

## Desfavorables perspectivas para la economía mundial y con riesgos de que la desaceleración sea intensa

Álvaro Lissón Aguiar  
Pablo Guijarro Segado\*

### 1. Introducción

En 2007 la economía mundial registró un crecimiento muy sólido a pesar de la ralentización de las dos principales economías, Estados Unidos y Japón. Esta debilidad fue compensada por el dinamismo de las economías emergentes, entre las que destacan China, India y Rusia. No obstante, el año pasará a la historia por la aparición de la crisis financiera, con origen en el mercado hipotecario estadounidense pero de impacto en la mayor parte de los mercados financieros internacionales.

En este contexto, las perspectivas para la economía mundial no son optimistas y los riesgos a la baja se han incrementado de forma notable en los últimos meses. La razón se encuentra en la magnitud de la ralentización para la economía de la primera potencia mundial y su efecto sobre el resto de bloques económicos, además del impacto de la restricción de crédito sobre la demanda interna de las economías desarrolladas.

### 2. Evolución reciente de la economía mundial

#### 2.1. Las economías emergentes han liderado la expansión económica en 2007

La economía mundial ha continuado en 2007 con el dinamismo exhibido en años anteriores al registrar un crecimiento cercano al 5,0 por 100, todo ello a pesar de la in-

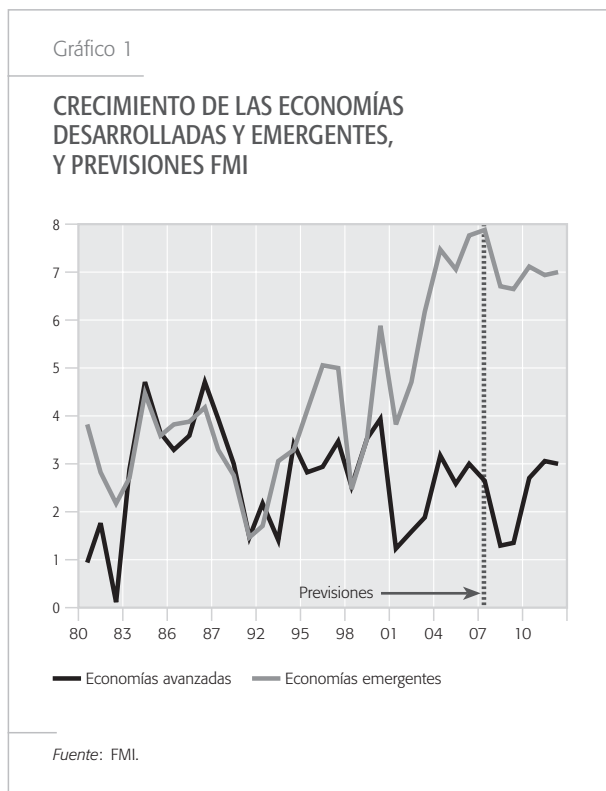
tensa desaceleración de Estados Unidos y en menor medida de Japón, que ha sido compensado de forma notable por la expansión de las economías emergentes.

En efecto, estos países han consolidado el papel que juegan en el crecimiento de la economía mundial, gracias a la favorable evolución de su sector exterior, el dinamismo de la inversión empresarial y un consumo privado que cada vez ha ido tomando un mayor protagonismo. La economía China ha logrado la mayor tasa de crecimiento en trece años al avanzar un 11,4 por 100 respecto al año anterior, mientras que India y Rusia habrían superado el 9 y 8 por 100, respectivamente. Al margen del robusto crecimiento registrado por otras economías emergentes, estas tres economías por sí solas habrían contribuido a la mitad del crecimiento de la economía mundial en 2007.

El rápido crecimiento de estas economías contrasta con la intensa desaceleración de EE.UU. que ha crecido apenas unas décimas por encima del 2,0 por 100, al hilo de la intensa corrección de la inversión residencial. El crecimiento del Área Euro y de Japón también se desaceleró, aunque en menor medida. En definitiva, la economía mundial habría crecido en 2007 un 4,9 por 100, con una desaceleración del crecimiento de las economías desarrolladas de medio punto hasta el 2,7 por 100 y con estabilidad en el ritmo de crecimiento de las economías emergentes en el 8,1 por 100.

No obstante, el año 2007 pasará a la historia por la efervescencia de la crisis financiera. El actual episodio de crisis, con origen en el mercado hipotecario estadounidense e impacto en la mayor parte de los mercados financieros, constituye hoy por hoy el principal factor de riesgo para el crecimiento mundial. En este contexto, las perspectivas para la economía mundial no son nada

\* Economistas de Analistas Financieros Internacionales.



halagüeñas y los riesgos a la baja se han incrementado de forma notable en los últimos meses. La razón radica en la magnitud de la ralentización para la economía de la primera potencia mundial y su efecto sobre el resto de bloques económicos. De momento, el resto del mundo ha sobrevivido a la desaceleración de EE.UU. y, en especial, los países emergentes. Ahora bien, el escenario que ha caracterizado el último ciclo expansivo de la economía mundial, basado en la abundancia de liquidez y apetito por el riesgo de los inversores, ha cambiado. Los signos de desaceleración de la principal economía del mundo son más que evidentes y la intensidad de su ralentización marcará la potencial moderación en el ritmo de crecimiento de la economía mundial.

### 3. Perspectivas para los principales bloques, OCDE y economías emergentes

#### 3.1. ¿A las puertas de una recesión económica en Estados Unidos?

Tras dos años de contracción de la inversión residencial en Estados Unidos, la acumulación de varios meses de destrucción de empleo y de intenso deterioro de la con-

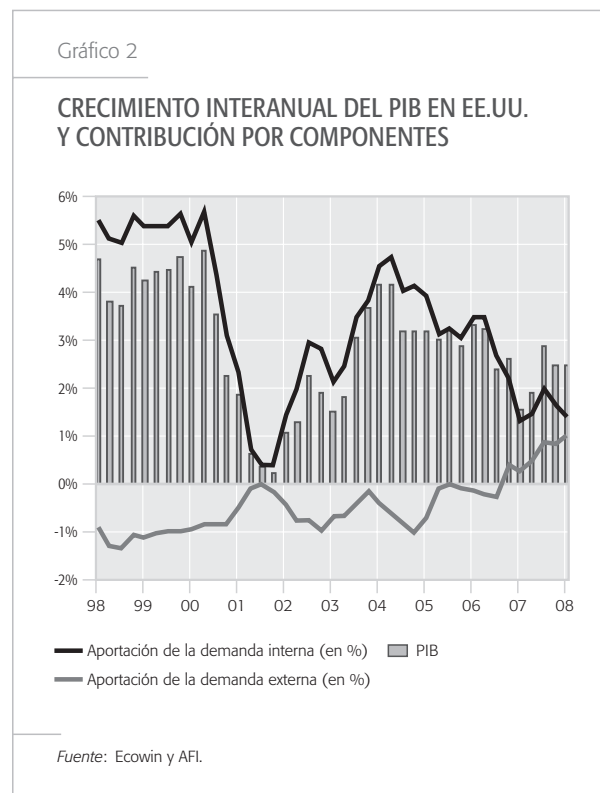
fianza de consumidores y empresarios han elevado intensamente los temores a una inminente recesión económica en esta economía.

Durante el primer trimestre de 2008, el PIB ha crecido a una tasa trimestral del 0,1 por 100 mientras que el crecimiento respecto al mismo período del año anterior ha sido del 2,5 por 100. La clave de la expansión económica se encuentra en la contribución positiva del consumo, aunque se han desacelerado de forma intensa los inventarios y el sector exterior, que han compensado la contracción de la inversión.

Las referencias a la actividad conocidas en las últimas semanas, correspondientes ya al segundo trimestre, no han sido buenas y confirman un escenario de ralentización más intensa en próximos meses, que podría llevar a una contracción del PIB en el segundo trimestre. Las claves de tal percepción serían las siguientes:

- El persistente deterioro de las ventas del mercado inmobiliario y repunte de inventarios no permite vaticinar una mejora de la actividad del sector en construcción; **la inversión residencial seguirá cediendo.**

- La confianza del consumidor se ha deteriorado en mayor medida, el precio de la vivienda continúa cediendo y se acumulan cuatro meses de destrucción de empleo;



**el consumo podría entrar en contracción en el segundo trimestre.**

— Los índices de sentimiento empresarial del sector manufacturero se encuentran en zona de contracción, con las expectativas de inversión en mínimos y con acumulación de inventarios durante el primer trimestre; **la inversión en bienes de equipo volverá a caer.**

— El deterioro de las expectativas para el consumidor y de la economía en general continuará desincentivando la construcción de centros comerciales y oficinas; **persistirá el deterioro de la inversión no residencial.**

La situación que atraviesa la economía es delicada ya que a la contracción de la actividad residencial se une la caída de la renta real disponible, en un contexto de encarecimiento de la energía y de los alimentos básicos, y de destrucción de empleo, y con una restricción crediticia que ya dura cerca de nueve meses. Todo ello es un riesgo evidente para la expansión del binomio empleo/consumo.

En AFI seguimos sin contemplar recesión técnica ya que entendemos que a partir del segundo semestre de 2008 tanto la batería de medidas adoptadas por la Reserva Federal como el estímulo fiscal introducido por el Gobierno comenzarán a surtir efecto y evitarán que la recesión de la actividad se prolongue en el tiempo. La definición estándar de recesión económica la ofrece el *National Bureau of Economic Research* (NBER), definiendo

recesión como una cesión significativa de la actividad económica que implique, como mínimo, dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo del PIB. No obstante, preveemos que el crecimiento seguirá siendo débil: ajuste intenso de la economía en 2008 y largo período posterior de “purga” de excesos: crecimientos por debajo del 1,5 por 100 en 2009-2010.

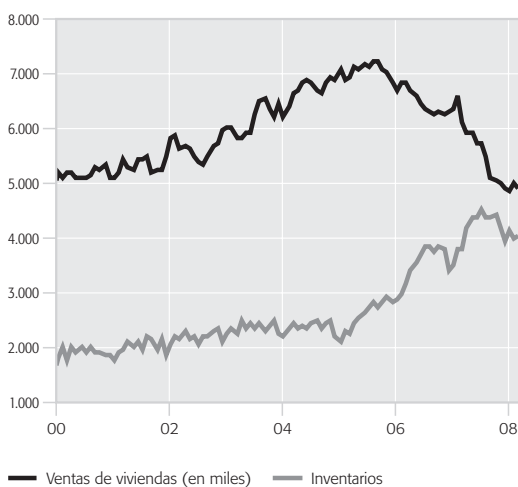
**3.2. El Área Euro no puede ser inmune a la intensa ralentización de Estados Unidos**

Hasta el momento la economía del Área Euro ha sorprendido por su capacidad de resistencia gracias al dinamismo de Alemania y, en concreto, de su sector exterior. Sin datos todavía de PIB correspondientes al primer trimestre de 2008, los indicadores conocidos hasta el momento anticipan que la economía habría expandido su actividad a un ritmo sólido, aunque con discrepancias entre sus países miembros: la fortaleza de Alemania contrastaría con el estancamiento de Francia y la debilidad manifiesta en Italia y España.

No obstante, han comenzado a acumularse señales que permiten anticipar un débil crecimiento a partir del segundo trimestre. No en vano, la intensa apreciación del euro contra sus principales cruces y la desaceleración de EE.UU. y Reino Unido, cuyo vínculo comercial con la zona euro es muy importante, y el efecto de la restricción de

Gráfico 3

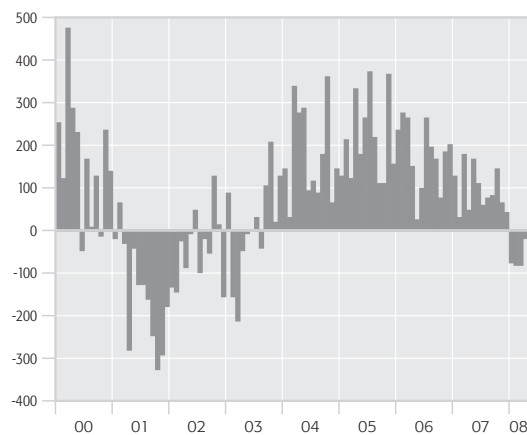
**VENTA DE VIVIENDAS E INVENTARIO DE CASAS A LA VENTA**



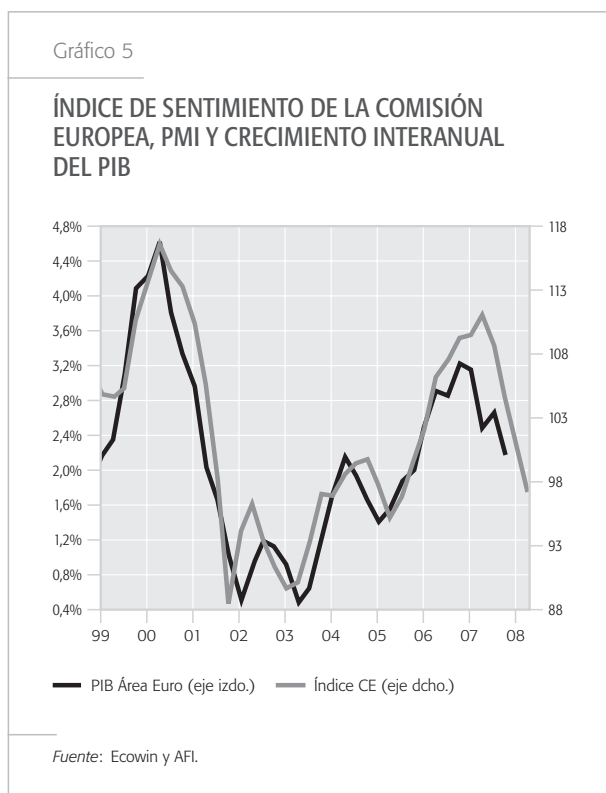
Fuente: Ecwin.

Gráfico 4

**CRECIMIENTO DEL EMPLEO EN ESTADOS UNIDOS (VARIACIÓN RESPECTO AL MES ANTERIOR EN MILES DE PERSONAS)**



Fuente: Ecwin.



crédito y repunte del EURIBOR e inflación sobre la demanda interna, no pueden dejar de tener efectos sobre la economía europea.

En abril, los índices de sentimiento económico (Comisión Europea, PMI, IFO) han intensificado su ralentización, hasta situarse en mínimos de 2005, con moderación de los componentes más adelantados: nuevos pedidos, internos y de exportación, así como de las expectativas de contratación de nuevos empleos.

Contemplamos en nuestras previsiones un escenario de crecimiento de la economía europea débil a partir del segundo trimestre (0,2 por 100 trimestral en media), con la desaceleración del sector exterior y la incapacidad de la demanda interna de tomar el relevo, como factores explicativos.

### 3.3. Se intensifica el deterioro del mercado inmobiliario y la confianza del consumidor en el Reino Unido

El Reino Unido fue la única economía desarrollada de Europa que aceleró su crecimiento en 2007, al expandir su actividad un 3,1 por 100 respecto al año anterior. La demanda interna, y en especial el consumo privado (responsable de dos tercios del crecimiento del

PIB), se erigió como el principal motor del crecimiento a pesar del endurecimiento de las condiciones monetarias que llevó a cabo su banco central.

Ahora bien, la situación ha cambiado en los últimos meses por el intenso deterioro de su mercado inmobiliario y la pérdida de dinamismo de la confianza de consumidores y empresarios. Las previsiones del consenso de mercado anticipan una significativa moderación del crecimiento en los próximos trimestres (por debajo del 2 por 100). Uno de los riesgos más importantes reside en la previsible desaceleración del precio de la vivienda, que se puede trasladar de forma significativa al consumo privado (tal y como sucedió en 2005). Con un cuadro de débil crecimiento y las presiones internas sobre los precios moderándose, el Banco de Inglaterra tendría margen para reducir los tipos de interés.

### 3.4. Los últimos indicadores macroeconómicos confirman las expectativas de ralentización económica en Japón

Tras la reactivación de 2006, la economía japonesa ha vuelto a frenar su ritmo de expansión en 2007 al avanzar un 2,0 por 100, desde el 2,4 por 100 de ese año. A pesar de la intensa desaceleración de Estados Unidos (principal socio comercial que adquiere un 20 por 100 del total de exportaciones), el sector exterior se configuró como el principal factor determinante de la expansión económica. El dinamismo de las economías asiáticas, y en especial China, país con el que registra una estrecha relación comercial (pesa un 15 por 100 en el total de exportaciones de Japón), ha permitido compensar la menor demanda de EE.UU.

En un entorno caracterizado por la pérdida de confianza de los agentes, tanto consumidores como empresarios, así como del menor crecimiento de la economía mundial, el deterioro de la actividad económica esperada para 2008 encuentra apoyo en la batería de datos conocidos hasta el momento. Los indicadores macroeconómicos ponen de manifiesto que la desaceleración económica se ha intensificado: caída del consumo y producción industrial por deterioro de la demanda externa, e intensa ralentización del mercado laboral (destrucción de 35.000 puestos de trabajo en el año).

En este contexto, pensamos que la economía japonesa se desacelerará con intensidad en 2008 y se estabilizará en 2009 con un crecimiento por debajo del potencial, al hilo del menor dinamismo de la demanda interna y por la pérdida de impulso del sector exterior. Las claves de nuestras previsiones serían las siguientes:

— El menor dinamismo del consumo privado en un contexto de moderación del empleo, caída de la confianza de los consumidores y ralentización del crecimiento del crédito al sector privado.

— La reducción de la contribución positiva del sector exterior teniendo en cuenta la desaceleración de Estados Unidos y de las economías asiáticas.

### 3.5. Las economías emergentes crecerán menos pero la desaceleración no será intensa

Si algo ha caracterizado al funcionamiento de la economía mundial en los últimos años ha sido la notable expansión de las economías emergentes que ha permitido compensar el menor crecimiento registrado por los principales bloques económicos.

La expansión de la economía mundial comenzó a perder dinamismo tras el verano de 2007 como consecuencia de la aparición de la crisis financiera. La ralentización de la actividad económica ha sido más intensa en las economías desarrolladas, y en particular en Estados Unidos, donde la recesión de la inversión residencial ha cobrado un mayor impulso a partir de entonces. Los países emergentes se han visto menos afectados por las crisis y turbulencias en los mercados financieros, con China e India liderando el crecimiento de la economía mundial.

Ahora bien, en adelante los mayores riesgos para la actividad económica se concentran en el potencial impacto de la crisis sobre la demanda interna de las economías desarrolladas y sus implicaciones son negativas para la economía global, en la medida en que gran parte de las economías emergentes todavía dependen de su sector exterior para crecer. En cualquier caso, hay que tener en cuenta que la posición de las economías emergentes es en la actualidad más sólida que en el pasado. El fortalecimiento de su posición económica financiera las sitúa en una posición menos vulnerable, las dota de una mayor capacidad para hacer frente a las dificultades y superar con éxito las perturbaciones provenientes del exterior.

En el mes de abril, el Fondo Monetario Internacional (en adelante FMI) ha publicado su tradicional informe semestral de perspectivas económicas (*World Economic Outlook*), que se ha caracterizado por un mayor pesimismo que en otras ocasiones. En el escenario central de previsiones, el FMI ha situado el crecimiento de la economía mundial en el 3,7 por 100 en 2008 y 3,8 por 100 en 2009, lo que supone un recorte de cinco y seis déci-

mas, respectivamente, respecto a la última actualización de previsiones correspondiente a enero.

Con relación a las economías emergentes destacan los siguientes puntos:

#### Asia

Las economías emergentes asiáticas registrarán una moderada desaceleración, a pesar de la intensa ralentización esperada para las economías avanzadas. La capacidad de resistencia de estas economías se basa en los siguientes puntos:

— El impacto de la desaceleración del bloque desarrollado sobre las exportaciones será menor que en otros periodos de ralentización económica, teniendo en cuenta que el peso relativo de las exportaciones hacia estas regiones se ha reducido en los últimos años en favor de un mayor comercio intra-regional.

— La moderación de las exportaciones se verá parcialmente compensada por el mayor protagonismo de la demanda interna, donde se espera que el consumo y la inversión sigan avanzando a buen ritmo.

— Las proyecciones de crecimiento dependerán de la capacidad de resistencia de la región a las turbulencias en los mercados financieros y del grado de alcance de la ralentización económica del bloque desarrollado.

#### América Latina

El escenario de proyección para Latinoamérica apunta a una moderación del crecimiento desde el 5,6 por 100 de 2007 hacia tasas del 4,4 por 100 en 2008 y 3,6 por 100 en 2009.

La mayor parte de ese menor avance del PIB será reflejo del impacto de la intensa ralentización de Estados Unidos sobre México y América Central, tanto por la dependencia comercial como por la moderación en la entrada de remesas.

Este escenario de previsiones puede peligrar si el episodio de turbulencia de los mercados financieros se intensifica así como por el potencial impacto de una mayor desaceleración de las economías desarrolladas.

En cualquier caso, el FMI sostiene que el impacto no será tan fuerte como en el pasado gracias a los fundamentos económicos de la región que, hoy en día, son más

Cuadro 1

## RESUMEN DE PREVISIONES DEL FMI

|                                  | Previsiones actuales |            |            | Diferencia respecto enero 2008 |             |
|----------------------------------|----------------------|------------|------------|--------------------------------|-------------|
|                                  | 2007                 | 2008       | 2009       | 2008                           | 2009        |
| <b>PIB mundial</b>               | <b>4,9</b>           | <b>3,7</b> | <b>3,8</b> | -0,5                           | -0,6        |
| <b>Economías avanzadas</b>       | <b>2,7</b>           | <b>1,3</b> | <b>1,3</b> | -0,6                           | -0,8        |
| Estados Unidos                   | 2,2                  | 0,5        | 0,6        | -1,0                           | -1,2        |
| Área Euro                        | 2,6                  | 1,4        | 1,2        | -0,2                           | -0,7        |
| Alemania                         | 2,5                  | 1,4        | 1,0        | -0,1                           | -0,7        |
| Francia                          | 1,9                  | 1,4        | 1,2        | -0,1                           | -1,0        |
| Italia                           | 1,5                  | 0,3        | 0,3        | -0,5                           | -0,7        |
| España                           | 3,8                  | 1,8        | 1,7        | -0,6                           | -0,8        |
| Japón                            | 2,1                  | 1,4        | 1,5        | -0,1                           | -0,2        |
| Reino Unido                      | 3,1                  | 1,6        | 1,6        | -0,2                           | -0,8        |
| Canadá                           | 2,7                  | 1,3        | 1,9        | -0,5                           | -0,5        |
| <b>Otras economías avanzadas</b> | <b>4,6</b>           | <b>3,3</b> | <b>3,4</b> | -0,4                           | -0,4        |
| <b>Europa emergente</b>          | <b>5,8</b>           | <b>4,4</b> | <b>4,3</b> | -0,2                           | -0,8        |
| Rusia                            | 8,1                  | 6,8        | 6,3        | 0,2                            | -0,2        |
| China                            | 11,4                 | 9,3        | 9,5        | -0,7                           | -0,5        |
| India                            | 9,2                  | 7,9        | 8,0        | -0,5                           | -0,2        |
| <b>Oriente medio</b>             | <b>5,8</b>           | <b>6,1</b> | <b>6,1</b> | <b>0,2</b>                     | <b>0,1</b>  |
| <b>América Latina y Caribe</b>   | <b>5,6</b>           | <b>4,4</b> | <b>3,6</b> | <b>0,1</b>                     | <b>-0,4</b> |
| Brasil                           | 5,4                  | 4,8        | 3,7        | 0,3                            | -0,3        |
| México                           | 3,3                  | 2,0        | 2,3        | -0,6                           | -0,7        |

Fuente: FMI.

sólidos que en el pasado y la hacen menos vulnerable ante las perturbaciones externas.

### *Europa Emergente*

La perspectiva para 2008 es de intensa moderación del crecimiento del PIB hasta el 4,4 por 100, desde el 5,8 por 100 de 2007. El crecimiento en las distintas economías debería moderarse hacia tasas más acorde con el potencial, reflejando la relajación de la demanda interna, la ordenada moderación en la entrada de capital extranjero, así como por el menor impulso del sector exterior en un contexto de significativa relajación de las economías del Área Euro.

El abultado déficit por cuenta corriente de algunas economías supone un elevado foco de riesgo en un momento como el actual en que gran parte de su financiación se sostiene mediante la entrada de inversión en cartera.

Si el contexto internacional se deteriora con mayor intensidad, los países con balances fiscales más saneados cuentan con una base sólida para hacer frente a las perturbaciones externas, mientras que para aquellos que se sitúan en el lado opuesto (Polonia o Hungría), su capacidad de resistencia es limitada.

## **4. La inflación es un problema que dificulta la labor de los bancos centrales**

Durante gran parte de 2007 el efecto del componente de energía en los IPC, derivado de la tendencia alcista en el precio crudo durante 2006 y, en especial, en los meses de verano, permitió mantener la inflación de los países desarrollados en tasas muy moderadas. No obstante, en la última parte del año, el encarecimiento del

petróleo (que superó la cota de los 90 dólares por barril) invirtió esta tendencia, provocando un repunte inflacionista de forma global. Además, a este factor se le unió el intenso encarecimiento de los alimentos, repunte que ha venido explicado tanto por un aumento de la demanda como por un problema de oferta. El aumento de precio de los alimentos básicos como el maíz, la soja o la caña de azúcar, y su efecto secundario en la cadena de elaboración de otros alimentos (carne o lácteos), ha ejercido presiones significativas sobre la inflación de las economías, pero especialmente en las emergentes, debido a que el peso de los alimentos en la cesta de la compra es muy alto.

En lo que llevamos de 2008, las presiones sobre precios no solo no han remitido sino que se han intensificado. Las materias primas, tanto industriales como agrícolas, han seguido repuntando hasta alcanzar nuevos máximos históricos (el barril de petróleo ha sobrepasado los 120 dólares por barril), provocando en algunos países efectos de segunda ronda sobre otros precios. En este contexto, la tasa de inflación se ha incrementado con gran intensidad en los países emergentes y desarrollados, destacando dentro del bloque desarrollado la inflación del Área Euro, que en marzo alcanzó el 3,6 por 100 interanual, lo que supuso registrar un máximo histórico y que el mercado abandonara toda expectativa de recorte de tipos de interés por parte del Banco Central Europeo (en adelante BCE).

#### 4.1. Los bancos centrales han reaccionado de forma distinta a las crecientes presiones en precios

La Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco de Inglaterra (en adelante BoE) han priorizado estimular el crecimiento económico mediante la reducción de los tipos de interés en perjuicio de contener la inflación. Por su parte, el BCE ha mantenido inalterado el tipo de interés de referencia a tenor de la intensidad del repunte de la inflación en un contexto de suave desaceleración de la economía.

#### 4.2. La Reserva Federal podría haber finalizado la relajación de las condiciones monetarias, al BoE le quedarían algunos recortes más y el turno del BCE podría estar cerca

La Reserva Federal recortó el 30 de abril el nivel de los fondos federales en 25 puntos básicos hasta el 2,0 por 100, lo que supone una reducción de 3,25 puntos desde que en septiembre de 2007 comenzara con la relajación de las condiciones monetarias. No obstante, en el comunicado posterior la Fed manifestó que el significativo estímulo monetario llevado a cabo desde el pasado mes de septiembre, junto con el paquete de reforma fiscal anunciado por el gobierno, deberían contribuir a apoyar

Gráfico 6

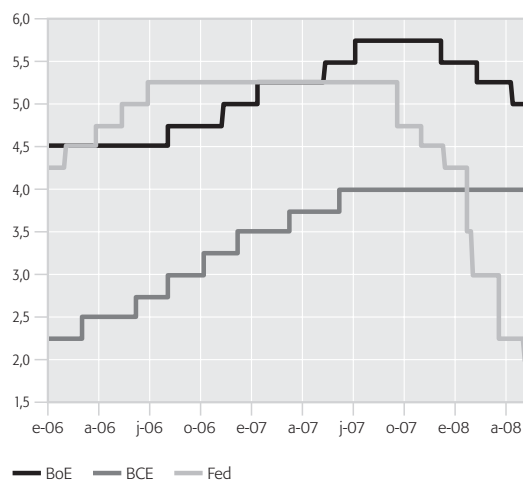
#### EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN LA UME, EE.UU. Y REINO UNIDO



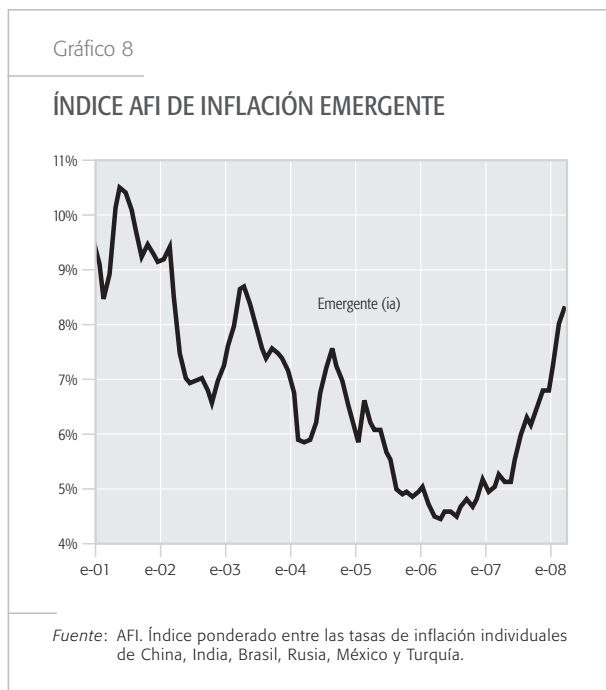
Fuente: Ecwin.

Gráfico 7

#### EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERVENCIÓN EN EE.UU., ÁREA EURO Y REINO UNIDO



Fuente: Bancos centrales.



el crecimiento a lo largo del tiempo. Esta referencia supone una clara señal de que la autoridad monetaria podría haber concluido la fase de estímulo monetario.

Pensamos que el BoE podría recortar el tipo de interés de referencia en dos ocasiones más hasta cerrar el año en el 4,5 por 100. El movimiento obedecería a la persistente debilidad de su mercado inmobiliario y a las señales de desaceleración que también se desprenden de los indicadores de confianza.

Por su parte, la situación en la zona euro es distinta. A pesar de que las señales que anticipan la desaceleración económica son importantes, mientras no se materialice que las expectativas de inflación se reduzcan o se produzca un giro a la baja importante en la cotización de las materias primas, no podemos esperar movimientos en el tipo repo por parte del BCE ni cambios en su discurso.

### 4.3. Las subidas de tipos de interés en economías emergentes podrían terminar en el segundo trimestre

El tensionamiento de las condiciones monetarias no es un proceso exclusivo de las economías desarrolladas. En aquellos países emergentes donde los bancos centrales mantienen un régimen de política monetaria con metas de inflación hemos asistido a un repunte generalizado del tipo de interés de referencia con el objetivo de frenar las crecientes presiones sobre precios de la demanda interna. Entre ellos cabe destacar a China, India, Chile, Colombia, Perú, Rusia, Polonia, República Checa y recientemente Brasil.

Las futuras decisiones de política monetaria seguirán siendo predominantemente alcistas, siempre que no asistamos a una solución en los problemas de suministro y producción de alimentos y que el encarecimiento del crudo no cese. Si bien alertamos del riesgo que puede suponer un excesivo endurecimiento de las condiciones monetarias sobre la demanda interna, en un contexto de menor crecimiento de la economía mundial y, por tanto, de disminución de la demanda procedente del exterior. A este factor se le une la apreciación que siguen registrando las divisas frente al dólar, fruto de un diferencial de tipos de interés creciente frente a EE.UU.

### Bibliografía

- CANO MARTÍNEZ, David y LISSÓN AGUIAR, Álvaro (2007): "De las materias primas industriales a los alimentos: los riesgos para la inflación se modifican, pero persisten", *Cuadernos de Información Económica*, FUNCAS, núm. 199, julio-agosto.
- LISSÓN AGUIAR, Álvaro (2008): "Continúa el endurecimiento de las condiciones monetarias", *Empresa Global*, enero.
- Fondo Monetario Internacional (2008): *World Economic Outlook*, abril.