



«El diagnóstico que podemos hacer sobre la posición cíclica de las economías desarrolladas es ‘malo y empeorando’»

Señales mixtas en los factores de riesgo

A lo largo del último mes, se han producido novedades en los tres frentes de riesgo objeto de análisis de mis últimas contribuciones en *Empresa Global*. Respecto a la crisis de deuda UME, se han incrementado las probabilidades de que Grecia lleve a cabo una quita de sus bonos por un mayor porcentaje del estimado inicialmente. Así, comienza a hablarse ya de un 50%, lo que implicaría una mayor pérdida a los tenedores, entre los que destacan las entidades financieras europeas. Es por este motivo por el que se ha intensificado el temor al impacto que un *default* griego tendría sobre la solvencia del sistema bancario europeo, algo que se refleja en las cotizaciones de algunos activos financieros como los CDS, que se han situado en niveles máximos históricos (es decir, por encima de lo observado tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008). Pero, y he aquí el cambio respecto a hace unas semanas, en esta ocasión, las autoridades económicas han reaccionado. En política monetaria, reinstaurando las operaciones de financiación a 12 meses con adjudicación plena y reeditando el programa de compra de *covered bonds* (CBPP) por 40.000 millones de euros. Desde el frente de la solvencia, rescatando a Dexia y anunciando nuevas medidas para facilitar potenciales inyecciones de capital a las entidades que lo necesiten.

Es en el lado del crecimiento económico -el segundo factor de riesgo- en el que contamos con nuevas señales de moderación, de tal forma que el diagnóstico que podemos hacer sobre la posición cíclica de las economías desarrolladas es «malo y empeorando». La nueva caída de los índices de sentimiento empresarial (sobre todo, en Europa con el ejemplo del IFO entrando con claridad en la zona de desaceleración), junto con la moderación de los registros de consumo, producción industrial o exportaciones, apuntan a que el crecimiento del PIB en la parte final del año será nulo (con la excepción de Japón), con el claro riesgo de que entre en te-

rreno negativo. Es en este tercer factor de riesgo en el que han mejorado las perspectivas en el último mes. Nos referimos a las perspectivas de crecimiento para las economías emergentes. Independientemente del *sell off* observado en los mercados financieros emergentes, los indicadores publicados recientemente apuntan a tasas de crecimiento de entre el 3 y el 4% en América Latina y de entre el 5 y el 7% en Asia para 2012, previsiones avaladas por el FMI en su último *World Economic Outlook*.

Lo que también se va generalizando es el diagnóstico de que las economías emergentes tienen ahora unos mejores fundamentos macroeconómicos que en 2008 -y, obviamente, que en 1998- para hacer frente a una ralentización cíclica mundial, dado que, en la actualidad, su crecimiento procede en mayor medida de la demanda interna que de la externa. Por otra parte, gracias a su posición más saneada en la balanza por cuenta corriente (salvo Turquía) son menos vulnerables a potenciales «frenos» en la entrada de capitales y cuentan, además, con un importante nivel de reservas internacionales (han aumentado un 50% desde 2008) para hacer frente a posibles salidas de inversores. Pero es que, además, con un reducido déficit fiscal (o incluso superávit), unido a unos bajos niveles de *stock* de deuda, pueden contar, en caso necesario, con margen de actuación en política fiscal.

Por último -y éste es el elemento más novedoso-, los bancos centrales han modificado su sesgo, abriendo la puerta a futuros recortes de tipos de interés a pesar de que la inflación se sitúa por encima de sus niveles objetivo. Es decir, los bancos centrales habrían modificado su política al adoptar una posición más centrada en el crecimiento y abandonar, en parte, su objetivo de control de los precios. En definitiva: los bancos centrales de los países emergentes (con Brasil como gran ejemplo) habrían pasado de ser una «amenaza» para el crecimiento a convertirse en «cómplices» del crecimiento ::

DAVID CANO es socio de Afi y director general de Afinet Global, EAFI.
E-mail: dcano@afi.es