

HACIA UNA DEBIL RECUPERACION

Juan Pérez-Campanero

La actual coyuntura económica internacional se caracteriza por signos de una incipiente recuperación en la economía mundial. Aún es pronto para hablar de una verdadera recuperación en todos los países industrializados, pero varias economías (fundamentalmente, las de los países anglosajones) se han sumado ya a la estela del vigoroso crecimiento de la economía estadounidense, y el progreso hacia una mejoría de las condiciones existentes en otros países también es indudable.

No obstante, este progreso es lento y dubitativo, y ha venido marcado recientemente por un aumento de las divergencias en las tendencias del crecimiento en la OCDE, que ha tenido el efecto neto de desacelerar la producción global en el cuarto trimestre.

En esta nota se repasan brevemente algunas de las notas más sobresalientes de estos procesos.

1. Una mejoría de la fase cíclica.

Según todas las previsiones, la mayoría de las economías industrializadas que en 1993 se encontraban en recesión se moverán hacia una fase de débil recuperación, con tasas de crecimiento positivas pero todavía por debajo de su tasa de crecimiento potencial -tal y como estiman esta tasa de crecimiento potencial los servicios de la OCDE (Cuadro núm. 1). Ello dotará de un tono más animado a la economía global, aunque cabe destacar que el pulso general será aún débil, y que ninguna de las economías hoy en recesión parece tener posibilidades de pasar a una fase de recuperación sostenida en 1994.

Las diferencias entre las distintas áreas del grupo OCDE son claras:

- La economía de Estados Unidos acelera su ritmo de crecimiento, y ha entrado ya en una fase madura de expansión, como se indica en la sección 3.
- La posición de las otras economías anglosajones (Reino Unido, Canadá, Australia) se fortalecerá el próximo año, tras un crecimiento medio en los últimos seis meses quizá superior al 2.5%, y seguirán la senda de Estados Unidos.
- Japón aún permanecerá muy por debajo de su crecimiento potencial, especialmente en la primera mitad del año.
- Europa continental aún permanecerá comparativamente débil a lo largo de 1994. Sin embargo, empezarán a ahondarse las diferencias en las respuestas de las economías a los diferentes impulsos fiscales y monetarios (sección 4).

CUADRO NUM. 1

POSICION ACTUAL Y PREVISIONES PARA LAS ECONOMIAS INDUSTRIALES EN 1994

	Output gap estimado 1993	Crecimiento potencial 1994	Previsiones crecimiento 1994 (sector privado)		
			Mín.	Media	Máx.
USA	1.0	2.2	2.8	3.1	3.5
Japón	-7.3	4.3	-1.3	0.4	1.8
Alemania	-4.2	2.3	-0.5	0.4	1.2
Francia	-6.3	2.1	0.5	0.9	1.5
Italia	-3.9	2.3	0.3	1.1	1.5
Reino Unido	-6.7	2.0	2.2	2.6	3.2
Canadá	-9.3	2.8	3.0	3.3	3.9
Australia	-0.8	2.0	2.5	3.1	3.6
Bélgica	-4.6	1.7	-0.8	0.3	1.3
Holanda	-12.7	1.5	0.4	1.0	1.5
ESPAÑA	-10.5	2.6	-0.5	0.6	1.3
Suecia	-5.3	-0.5	-0.5	1.4	2.5
Suiza	-7.7	1.1	0.8	1.1	1.5

Nota: Contribuyen a las previsiones del sector privado Barclays Zoette Wed, The Economist Intelligence Unit, Goldman Sachs, Hoare Govett, James Capel, Kredietbank, Lehman Brothers, Long-Term Credit Bank, Merrill Lynch, J.P. Morgan, Morgan Stanley, Nomura, Nordbanken, Paribas, Royal Bank of Canada, Salomon Brothters, Scotiabank, UBS, Warburg.

Fuentes: OCDE, "The Economist", J.P. Morgan.

2. El aumento de las divergencias entre los bloques de la OCDE.

La rápida aceleración del crecimiento en Estados Unidos durante el cuarto trimestre de 1993 contrasta vivamente con la experiencia de Japón y Europa continental, en franco retroceso en el mismo período.

Así como en el segundo y tercer trimestre del pasado año esta divergencia en las pautas de crecimiento parecía encaminada a mitigarse, la tendencia se ha invertido claramente en los últimos meses. Ello se manifiesta tanto en los niveles de producción industrial (gráfico núm. 1) como en el grado de utilización de la capacidad instalada, resultado de esa divergencia continuada en las pautas de producción (gráfico núm. 2).

El efecto neto de estas divergencias ha sido una pequeña caída de la producción del conjunto de los países industrializados. No obstante, continúa el progreso hacia una recuperación global, a medida que un país tras otro se alejan de la fase recesiva.

Este tipo de divergencia en las pautas de crecimiento tiene visos de prolongarse en la primera mitad de este año cuando menos. A su vez, las divergencias se trasladarán al comportamiento de otras variables: tasas de inflación, balanzas de pagos, etc., al influir sobre el distinto grado de holgura existente en las economías, afectar a las demandas relativas de bienes exportables e importables, y recoger el efecto de los relativamente drásticos ajustes en los tipos de cambio que se han producido en los últimos dos años.

3. La solidez de la recuperación americana.

Como ya se ha indicado, en el último trimestre del año se ha hecho más evidente la solidez de la recuperación en Estados Unidos. Ello es buena parte el resultado de la acentuación de las diferencias entre los sectores cuyo comportamiento refleja una mayor atonía, y aquellos otros que mantienen un tono más vibrante, y que han continuado avanzando en los últimos meses.

En efecto, las disparidades en la economía estadounidense son ciertamente notables, y no han hecho sino acentuarse aún más en los meses recientes:

- Disparidades, en primer lugar entre *sectores industriales*. Por ejemplo, entre el boyante sector del automóvil, impulsado por la recuperación de la demanda de consumo y por la ventaja competitiva proporcionada por la apreciación del yen y la deprimida situación de la industria de defensa y aeroespacial que ha seguido a la reducción de gastos militares tras los cambios políticos en el Este y la sucesión de fracasos en los programas espaciales (gráfico núm. 3).
- De forma correspondiente, la disparidad entre *zonas geográficas* del país. Así, por ejemplo, estados fuertemente dependientes de las industrias en declive, como California, se encuentran en una posición mucho más deprimida.
- Finalmente, las disparidades entre *componentes de la demanda*. La paulatina recuperación de la confianza de los consumidores y la mejoría de las condiciones financieras ha permitido que el consumo privado se expanda de forma notable (gráfico núm. 4). Y otro tanto sucede con el gasto de capital realizado por las empresas. Ello contrasta con la atonía del consumo público, que permanece prácticamente inalterado en términos reales, y con la franca debilidad del sector exterior hasta el momento (gráfico núm. 5).
- Europa continental aún permanecerá comparativamente débil a lo largo de 1994. Sin embargo, empezarán a ahondarse la diferencias en respuesta a los diferentes impulsos fiscales y monetarios (sección 4).

El resultado final de todos estos desarrollos es un crecimiento acelerado de la producción y el empleo. El rápido ritmo de recuperación de ambas variables en la época reciente, ya recogido en mi último artículo de esta revista, se ha avivado en los últimos meses. Según la mayoría de las opiniones, durante el cuarto trimestre de 1993 el PIB (que se publicará en las mismas fechas en que este número empiece a distribuirse) habrá crecido a una tasa anualizada de entre el 5 y el 6%.

Es más, todo parece indicar que se dan las condiciones para que la recuperación continúe:

- Los tipos de interés se han mantenido de forma prolongada a niveles muy bajos, por lo que debido a efectos retardados todavía seguirán ejerciendo un estímulo adicional sobre la economía.
- Las condiciones crediticias continúan mejorando igualmente, una vez que el sistema bancario ha superado su crisis.
- Consumidores y empresas han podido ya reducir su endeudamiento de forma suficiente, de tal forma que no represente un obstáculo para el gasto adicional.

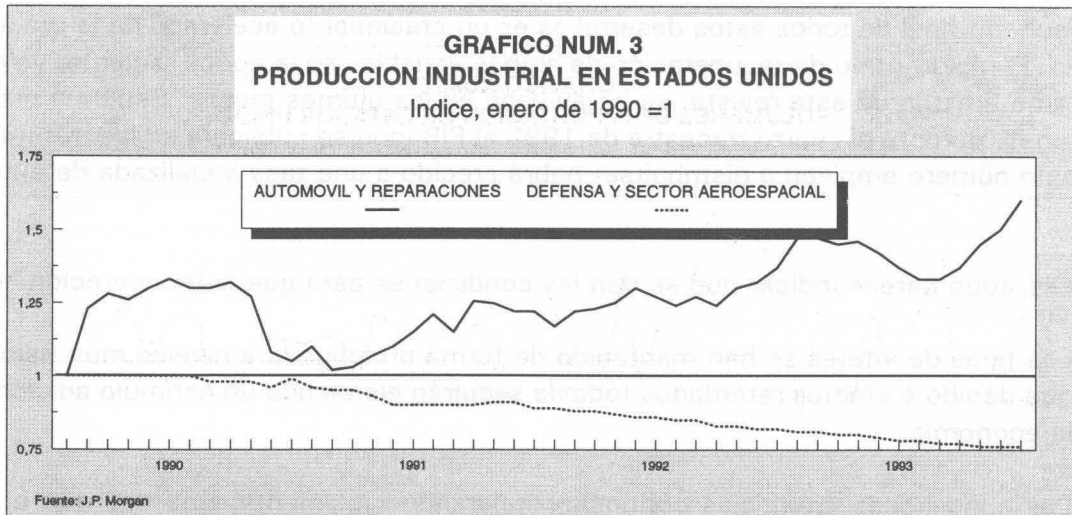
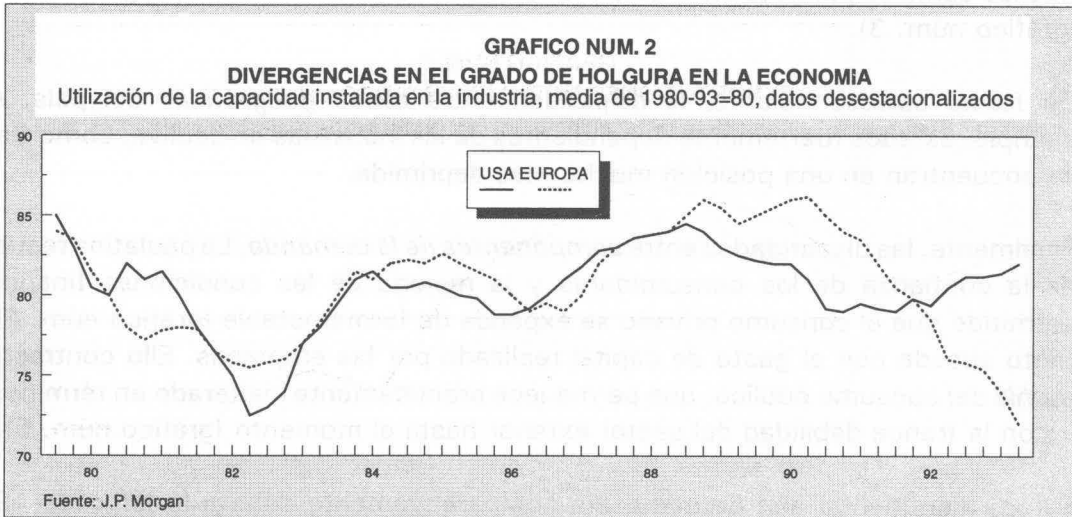
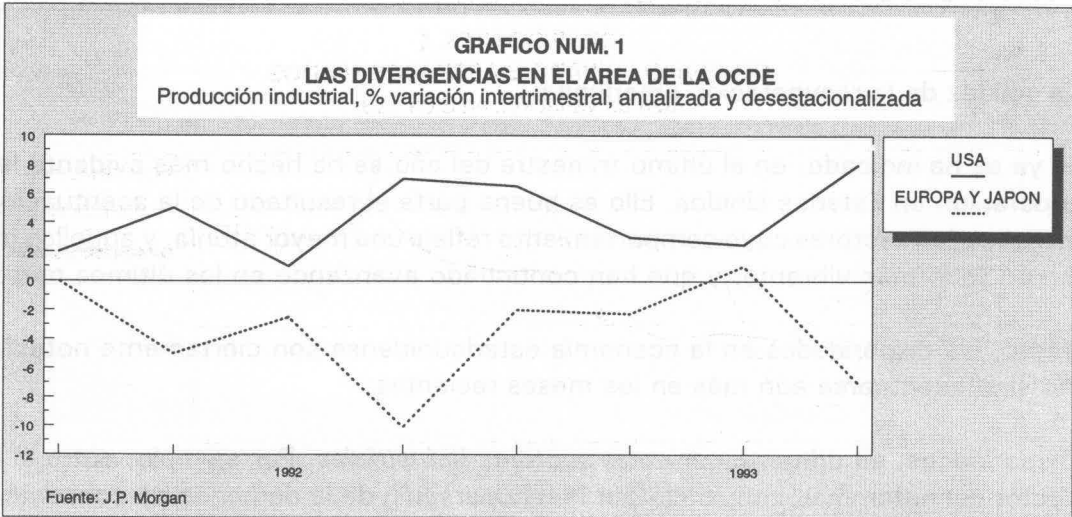
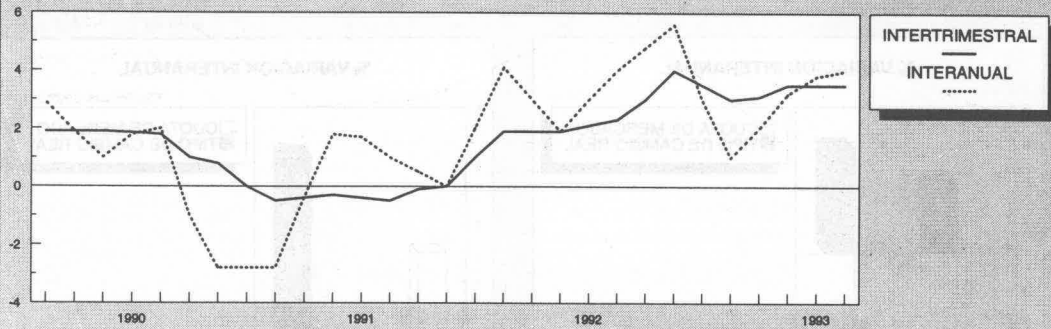
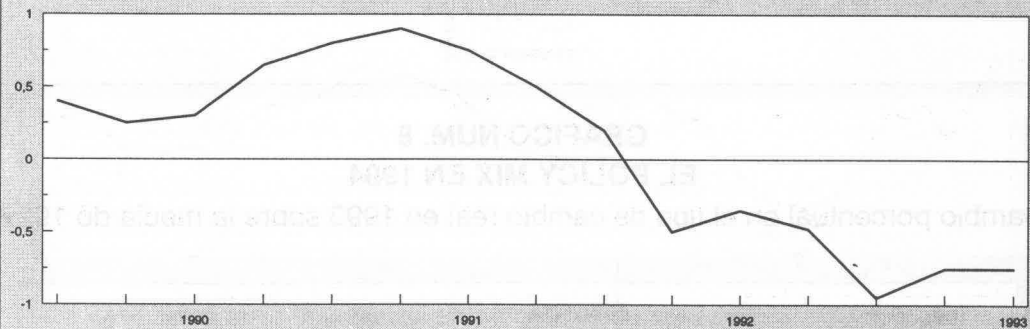


GRAFICO NUM. 4
CONSUMO PRIVADO EN ESTADOS UNIDOS
 Tasa de variación, en \$ de 1987



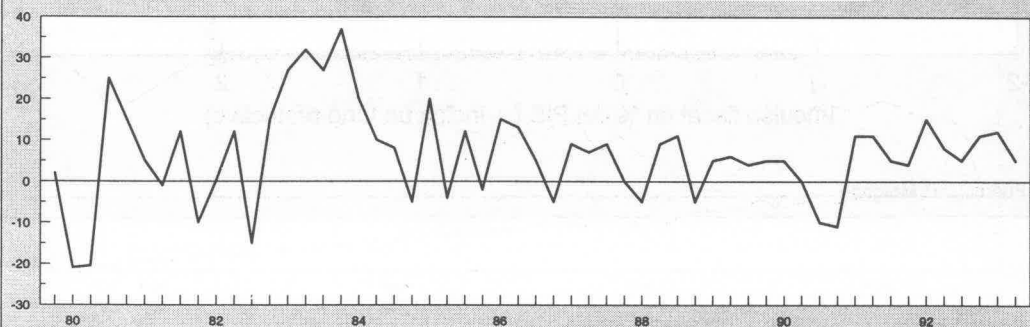
Fuente: J.P. Morgan

GRAFICO NUM. 5
EXPORTACIONES NETAS EN ESTADOS UNIDOS
 Contribución al crecimiento del PIB en términos reales, %



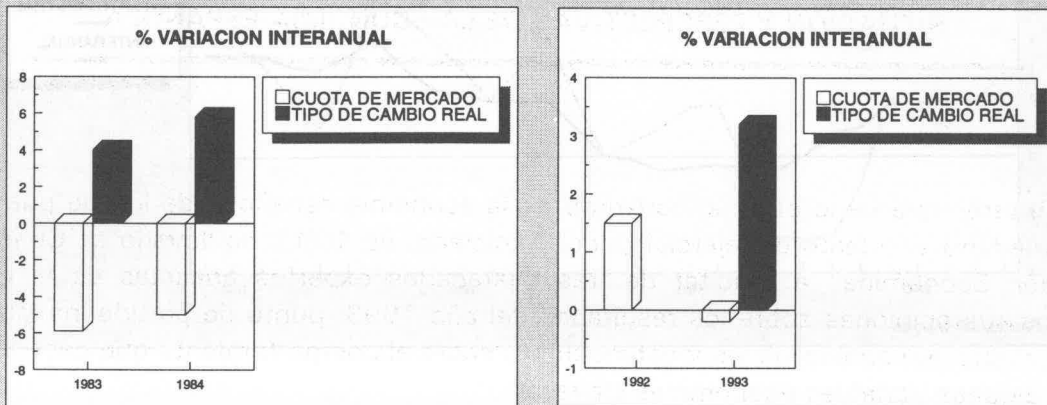
Fuente: J.P. Morgan

GRAFICO NUM. 6
VOLUMENES DE IMPORTACION DE ESTADOS UNIDOS
 Tasas intertrimestrales, anualizadas y desestacionalizadas



Fuente: J.P. Morgan

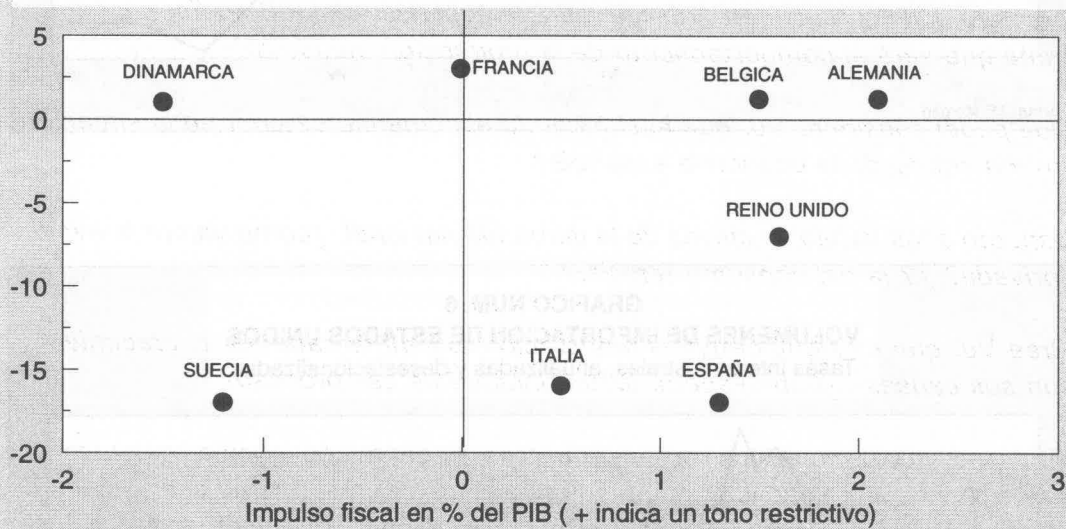
GRAFICO NUM. 7
COMPETITIVIDAD DE LAS EXPORTACIONES USA



Fuente: J.P. Morgan

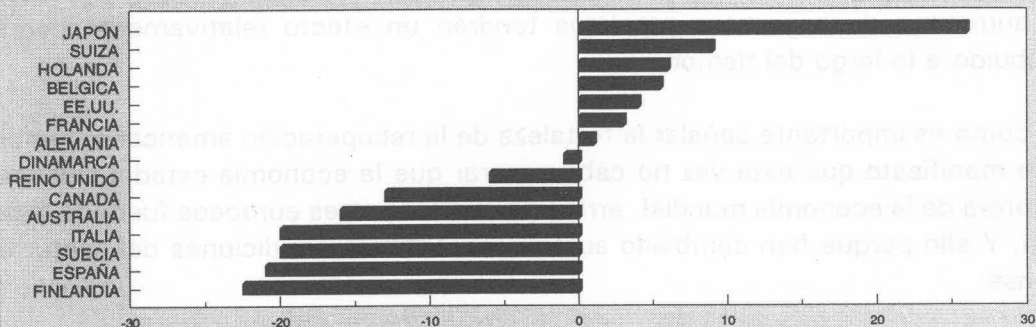
GRAFICO NUM. 8
EL POLICY MIX EN 1994

Cambio porcentual en el tipo de cambio real en 1993 sobre la media de 1992



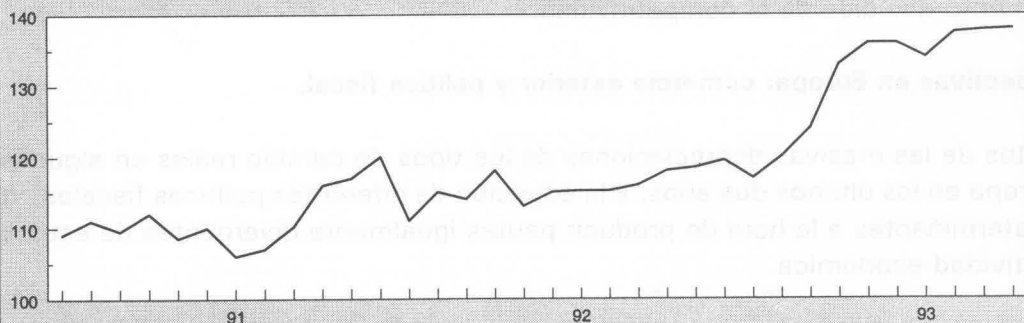
Fuente: J.P. Morgan

GRAFICO NUM. 9
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES
 % Variación, media de 1993 respecto a media de 1990



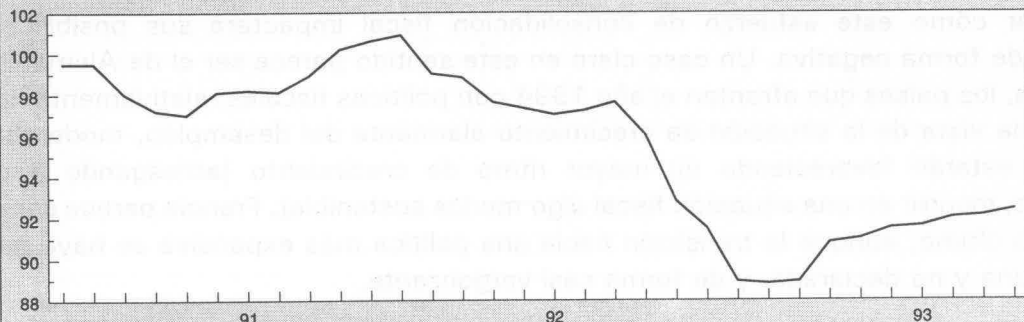
Fuente: J.P. Morgan

GRAFICO NUM. 10
VOLUMENES DE EXPORTACIONES ESPAÑOLAS
 Índice 1990=100, datos desestacionalizados, m.m. de 3 meses



Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda, y elaboración propia

GRAFICO NUM. 11
PRODUCCION INDUSTRIAL ESPAÑOLA
 Índice, 1990, desestacionalizado, m.m. 3 meses



Fuente: INE y elaboración propia

- Los pedidos del extranjero vienen aumentando de forma significativa.
- Los aumentos de impuestos previstos tendrán un efecto relativamente pequeño, y distribuido a lo largo del tiempo.

Pero así como es importante señalar la fortaleza de la recuperación americana, también hay que poner de manifiesto que esta vez no cabe esperar que la economía estadounidense actúe como locomotora de la economía mundial, arrastrando a los países europeos fuera de la recesión por sí misma. Y ello porque han cambiado sustancialmente las condiciones del sector exterior estadounidense:

- La demanda de importaciones de ese país no está creciendo en forma excesiva o particularmente notable, a diferencia de lo que ocurrió en la anterior recuperación de 1983-84. Las importaciones se están comportando de forma muy similar a la que lo han hecho a lo largo de toda la pasada década (gráfico núm. 6).
- Las exportaciones estadounidenses están de hecho ganando mercado mundial en el comienzo de la recuperación, en lugar de perderlo como sucedió en 1983-84 (gráfico núm. 7). Ello es debido a un menor grado de apreciación del dólar en términos reales y al fomento decidido de la competitividad.

4. Perspectivas en Europa: comercio exterior y política fiscal.

Los efectos de las masivas depreciaciones de los tipos de cambio reales en algunos de los países de Europa en los últimos dos años, y la adopción de diferentes políticas fiscales, van a ser elementos determinantes a la hora de producir pautas igualmente divergentes de estímulo o de freno a la actividad económica.

El gráfico núm. 6 recoge sintéticamente este diferente tono de los impulsos monetarios y fiscales a la actividad económica durante el año en curso, en virtud del carácter más o menos restrictivo o expansivo (una vez que se ajustan para abstraer de los efectos puramente atribuibles al ciclo económico) de los presupuestos aprobados en cada país; y del grado de apreciación o depreciación de la moneda en términos reales.

Los países que, por el elevado nivel que ha alcanzado su déficit y por el rápido crecimiento de su deuda pública, se vean obligados a hacer esfuerzos especiales para proceder a aplicar políticas de recortes discrecionales de gastos y/o subidas discrecionales de impuestos, tendrán que observar cómo este esfuerzo de consolidación fiscal impactará sus posibilidades de crecimiento de forma negativa. Un caso claro en este sentido parece ser el de Alemania. De la misma forma, los países que afrontan el año 1994 con políticas fiscales relativamente neutrales o incluso, a la vista de la situación de crecimiento alarmante del desempleo, moderadamente expansivas, estarán favoreciendo un mayor ritmo de crecimiento (arriesgando a cambio, naturalmente, incurrir en una situación fiscal algo menos sostenible). Francia parece ser un caso claro de esto último, aunque la transición hacia una política más expansiva se haya hecho de forma paulatina y no declarada, y de forma casi vergonzante.

En el caso español, la política fiscal contenida en los Presupuestos Generales del Estado y en la ley de financiación que los acompañó, tiene, si se toman al pie de la letra las disposiciones e intenciones contenidas en estos documentos, un marcado carácter contractivo. Corrigiendo el impacto puramente atribuible al ciclo económico, y bajo hipótesis razonables de crecimiento del

PIB, resultaría un "impulso fiscal" contractivo del orden de un punto o un punto y medio del PIB. La gran incógnita es saber si estas medidas se van a poder y/o querer aplicar, en definitiva, se plantea el reto de la credibilidad de las actuaciones presupuestarias anunciadas.

CUADRO NUM. 2

ACTUACION EXPORTADORA DE LOS PAISES INDUSTRIALES		
% cambio, 1993 respecto a 1992		
	Volumen de exportación	Cuota de mercado de las exportaciones*
Japón	-0.4	-6.8
Suiza	0.5	3.5
Holanda	-1.5	4.2
Bélgica	-1.5	4.6
U.S.A.	3.5	-0.6
Francia	-9.4	-6.7
Alemania	-12.2	-10.7
Dinamarca	-4.3	-1.8
Reino Unido	3.9	5.6
Canadá	9.7	0.2
Australia	5.3	-0.9
Italia	5.9	9.7
Suecia	9.7	11.6
España	15.9	21.7
Finlandia	16.4	17.5

Fuente: J.P. Morgan.

Claramente, la actitud de los observadores nacionales, escamados por años de sistemático incumplimiento y sustanciales desviaciones al alza de los gastos, es de un gran escepticismo. Esta actitud de los observadores nacionales se resume muy bien en la presentación del número 79 de esta revista, en la que se afirma que "el gasto desbordará, como siempre, a las previsiones, toda vez que las autoridades han perdido el control del gasto, y porque no existe ningún indicio cierto que permita augurar un crecimiento del PIB en términos reales del 1,3% del PIB", cifra prevista en los presupuestos. Naturalmente, una desviación al alza en el déficit por la adopción de una política más expansiva (más allá de lo que supone un mero error en las previsiones de crecimiento), tendría como correlato un mayor impulso al crecimiento, independientemente de sus muchas consecuencias negativas. Curiosamente, los observadores extranjeros tienden a percibir el reto de credibilidad presupuestaria con un menor escepticismo que los observadores nacionales.

El otro elemento determinante en el grado de estímulo al crecimiento que están recibiendo las economías es el grado de apreciación o depreciación del tipo de cambio real. Los países que han visto depreciarse (de forma generalmente involuntaria, por otra parte) de manera sustancial su tipo de cambio real son los grandes ganadores en esta liza. La recesión ha impedido que las depreciaciones se trasladen a los precios en modo significativo, lo que les ha permitido capturar importantes ganancias de competitividad. Ello a su vez motiva el trasvase, vía exportaciones de bienes y también de servicios (como el turismo en el caso español), de la actividad económica desde los países con monedas "duras" hacia la periferia de monedas en depreciación (Escandinavia, Italia, España, Portugal, Reino Unido).

El gráfico núm. 9 jerarquiza la evolución en los últimos años de los tipos de cambio reales (medidos por los precios industriales o precios al por mayor), y el Cuadro núm. 2 recoge la traslación de este movimiento de precios relativos en resultados de la actividad exportadora, tanto en términos de variación de los volúmenes exportados como en términos de la ganancia de cuota de mercado.

Como puede verse, nuestro país es uno de los grandes beneficiarios de esta dramática modificación de precios relativos. Es el segundo país en términos de crecimiento de los volúmenes de exportación, y el primero en términos de ganancia de cuota de mercado. El impacto sobre la producción es claro. La evolución del sector exterior nos ha salvado de una recesión mucho más profunda, y continuará todavía ejerciendo su efecto dinamizador a lo largo del próximo año, si bien quizá no de forma tan vigorosa.

España es un buen ejemplo para ilustrar el tirón sobre la producción industrial de las exportaciones. El gráfico núm. 10 recoge los volúmenes de exportación. La serie refleja el excelente comportamiento de las exportaciones, que claramente han ganado importantes cuotas de mercado en los dos últimos años, y especialmente en 1993. El gráfico núm. 11 recoge una medida de la evolución tendencial de la producción industrial. Como puede verse, tras el colapso sufrido en 1992, y a pesar de la atonía de la demanda interna, la producción industrial se ha venido recuperando de forma sostenida, a impulsos de la exportación y, en menor medida, de la sustitución de importaciones por producción nacional. Y un fenómeno análogo se ha producido en Italia y los países escandinavos.