVA

Bancos Centrales: Activos Totales % del PIB



Fuente: BBVA con datos de Datastream

Tasa de Desempleo % de la población activa



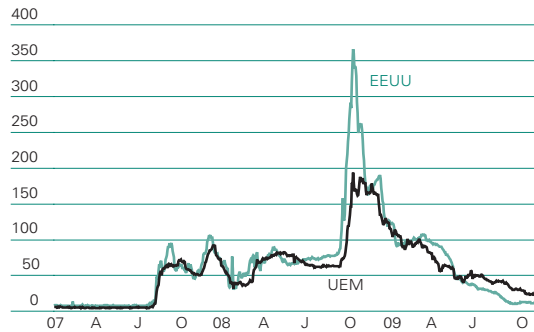
p pronóstico a partir de 2009
Fuente: BBVA

Indicador de Tensiones Financieras
Índice enero 2007 = 100



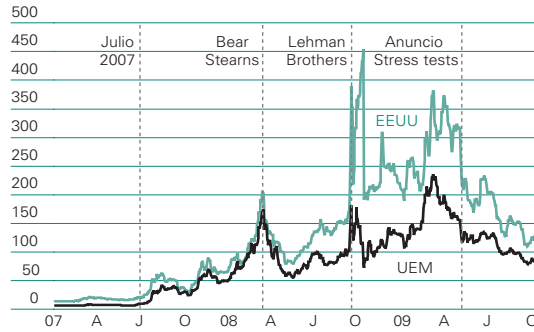
Nota: Primer componente principal normalizado de las series de diferencial OIS, volatilidad implícita de la bolsa americana, CDS bancarios y CDS corporativos
 Fuente: BBVA

Mercados Interbancarios: Diferencial OIS a 3 Meses
3M Libor - 3M OIS



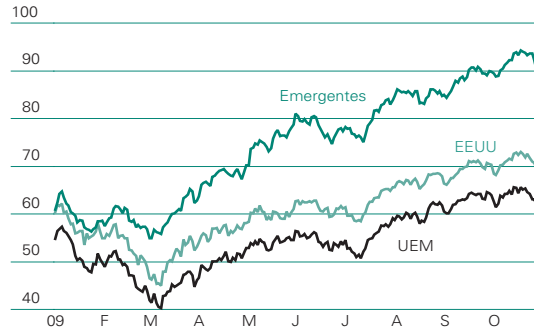
Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Bancos: Prima de Riesgo
CDS 5 años en pb



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Mercados de Renta Variable
Índice Julio 2007 = 100



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg y MSCI

En esta situación, el escenario más probable apuntaría a un mantenimiento de tasas oficiales bajas durante un período prolongado, pues no parece que se vaya a observar un repunte relevante de la inflación en un contexto de elevada capacidad productiva disponible. Sin embargo, el sostenimiento de los estímulos en el tiempo podría tener a su vez consecuencias nocivas al distorsionar, primero, los incentivos de los agentes para tomar decisiones de ajuste de sus balances que no se pueden posponer indefinidamente y, segundo, al poner en cuestión la sostenibilidad de las cuentas públicas de muchas economías.

Por todo ello, las autoridades monetarias y fiscales deberían tener presente el actual balance de riesgos, puesto que un paso prematuro o mal diseñado en lo relativo a los apoyos de las políticas públicas podría poner en cuestión seriamente la continuidad de la recuperación. En este sentido, parece probable que los bancos centrales vayan paulatinamente ensayando posibles alternativas para normalizar, llegado el momento, sus políticas de liquidez. Así, será especialmente importante que la comunicación realizada por las autoridades monetarias separe claramente el diseño de las estrategias de salida y el momento de su aplicación, que debería posponerse hasta que la economía haya retomado un crecimiento asentado en bases más robustas.

Con todo, los avances en los mercados financieros han sido muy sustanciales durante los últimos meses. Las tensiones se han ido reduciendo progresivamente desde los máximos alcanzados tras la caída de Lehman. No obstante, la situación actual dista de ser plenamente satisfactoria, ya que los niveles de tensión en los mercados se encuentran todavía lejos de los niveles pre-crisis. Los mayores avances hasta la fecha se han producido, sin embargo, en los mercados interbancarios. Así, el diferencial OIS a tres meses en EE.UU. y en la UEM se encuentran en la actualidad en sus mínimos desde hace más de un año y medio. No obstante, la evolución en dichos mercados continúa siendo muy dependiente de las inyecciones masivas de liquidez por parte de los bancos centrales, por lo que una retirada prematura de los estímulos monetarios podría llevar a retrotraer parte de la mejora previa.

Por su parte, la reducción de las primas de riesgo ha sido extraordinariamente rápida durante los últimos meses. Así, los CDS¹ bancarios norteamericanos alcanzaron en octubre su nivel mínimo desde el estallido de la crisis, y los europeos se situaron en su nivel más bajo desde hace casi un año. No obstante, desde principios de verano la corrección a la baja se ha estabilizado. La cautela parece haberse impuesto en la mayoría de los mercados (también en los de renta variable, con revalorizaciones relativamente modestas desde julio), en un contexto donde la robustez y la sostenibilidad de la recuperación económica a nivel global es aún difícil de calibrar y predomina una aversión al riesgo históricamente elevada.

1 Credit Default Swap o acuerdo de cobertura del riesgo de impago de un título financiero.

Las economías emergentes, nuevo motor del crecimiento global,...

La recuperación económica se presenta, no obstante, de forma muy heterogénea. En términos generales, las economías emergentes se encuentran en una senda de recuperación más sólida que las desarrolladas. Este hecho se explica por un conjunto de factores diferenciadores que han permitido a la mayor parte de estas economías (con la excepción de los países de Europa Emergente) sortear más fácilmente el encarecimiento de los mercados de crédito y la contracción de la actividad y el empleo. En particular, su menor exposición a la crisis financiera, sobre todo en sus compases iniciales; el éxito de los programas de estímulo fiscal y monetario puestos en marcha tras el estallido de la crisis; el incremento en los precios de las materias primas durante los últimos meses; la recuperación del comercio mundial tras el desplome sufrido a finales de 2008; y, quizás lo más relevante para la sostenibilidad de su crecimiento a largo plazo, los esfuerzos previos, en muchas de ellas, por fomentar y practicar una política de estabilidad macroeconómica. Por todo ello, se espera que, hacia delante, se amplíe la brecha en términos de crecimiento entre las economías emergentes y las más desarrolladas a favor de las primeras

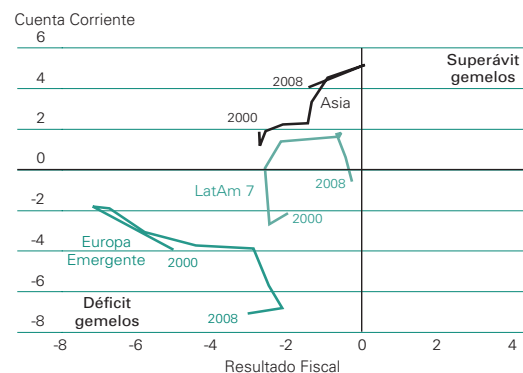
En lo que se refiere a las economías desarrolladas, la de EEUU parece encontrarse mejor posicionada que la europea para una resolución más rápida de la crisis dadas las medidas más decisivas tomadas, especialmente en el ámbito financiero y bancario. Además, el impulso fiscal en EE.UU. tendrá un impacto más significativo sobre el crecimiento en los próximos años. Así, en 2010 se estima alcance los 3 puntos porcentuales (pp), frente a los 1.5 pp en Europa. Con todo, el escenario más probable para la economía de EE.UU. es de un moderado crecimiento hacia delante, ya que ni hay certeza de que una vez se acabe el estímulo público, el sector privado vuelva a recuperar una senda de crecimiento sostenido, ni los riesgos de una recaída han disminuido lo suficiente para que cuestiones como el desempleo o las cuentas públicas dejen de ser una preocupación manifiesta.

En cuanto a Europa, el impulso fiscal será comparativamente menos elevado en 2010, así como heterogéneo entre países y mantiene una actitud menos decidida frente a la resolución de la crisis financiera. La recuperación de la actividad se verá también pospuesta por el mayor grado de rigidez del mercado laboral europeo (que supone impactos más prolongados en el empleo), así como por un potencial de crecimiento inferior al estadounidense.

Entre los países emergentes, los indicios de recuperación de la actividad son ya claros, aunque el patrón presenta algunas diferencias destacables. China retomó en el último trimestre ritmos de crecimiento muy elevados (7,9% a/a), justificados en parte por un aumento muy rápido del crédito y otras medidas de estímulo. Dentro de América Latina, la mayor parte de países muestran señales de crecimientos positivos durante el tercer trimestre, pero aún deberían profundizarse estas tendencias positivas en 2010. Más riesgos presenta, sin embargo, la situación de las economías emergentes europeas, donde se aprecian casos de adopción de políticas financieras heterodoxas

Evolución de la Cuenta Corriente y Resultado Fiscal 2000-2008

% del PIB

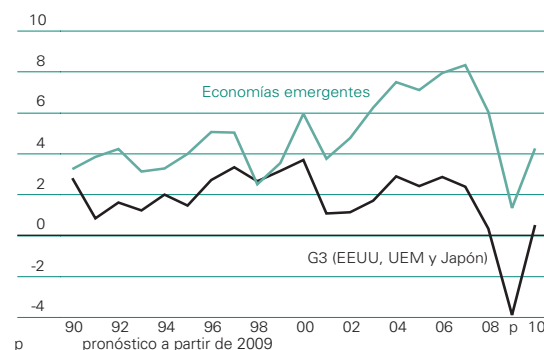


LatAm 7 Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú, México y Venezuela
 Europa: Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Estonia, Letonia,
 Emer. Lituania, Bulgaria, Rumania, Turquía, Ucrania
 Asia China, Hong Kong, India, Indonesia, Corea, Filipinas, Singapur,
 Taiwan, Tailandia

Fuente: BBVA con datos de WEO, IIF

Crecimiento del PIB

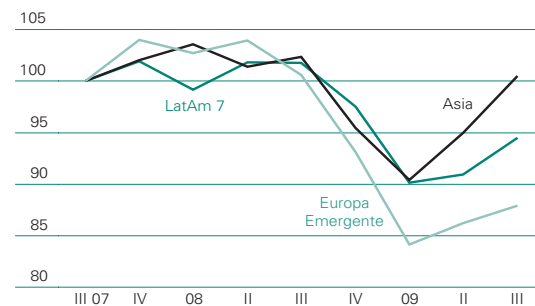
Variación % anual



p pronóstico a partir de 2009
 Fuente: BBVA

Producción Industrial

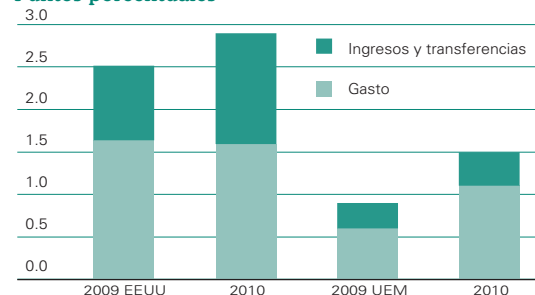
Índice 3T07 = 100



Fuente: BBVA con datos de Bloomberg

Contribución de los Paquetes de Estímulo Fiscal al Crecimiento del PIB

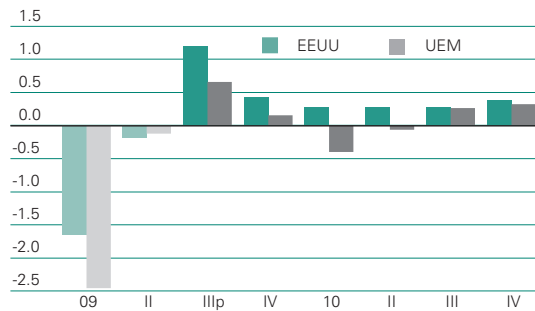
Puntos porcentuales



Fuente: BBVA

Crecimiento del PIB

Variación % trimestral



p pronóstico a partir del 3T09
Fuente: BBVA

en países muy afectados por la crisis y su impacto en el segmento hipotecario.

...aunque el desafío de corregir los desequilibrios globales continúa vigente

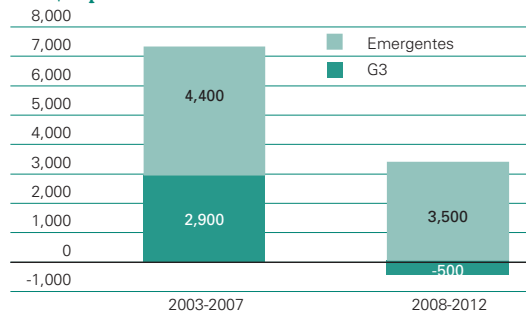
En términos generales, el mantenimiento de un patrón de crecimiento sostenible a largo plazo dependerá, en gran medida, de un reequilibrio de fuerzas a escala global, que permita la alteración de los patrones de ahorro e inversión observados hasta el momento entre economías avanzadas y emergentes, y cuyo resultado fue la aparición de fuertes desequilibrios macroeconómicos a nivel mundial. Esto llevaría a un mayor gasto en aquellas economías con superávit por cuenta corriente (fundamentalmente las asiáticas), cuyo crecimiento durante los últimos años se ha basado, en un modelo guiado por un tipo de cambio depreciado, que estimula las exportaciones y la acumulación de divisas por motivos precautorios. A la vez, estas economías mantienen una tasa de ahorro elevada, que reduce la demanda interna.

Ante la dificultad de que el consumo en las economías avanzadas vuelva a ser el principal contribuyente al crecimiento mundial, dada la necesidad de que en EE.UU. se reoriente su crecimiento a una proporción mayor de ahorro sobre el PIB y con un soporte mayor de las exportaciones, la composición en la demanda global deberá operar para conseguir un crecimiento de la economía mundial más equilibrado a largo plazo. Esto impone una serie de retos para las distintas economías, donde países como China con un superávit externo abultado ha de incrementar su consumo. Además, se ha de evitar un desalineamiento brusco de las divisas, en un contexto marcado por una alta volatilidad cambiaria.

Asimismo, en el medio plazo será necesario poner en marcha planes creíbles de consolidación fiscal, para evitar que el gasto público expulse a la demanda privada en países que se han visto avocados a incrementar sus déficit. De nuevo, el diseño de estos planes no necesariamente debe coincidir con el momento de su aplicación.

Cambio en la Demanda*

Mm \$ a precios de 2008



* Consumo privado + inversión bruta
Fuente: BBVA

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	14,293	14,743	14,178	14,151	14,302	14,540	14,641	14,680	14,706	14,944
% crecimiento nominal	2.6	-1.0	3.1	-1.4	-2.4	-1.7	1.3	3.3	3.7	2.8	2.8
% crecimiento real	0.4	-2.5	1.5	-3.3	-3.8	-2.3	-0.4	1.6	2.0	1.4	1.2
Deflactor del PIB	2.1	1.5	1.6	1.9	1.5	0.7	1.8	1.7	1.7	1.3	1.6
Consumo privado (var. % real)	-0.2	-0.8	0.3	-1.5	-1.7	0.0	0.3	0.2	0.5	-0.1	0.6
Consumo público (var. % real)	3.1	2.0	4.4	1.7	2.5	1.8	2.0	4.2	4.0	4.5	5.1
FBCF (var. % real)	-5.1	-18.3	-0.9	-18.8	-21.0	-18.8	-14.5	-4.1	-0.6	-0.3	1.6
Construcción ¹ (var. % real)	-22.9	-20.3	1.7	-23.9	-25.6	-18.1	-12.6	-1.9	5.4	1.0	2.5
Producción industrial (var. % real)	-2.2	-10.1	-8.1	-11.6	-12.9	-9.7	-6.3	-8.1	-8.1	-8.1	-8.1
Sector Externo (mmd constantes)											
Saldo exterior	-494	-351	-382	-387	-330	-348	-338	-350	-369	-396	-413
Exportaciones	1,629	1,435	1,385	1,435	1,420	1,469	1,416	1,391	1,377	1,379	1,393
Importaciones	2,124	1,786	1,767	1,821	1,750	1,817	1,754	1,740	1,746	1,775	1,806
Balance en cuenta corriente (% PIB)	-4.9	-2.6	-2.0	-2.9	-2.8	-2.8	-2.1	-1.6	-2.0	-2.4	-2.0
Inflación (var. % anual)											
Inflación anual final	0.1	0.9	1.7	-0.4	-1.4	-1.3	0.9	1.1	0.8	0.7	1.7
Inflación anual promedio	3.8	-0.7	1.1	0.0	-1.2	-1.6	0.2	1.0	1.1	1.0	1.4
Otros Indicadores											
Resultado fiscal primario ² (% PIB)	-3.2	-9.9	-9.5	—	—	—	-9.9	—	—	—	-9.5

mmd miles de millones de dólares

1 Inversión residencial

2 Balance Fiscal (% PIB)

Nota: pronóstico aparece con **negritas**