

DEJANDO ATRAS LA RECESION

Juan Pérez-Campanero

La recuperación económica en Estados Unidos continúa procediendo a un ritmo notablemente sólido, como se ha señalado en diversas ocasiones en estas páginas. Pero la novedad que nos ha deparado los indicadores del primer trimestre es la confirmación de que Europa finalmente ha dejado atrás la fase recesiva y se adentra en el camino de la recuperación.

1. Una caracterización de la fase cíclica en Europa.

La recuperación económica en Europa y, en particular, en nuestro país, parece ya una realidad firme. Esta recuperación se ha manifestado de forma algo más sólida y algo más temprana de lo que la mayoría de analistas venían prediciendo. A lo largo de los últimos meses hemos tenido evidencia, en base a indicadores tanto del lado de la demanda como del lado de la producción, de que las economías europeas se comportaban con más vigor del esperado.

Las perspectivas de la economía mundial se han visto notablemente mejoradas por esta recuperación. Por primera vez desde 1990, el crecimiento del PIB en la OCDE se aproximará en 1994 a su tasa de crecimiento potencial. Los cuadros núms. 1 y 2 ilustran este cambio de perspectivas desde dos aproximaciones diferentes.

El cuadro núm. 1 recoge una serie de indicadores sintéticos del ciclo económico: crecimiento en la segunda mitad del último año, desestacionalizada y elevada a tasa anual, crecimiento potencial y output gap tal como lo evalúa el servicio de estudios de la OCDE, una caracterización del tono expansivo o contractivo de las políticas económicas (fiscal, monetaria y de tipo de cambio) en su impacto sobre el crecimiento, y una síntesis de la posición de las distintas economías industrializadas en 1994, en base a su tendencia reciente de crecimiento y a las previsiones de crecimiento para 1994 de J.P. Morgan Economic Research (muy similares a otras previsiones del sector privado, de organismos internacionales o previsiones oficiales).

Como puede verse, todas las economías del grupo "anglosajón" (Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, Australia, más Nueva Zelanda, no mostrada en el cuadro, además de Dinamarca y España, se encontrarán en 1994 en una fase de recuperación económica relativamente sólida. Pero también el resto de las economías europeas y la economía japonesa han pasado ya de la recesión a una fase de recuperación, con un crecimiento positivo y mayor al del año anterior aunque aun por debajo de la tendencia.

El cuadro núm. 2 documenta desde otra perspectiva la evolución de la percepción sobre el comportamiento económico de los principales países industriales (los del G-7 excepto Canadá, y un agregado más amplio representativo de la economías europea en su conjunto) referido al "consenso" o media de las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB en el año en curso, tal como se recopilan por Consensus Economics Inc. en la publicación mensual "Consensus Forecasts". La base de la encuesta que sirve para elaborar esta media es bastante

amplia, incluyendo a buen número de los principales servicios de estudios de las instituciones financieras y corporaciones no financieras (tanto internacionales como de ámbito puramente nacional), instituciones académicas (fundaciones y universidades) y servicios empresariales. El número de instituciones incluidas es de 30 para Estados Unidos, 21 para Japón, 27 para Alemania, 18 para Francia, 12 para Italia, y 36 para el Reino Unido. En el caso de España, la base de la encuesta no resulta tan representativa y por razones de homogeneidad no se ha incluido en el cuadro. Pero recopilaciones similares más representativas, como la que realiza mensualmente la revista *The Economist* en su "The Economists Poll of Forecasters" con las instituciones financieras internacionales, o la Fundación FIES con las instituciones financieras y académicas españolas, indican la misma tendencia que aquí se documenta.

Y esta tendencia aludida no es otra que el notable cambio en la percepción sobre las posibilidades de crecimiento en los principales países industriales. El paulatino pesimismo que se fue adueñando de la opinión internacional a lo largo del pasado año tuvo su punto de inflexión a principios de este año, momento a partir del cual las previsiones comienzan a ser cada vez más optimistas. Así, desde el verano de 1993 hasta final de año, la previsión media de crecimiento del PIB se revisa a la baja desde el 3% hasta el 2.8% para Estados Unidos, desde el 2.5% hasta 0.2% para Japón, desde el 0.7% hasta el 0.4% para Alemania, desde el 1.3% hasta el 0.8% para Francia y desde el 1.5% hasta el 1.3% para Italia. Para Europa en su conjunto, la previsión media baja desde el 1.5% hasta el 1.2%. A principios de este año se inicia el camino de vuelta, y la previsiones comienzan a revisarse sistemáticamente al alza para todos los países. Así desde su punto más bajo el pasado invierno hasta mayo de este año, las previsiones de crecimiento del PIB para 1994 han pasado del 2.8% al 3.6% para Estados Unidos, del 0.2% al 0.6% para Japón, del 0.4% al 0.8% en Alemania, del 0.8% al 1.5% en Francia, y de nuevo al 1.5% en Italia; para Europa en su conjunto la previsión ha mejorado tres décimas, para volver al 1.5% de hace nueve meses.

2. Los elementos de la recuperación económica en Europa.

Hay cuatro elementos que configuran las características esenciales de la recuperación económica en Europa, y que actúan con intensidad desigual en cada uno de los países que la integran: el aumento de las exportaciones, la recuperación del consumo privado, el final del ciclo recesivo de la inversión, y la acumulación de inventarios.

2.1. El tirón de las exportaciones.

Las exportaciones netas añadieron en 1993 alrededor de 1.5 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en términos reales, y es probable que este año añadan más de medio punto adicional. Es posible que la distorsión de las estadísticas producida por la desaparición de las aduanas intracomunitarias haga que las cifras sesguen a la baja los números de importaciones, pero aun así la importancia del efecto es innegable. El gráfico núm. 1 recoge la evolución reciente de la balanza comercial europea, y documenta su notable mejoría en 1993.

Gran parte (posiblemente más de la mitad) de la mejora de las balanzas comerciales en Europa se debe a un efecto de demanda relativa, dada la profunda recesión vivida en Europa, y lo boyante de la demanda en la economía estadounidense y en los llamados países emergentes. Así, en 1993 el PIB crecía un 3% en términos reales en Estados Unidos, mientras que caía un 0.6% en Europa.

Pero también al efecto de precios vía tipo de cambio. La apreciación del dólar frente a las monedas europeas y, en particular, frente a las monedas de los países que devaluaron, han coadyuvado a mejorar la balanza comercial bilateral de Europa con Estados Unidos. El gráfico núm. 2 recoge esta relación, comparando la depreciación del ECU frente al dólar USA y la evolución de las importaciones de Estados Unidos procedentes de Europa.

El impulso al crecimiento proveniente de las exportaciones ha sido desigual en Europa, registrando los países periféricos y Alemania las mayores ganancias. Por un lado, los países cuyas monedas se devaluaron a lo largo de los dos últimos años (los países ibéricos y escandinavos, más Italia y el Reino Unido) han experimentado una clara mejora de la competitividad que se ha traducido en importantes ganancias de cuota de mercado y aumentos significativos de los volúmenes de exportaciones. Este es un hecho que ya he documentado abundantemente en números anteriores de esta revista. Baste ahora reseñar la imagen sintética que nos ofrece el gráfico núm. 3, que destaca la bien diferente evolución del tipo de cambio real en el "núcleo" y en la "periferia" de Europa.

Por otro lado, Alemania, cuya comercio exterior no depende tanto de los países que devaluaron y sí de los países de alto crecimiento. Alemania se benefició asimismo del boom inversor en Estados Unidos gracias a su especialización en producción de bienes de equipo.

2.2. La recuperación del consumo privado.

A lo largo de los primeros meses del año se ha observado que, contra la mayoría de los pronósticos, el gasto en consumo en Europa procedía a un ritmo notable. Ello refleja probablemente el efecto de las reducciones de tipos de interés, los incentivos fiscales en algunos países, y quizá la satisfacción de una demanda de adquisición de bienes de consumo duradero largamente contenida durante lo peor de la recesión.

Aun así, el entorno económico continúa en general siendo adverso para los consumidores: los salarios reales continúan desacelerándose, el nivel de empleo sigue en declive, y la doble restricción fiscal de los aumentos de impuestos y de los recortes en gastos sociales opera sobre la renta disponible en sentido desfavorable. Las previsiones sobre la evolución de la renta disponible en los cinco mayores europeos y su comparación con la evolución en los episodios cíclicos recientes, de acuerdo con la OCDE, queda recogida en el gráfico núm. 4. Como puede verse, es previsible que la renta disponible apenas se mueva en 1994 respecto a 1993, y que el próximo año sólo aumente ligeramente. Este comportamiento contrasta claramente con la evolución más favorable que registró la renta disponible en términos reales en la recuperación de las anteriores recesiones.

Para Europa en su conjunto, es difícil que esta ausencia de mejoría en la renta disponible se vea suficientemente compensada por una caída suficiente en la tasa de ahorro que anime el gasto de consumo. Como se indica en el gráfico núm. 5, la tasa de ahorro en las cuatro mayores economías de Europa continental apenas se encuentra un punto por encima de su nivel mínimo en los últimos veinte años, por lo que no cabe esperar que se reduzca en cuantía significativa.

Nuevamente, sin embargo, las diferencias infra-europeas en el comportamiento del consumo privado son notables, en base al comportamiento diferencial de dos tipos de factores. Por un lado, los factores fiscales. El grado de severidad de la política fiscal es muy variado hoy en Europa, y frente a países claramente decididos por los programas de reducción del gasto y de aumentos impositivos (como Alemania y el Reino Unido), tenemos a otros preocupados por añadir

una panoplia de nuevos programas "ad hoc" de gasto para apoyar el consumo y el empleo e incentivar el gasto (como por ejemplo, Francia). En su conjunto, probablemente seamos testigos de un paulatino deslizamiento de las posiciones fiscales (ajustadas de los efectos puramente cíclicos) hacia un tono algo más expansivo, pero observándose notables diferencias entre países. Otro factor importante es la evolución de los salarios reales. En países como España, el crecimiento continuado de los salarios reales ha impedido un desplome aún mayor de la masa salarial ante la caída del empleo y, con ello, un efecto negativo aún mayor sobre el consumo. La tendencia previsible en el futuro inmediato es la de una mayor moderación general del crecimiento salarial, desarrollo cuyo impacto sobre el consumo incidiría en sentido opuesto al de una mayor relajación fiscal.

2.3. El comportamiento de la inversión.

Probablemente lo peor ha pasado ya en cuanto al comportamiento de la inversión, y no volvamos a presenciar declives tan pronunciados de la actividad inversora como los que hemos registrado en los últimos trimestres.

Pero si bien el ciclo de la inversión ya ha tocado fondo probablemente o esté a punto de tocarlo, aún está muy lejano el momento en que la inversión pueda crecer a ritmos significativos. El grado de utilización de la capacidad instalada está en niveles mínimos en la mayoría de los países europeos, y con esta abundante capacidad excedentaria es impensable que la inversión pueda recuperarse a corto plazo. Como se documenta en el gráfico núm. 6, sólo en estos momentos está la tasa de utilización de la capacidad productiva en la industria empezando a remontar sus niveles de mínimos cíclicos, y parece, en base a las correlaciones históricas, aún muy alejado el momento en que la inversión pueda empezar a crecer a una tasa superior a la del PIB para enjugar una necesidad de capacidad productiva.

También en este ámbito son muy diversas las situaciones en los distintos países europeos. Pero globalmente, es probable que la aportación de la inversión al crecimiento del PIB sea este año nula.

2.4. Una positiva contribución de los inventarios.

Durante 1993, las agudas caídas de la producción motivaron un proceso de reducción de los inventarios. En conjunto, la desacumulación de inventarios contribuyó un -0.7% al crecimiento del PIB en Europa el pasado año.

Pero ese mismo proceso de desacumulación de inventarios probablemente ha ayudado que su nivel sea en este momento más proporcionado con el de las ventas finales, y por tanto ha contribuido a animar la confianza empresarial. La contribución de los inventarios al crecimiento del PIB será probablemente positiva, y su orden de magnitud cercano al medio punto porcentual. A medida que se difunde la confianza empresarial en la fortaleza de la demanda final, veremos una genuina ampliación de inventarios en la mayor parte de las ramas de negocio.

CUADRO NUM. 1

INDICADORES DEL CICLO ECONOMICO						
Caracterización cíclica(*) Monetaria	Crecim. PIB medio 2ª mitad 1993 % anualizado(**)	Crecimiento potencial 1994(***)	Output gap en 1994 %(***)	Tono de políticas		
				Fiscal	Tipo	
	cambio					
USA	Recuperación robusta	4,9	2,2	0,8	-	-
JAPON	Recuperación débil	-0,6	4,3	-6,8	+	+
ALEMANIA	Recuperación débil	0,7	2,3	-3,6	-	+
FRANCIA	Recuperación débil	0,8	2,1	-5,8	+	+
REINO UNIDO	Recuperación robusta	2,5	2,0	-6,9	-	+
ITALIA	Recuperación débil	0,7	2,3	-3,4	0	+
CANADA	Recuperación robusta	2,9	2,8	-9,4	-	-
AUSTRALIA	Recuperación robusta	3,9	2,0	-0,6	+	-
BELGICA	Recuperación débil	-2,0	1,7	-3,8	-	+
FINLANDIA	Recuperación débil	2,8	1,2	-19,1	-	+
DINAMARCA	Recuperación robusta	8,5	2,0	-0,0	+	+
HOLANDA	Recuperación débil	0,2	1,5	-12,7	-	+
ESPAÑA	Recuperación robusta	0,4	2,6	-9,3	0	+
SUECIA	Recuperación débil	2,1	-0,5	-5,0	+	+
SUIZA	Recuperación débil	0,8	1,1	-7,7	-	+

(*) Se utilizan cinco caracterizaciones, todas aplicadas al crecimiento interanual del PIB en 1994:

I: Recesión - Crecimiento negativo del PIB.

En el resto de caracterizaciones, el crecimiento es positivo:

II. Recuperación débil - Crecimiento superior al del año anterior y a la tendencia.

III. Recuperación robusta - Crecimiento superior al del año anterior y a la tendencia.

IV. Expansión madura - Crecimiento superior a la tendencia, pero inferior al del año anterior.

V. Recesión de crecimiento - Crecimiento inferior a la tendencia y al del año anterior.

(**) Crecimiento del 1993 para Bélgica.

(***) Estimaciones del output potencial de la OCDE, tomadas de los disketes que acompañan a la edición de diciembre de 1993 del *OECD Economic Outlook*.

(****) Tono de las políticas económicas:

+ Indica un cambio hacia un tono más expansivo de la política sobre el crecimiento;

- Indica un cambio hacia un tono más expansivo.

0 Indica que no ha cambiado la influencia.

• Las categorías fiscales están basadas en las acciones discrecionales para 1994.

• Para la categoría monetaria: + indica que el próximo movimiento en los tipos de interés es a la baja; - indica que es al alza.

• Las categorías para el tipo de cambio están basadas en la evolución del tipo de cambio efectivo real (índices de J.P. Morgan) en el último año: si la variación está en un rango de $\pm 5\%$ range, el tipo de cambio tiene una influencia neutral; una apreciación $\geq 5\%$ indica una influencia contractiva; $\leq 5\%$ una influencia expansiva.

Fuente: J.P. Morgan Economic Research.

CUADRO NUM. 2

LA EVOLUCION DEL CONSENSO DEL SECTOR PRIVADO SOBRE EL
CRECIMIENTO DEL PIB EN 1994

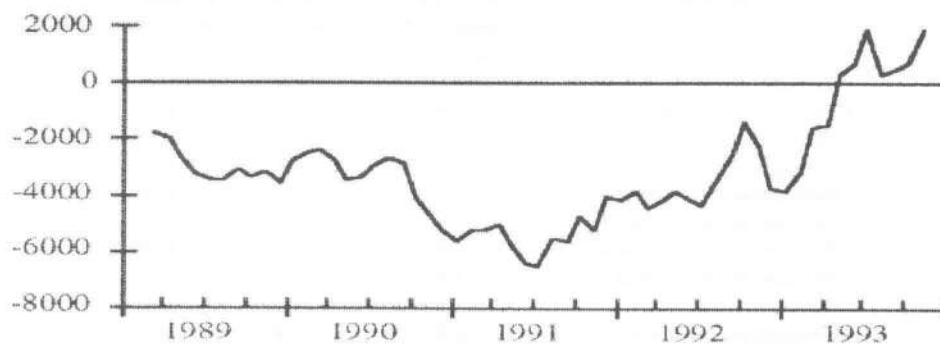
	USA	JAPON	EUROPA(*)	ALEMANIA	FRANCIA	ITALIA	REINO UNIDO
Agosto 1993 . . .	3,0	2,5	1,5	0,7	1,3	1,5	2,6
Septiembre	2,8	2,3	1,4	0,7	1,2	1,5	2,6
Octubre	2,8	1,4	1,3	0,8	0,8	1,4	2,6
Noviembre	2,8	1,1	1,3	0,6	0,8	1,4	2,6
Diciembre	2,9	0,6	1,2	0,4	0,9	1,3	2,9
Enero 1994	2,8	0,2	1,2	0,4	0,9	1,6	2,5
Febrero	3,3	0,2	1,2	0,5	1,0	1,4	2,6
Marzo	3,6	0,3	1,3	0,5	1,2	1,4	2,6
Abril	3,7	0,6	1,3	0,5	1,4	1,4	2,7
Mayo	3,6	0,6	1,5	0,8	1,5	1,5	2,7

(*) Europa incluye a Alemania, Francia, Italia, Reino Unido, más Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Grecia, Irlanda, Holanda, Noruega, Portugal, España, Suecia y Suiza.

Fuente: Consensus Economics Inc.

GRAFICO NUM. 1

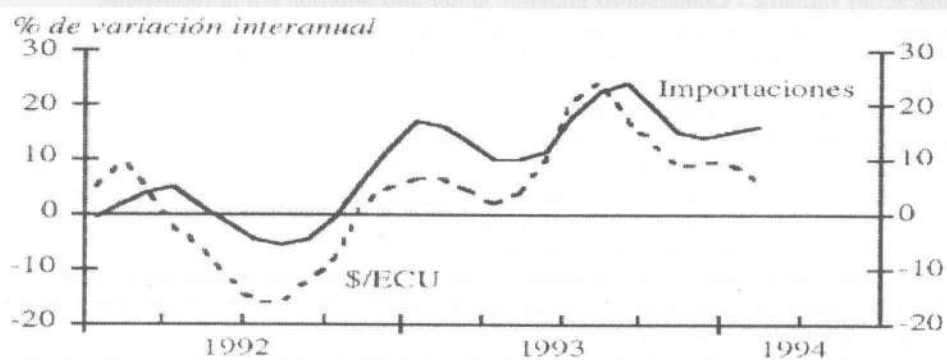
BALANZA COMERCIAL EUROPEA
Millones de ECU, media móvil de 3 meses



Fuente: J.P. Morgan Economic Research

GRAFICO NUM. 2

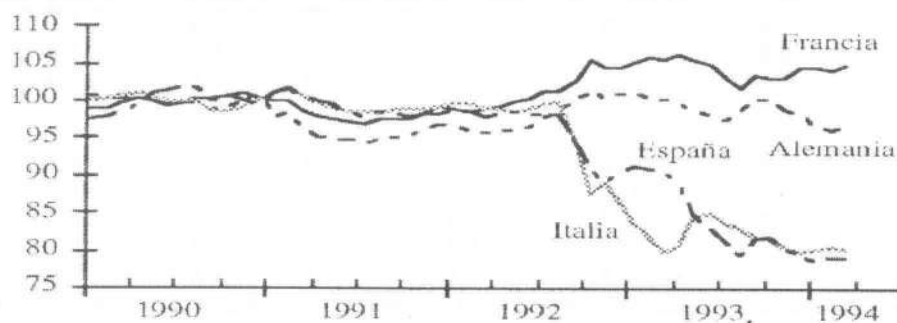
IMPORTACIONES DE USA PROCEDENTES DE EUROPA,
Y EL TIPO DE CAMBIO \$/ECU



Fuente: J.P. Morgan Economic Research

GRAFICO NUM. 3

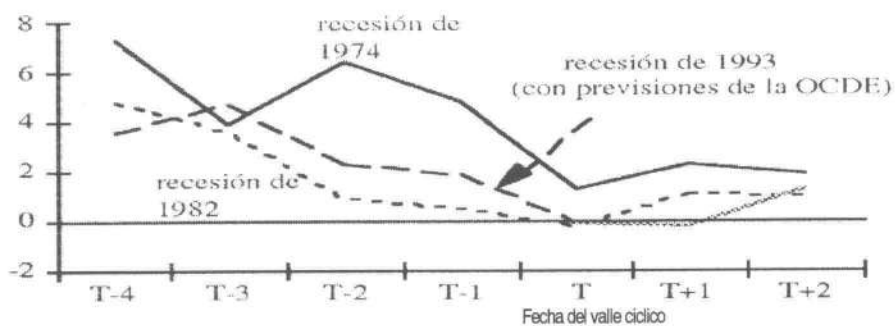
INDICES DE TIPO DE CAMBIO REAL
1990=100



Fuente: J.P. Morgan Economic Research

GRAFICO NUM. 4

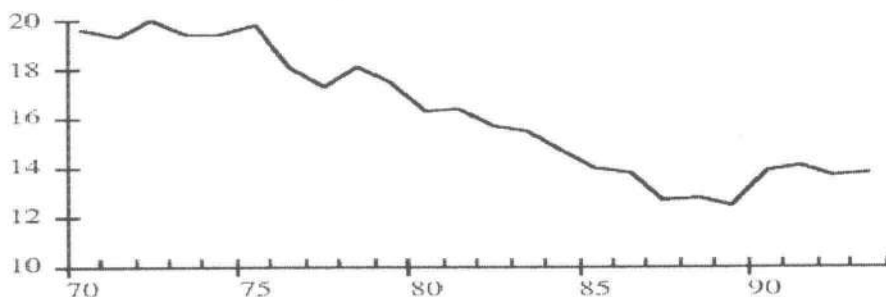
RENTA REAL DISPONIBLE EN LOS CINCO MAYORES PAISES EUROPEOS
% de variación interanual



Nota: Los cinco países son Alemania, Reino Unido, Francia, Italia y España
Fuente: J.P. Morgan Economic Research

GRAFICO NUM. 5

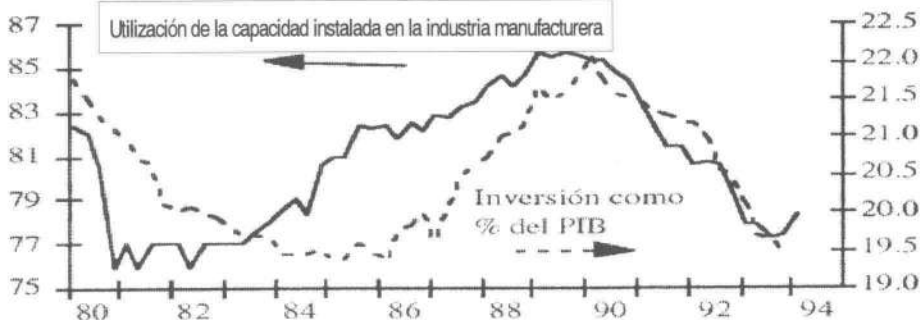
TASA DE AHORRO: ALEMANIA OESTE, FRANCIA, ITALIA, ESPAÑA
% de la renta disponible



Fuente: J.P. Morgan Economic Research

GRAFICO NUM. 6

UTILIZACION CAPACIDAD INSTALADA
Y PARTICIPACION DE LA INVERSION EN EL PIB
%



Fuente: J.P. Morgan Economic Research

