

Perspectivas económicas para el área euro y Estados Unidos

Pablo Guijarro
Álvaro Lissón*

1. Perspectivas económicas para el área euro

1.1. La situación actual. "Lo peor ha quedado atrás"

El hundimiento del crecimiento registrado en la primera parte de 2009 en el área euro ha venido de la mano de la caída, sin precedentes, del comercio internacional y de la inversión empresarial. El protagonismo del consumo privado, menor que en las economías anglosajonas y de determinados integrantes del área euro (como España), ha sido también inferior a la hora de explicar la recesión registrada por la región desde septiembre de 2008.

La apertura al exterior de economías como Alemania, y en menor medida Francia, ha motivado que la caída del comercio internacional haya resultado letal para el crecimiento en estos países. Sin embargo, ha bastado una mínima recuperación del mismo para que, en un entorno de debilidad de la demanda interna, el PIB haya vuelto a registrar tasas positivas en el segundo trimestre del año.

Pese a las buenas noticias provenientes de los dos buques insignia de la región, las divergencias en el seno del área euro se han acentuado, dificultando la gestión de la política económica, especialmente desde su vertiente monetaria (BCE). La falta de convergencia real en los años de bonanza, las diferencias en los elementos impulsores del crecimiento y sobre todo, la evolución del mercado laboral en cada economía son los tres puntos susceptibles de generar más dificultades de gestión en el medio y largo

plazo, en un contexto en el que todo apunta a que los ritmos de crecimiento serán muy débiles a nivel agregado.

Por otro lado, no hay que olvidar que los estímulos que se están adoptando desde el punto de vista fiscal también difieren, en volumen y, en particular, en la capacidad de ser gestionados a medio y largo plazo. La ausencia de expectativas de crecimiento en economías como la española es un condicionante para la evolución futura de las cuentas públicas (entre otros, la elevada tasa de paro provocará la generación de una serie de gastos estructurales que lastarán el componente no financiero del déficit), a diferencia de Alemania donde la recuperación económica (aunque débil) y el menor deterioro del mercado laboral evitarán un mayor desequilibrio en las cuentas públicas desde los niveles experimentados en 2009.

1.2. Claves de la evolución futura de la economía del área euro

1.2.1. Actividad industrial, consumo y ahorro

Uno de los elementos, que han destacado sobre los demás en los últimos meses, ha sido la recuperación de los índices de confianza, hasta posicionarse en niveles consistentes con la expansión económica tan sólo cinco meses después de observar los mínimos históricos (marzo de 2009). La recuperación de la actividad industrial no ha sido tan vertical, pero durante los últimos meses ha dejado de caer en tasa mensual, confirmando que, de un modo u otro, lo peor de la corrección ha podido quedar atrás.

Los factores que han guiado esta recuperación de la actividad no están vinculados, sin embargo a un consumo privado muy dinámico, sino más bien a los planes de es-

* Analistas Financieros Internacionales.

tímulo adoptados y a la necesidad de recomponer inventarios. Es el caso del sector del automóvil, que ha sido uno de los principales objetivos de los planes públicos, ha registrado una mejoría notable. De hecho, en Alemania el nivel de matriculaciones ha superado, en tasa interanual, los ritmos observados durante el último ciclo expansivo.

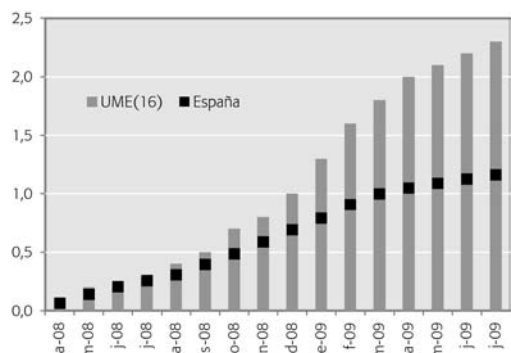
En cuanto a la recuperación de inventarios, hay que tener presente que el parón de actividad registrado durante la parte final de 2008 y el primer trimestre de 2009 supuso que la reducida demanda se atendiese con *stocks*. La necesidad de recuperar un determinado nivel de inventarios ha sido otro de los factores directores de la mejoría de la actividad industrial.

Quedando pues, fuera de duda que el momento crítico de la actividad ha podido quedar atrás, es preciso cuestionarse hasta qué punto la recuperación puede ser sostenida.

Y por el momento podemos hablar de una recuperación "asistida" por el sector público, pero que carece de los mimbres para ser tildada de real.

En este sentido, el consumo privado tiene la clave, y para contar con su aportación, el mercado laboral será determinante. Observamos que el deterioro está siendo mucho más significativo en economías como España (donde el paro se ha incrementado en prácticamente diez puntos en tan sólo un año) frente a Alemania (donde el repunte es de apenas un punto en el último año). No obstante, las tenues perspectivas de reactivación económica pueden provocar una lenta reentrada de los desempleados en el mercado, lastrando su propensión al consumo y retrasando la reactivación de la actividad industrial. Es por ello, que resulta necesario aguardar al impacto que pueda tener la no renovación de los estímulos a la demanda adoptados hasta ahora, y entendemos que el riesgo es a la baja en la partida de consumo durante 2010.

INCREMENTO DEL PARO EN EL ÁREA EURO Y CONTRIBUCIÓN DE ESPAÑA



Fuente: AFI, con datos de Eurostat.

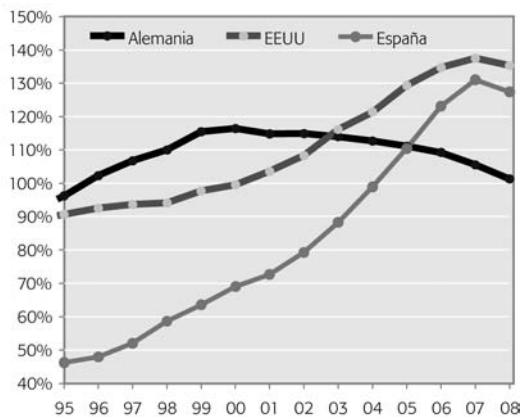
1.2.2. El cierre del canal crediticio y la inversión empresarial

No obstante, el tejido empresarial (manufacturero y de servicios) es el principal candidato a seguir drenando más crecimiento durante los próximos trimestres. La corrección de la inversión ha superado los registros observados durante la década de existencia del euro y ha estado muy condicionada no sólo por el hundimiento de la demanda final mundial, sino, especialmente, por el cierre de la financiación bancaria.

En este punto es muy destacable que el 80 por 100 de la financiación a empresas del área euro proviene de entidades financieras. Las medidas adoptadas por el BCE para restablecer el funcionamiento del mercado interbancario y facilitar la transmisión de su política monetaria a la economía real han resultado vanos, puesto que, en primer lugar, las entidades todavía mantienen una elevada reticencia a la concesión de crédito (no hay que olvidar que todavía nos encontramos inmersos en un proceso de reducción de apalancamiento y de fortalecimiento de las ratios de solvencia), y en segundo lugar y no menos importante, porque las débiles expectativas de recuperación para el consumo están provocando una reducción de la demanda de crédito para potenciar la inversión e incrementar la capacidad productiva.

En este sentido, no podemos esperar una reactivación contundente de la actividad, especialmente si consideramos que la utilización de la capacidad productiva (UCP) se encuentra en mínimos históricos: un 70 por 100 (frente a una media histórica de un 82 por 100). En la medida en la que no existan expectativas de fuerte expansión del con-

RATIO DE APALANCAMIENTO DE LOS HOGARES EN DISTINTAS ECONOMÍAS



Fuente: AFI, con datos de Ecwin.

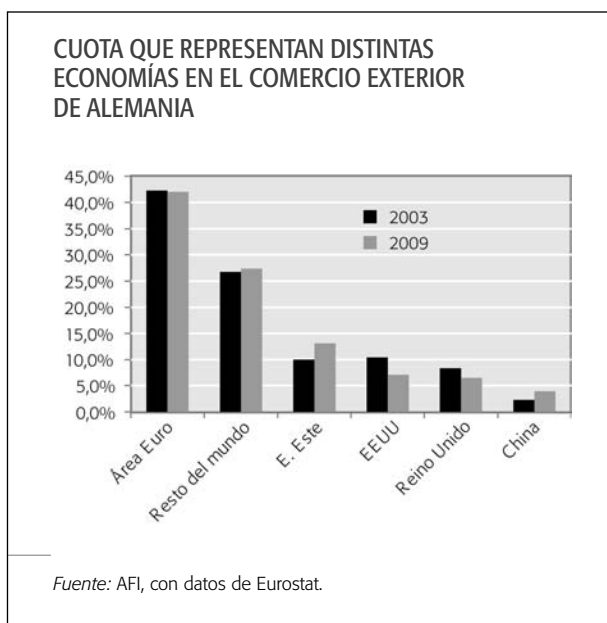
sumo mundial (y la tendencia en las economías desarrolladas es precisamente la contraria), la inversión se destinará a mejora de procesos, pero difícilmente a incrementar la capacidad de producción.

Además, podría resultar clave la aportación de las economías emergentes, cada vez más integradas, en el sector exterior de países como Alemania, que han resultado clave en la estabilización de las tasas de crecimiento de las exportaciones de esta economía. La reorientación de las fuerzas de crecimiento en estas economías, tradicionalmente ahorradoras, podría contribuir a que la inversión sí encuentre un motivo para crecer. El problema viene de la mano de la lentitud propia de una reconversión como la que puede estar afrontando China, con posibles impactos más a medio plazo, y no con un efecto bálsamo inmediato.

1.2.3. El papel del sector exterior: la apreciación del euro, un riesgo

La menor caída de las exportaciones de Alemania o Francia en el segundo trimestre, junto con la debilidad de las importaciones ha resultado clave en los registros de crecimiento de ambos países. Y los países emergentes tienen gran parte de responsabilidad en ello.

Considerando (i) la caída en importancia relativa de los destinos desarrollados y (ii) las favorables perspectivas de crecimiento para las economías emergentes en 2010, podemos concluir que el sector exterior será la principal fuente de crecimiento durante los próximos trimestres, en un contexto en el que las exportaciones podrían registrar tímidas expansiones y las importaciones se mantendrán débiles.



PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA ECONOMÍAS EMERGENTES

	2007	2008	2009	2010
China	11,4	9,3	8,3	9,3
India	8,6	6,9	6,2	7,2
Chequia	6,0	4,2	-3,5	1,2
Polonia	6,5	5,1	0,2	1,6
Rusia	7,5	6,7	-6,7	2,8
Turquía	4,5	1,6	-5,9	3,0
Brasil	5,2	5,5	-0,8	3,4
México	3,1	1,7	-6,3	2,5

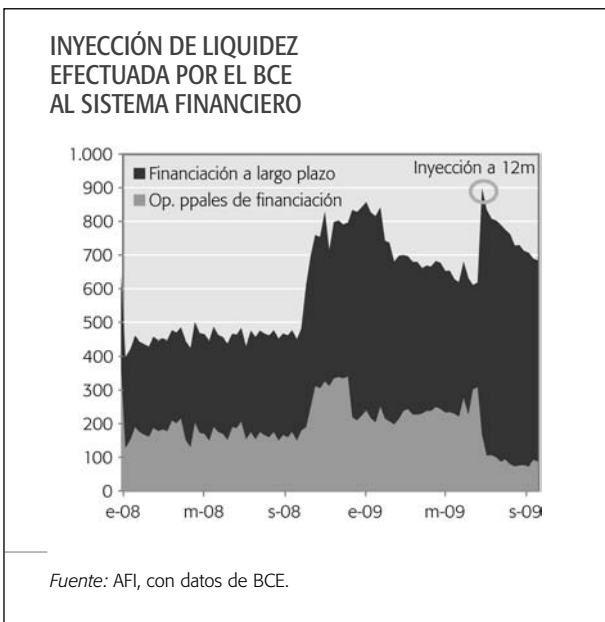
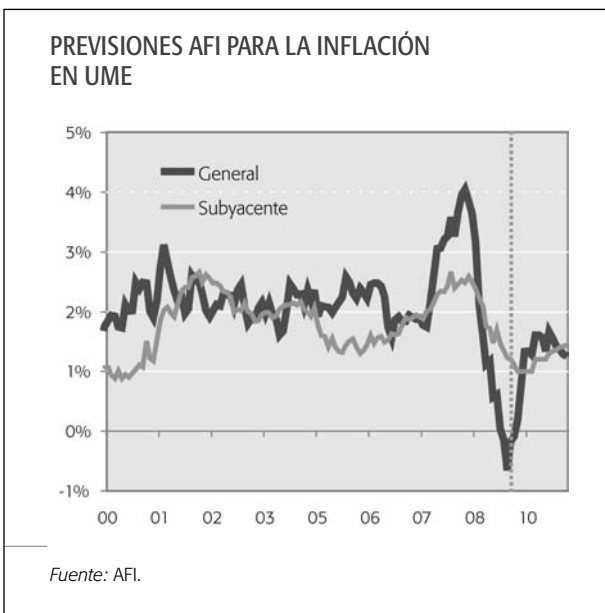
Fuente: Consensus Forecasts

No obstante, también existen más riesgos derivados de esta dependencia del sector exterior. Por un lado, porque la recuperación de las economías desarrolladas será muy gradual y volátil, y, por lo tanto, la demanda externa podría verse afectada por esta inestabilidad. Y, por otro, el euro. Es cierto que en una economía tan competitiva como la alemana el impacto de la apreciación de la divisa única no debe ser la principal causa de preocupación pero, al mismo tiempo, no podemos perder de vista que desde septiembre de 2009 el euro se ha apreciado, a nivel global, un 10 por 100 (en términos reales), y el crecimiento del comercio mundial podría concluir 2009 con una corrección del 11 por 100. Las previsiones apuntan a ritmos de crecimiento muy débiles en el comercio exterior, elemento que refuerza los riesgos asociados a la continuidad de la apreciación de la divisa que hemos observado durante los últimos meses.

1.2.4. Las perspectivas para la inflación

En este contexto, la evolución de la inflación en los próximos meses otorga margen para que el BCE mantenga una política monetaria laxa. Tras los registros negativos observados durante el verano, el efecto base de la energía en la parte final del año podría devolver a positivo el crecimiento de los precios. Esta circunstancia podría ser valorada, incluso positivamente, si viniese asociada a un mejor comportamiento de la demanda interna, que en última instancia encontraría reflejo en la evolución del núcleo subyacente de los precios. Sin embargo, no prevemos tensionamiento en este segmento; antes al contrario, el exceso de capacidad instalada y el reducido crecimiento del consumo privado motivarán que las presiones en precios, al menos durante 2010, estén muy contenidas.

Señales que podrían alertarnos, de forma adelantada, de un potencial incremento de los riesgos a medio plazo son la recuperación del mercado laboral y, especialmente, del canal de transmisión crediticio, hasta el momento cerrado.



En la medida en la que la política monetaria del BCE comience a transmitirse de forma más intensa a la economía, estaríamos ante un elemento de riesgo para la estabilidad de precios. Por ello, es de esperar que la autoridad inicie a lo largo del próximo ejercicio un proceso de retirada gradual de los estímulos, comenzando por las inyecciones extraordinarias de liquidez llevadas a cabo durante los últimos meses, sentando las bases para afrontar subidas del tipo de interés de referencia. En la actualidad consideramos que el riesgo de que el tensionamiento de las condiciones financieras se inicie en 2010 es reducido, ante la debilidad de la demanda interna y, en consecuencia, la ausencia de presiones significativas en precios.

2. Perspectivas para la economía de Estados Unidos

2.1. Situación actual: ante las primeras señales de recuperación.

Tras cuatro trimestres consecutivos de contracción económica (desde el tercero de 2008 hasta el segundo de 2009) en Estados Unidos, el efecto conjunto de los estímulos monetarios y fiscales han contribuido a estabilizar el consumo y la actividad del sector inmobiliario, apuntando a que la economía comenzará a registrar tasas de crecimiento positivas a partir del tercer trimestre de 2009.

Durante el segundo trimestre de 2009, el PIB ha caído a una tasa trimestral del 0,2 por 100 (-0,8 por 100 en tasa trimestral anualizada), contracción que ha sido muy inferior a los dos trimestres precedentes (-1,5 por 100 trimestral de media). La clave de la reducida contracción económica se encuentra en la expansión del gasto público, tanto en consumo como en inversión, así como en la contribución positiva del sector exterior en un contexto de debilidad de las importaciones.

Las referencias de actividad conocidas en las últimas semanas, correspondientes ya al tercer trimestre, han sido positivas, sobre todo desde la vertiente de la actividad industrial, y permiten confirmar un escenario de recuperación en el segundo semestre, vinculado al ciclo de inventarios y al efecto de las medidas de estímulo.

2.2. Claves de la evolución futura de la economía de Estados Unidos

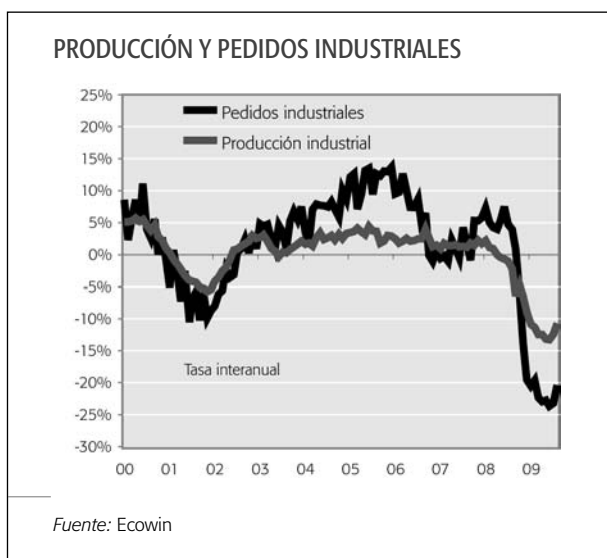
2.2.1. La reconstrucción del ciclo de inventarios como clave del crecimiento a corto plazo

En efecto, la reconstrucción del ciclo de inventarios es un factor clave para explicar la recuperación de la actividad industrial en EEUU y en las principales economías del mundo. La producción industrial ha avanzado en agosto por segundo mes consecutivo en EEUU (+0,8 por 100 respecto al mes anterior), consolidando la senda de recuperación que se inició en el segundo trimestre de 2009.

El proceso de liquidación de inventarios que ha tenido lugar durante la parte final de 2008 y primer trimestre de 2009 han permitido fijar un suelo en el ajuste del ciclo industrial, una vez que el comercio mundial comienza a cobrar cierto impulso y mejoran las expectativas de las empresas del sector manufacturero acerca del ciclo económico.

Ahora bien, en la descomposición de las cifras de la industria por categoría de bienes se observa que la recuperación no está siendo homogénea. En efecto, es el sector de la automoción el que está liderando los incrementos de producción. Los planes de estímulo públicos a la compra de automóviles han servido de revulsivo a las ventas y han acelerado la reducción de existencias en el sector. En el resto de categorías, los avances han sido mucho menos significativos, siendo destacable, de cara a pensar en una recuperación sostenida de la producción, la debilidad del componente de bienes de equipo.

Si se confirman las señales de recuperación de los pedidos industriales, no sólo es previsible que se reduzca el drenaje de los inventarios sobre el PIB, sino que a medida que el ciclo de reconstrucción de éstos avance, las existencias aporten crecimiento. Por este motivo, contemplamos crecimientos trimestrales positivos de aquí al cierre de 2009 en EEUU.



De cara a 2010, la debilidad del mercado laboral y el proceso de desapalancamiento de las familias son los dos principales focos de riesgo que pueden limitar el sostenimiento de la actual reactivación, y mantener tasas de crecimiento débiles y por debajo del potencial.

2.2.2. La debilidad del mercado laboral y el proceso de desapalancamiento de las familias son los focos de riesgo que pueden limitar el sostenimiento de la actual reactivación

El NBER (National Bureau of Economic Research), organización privada de investigación económica cuyo objeto es estudiar el comportamiento de la economía de Estados Unidos y establecer una cronología de los ciclos económicos del país, ha establecido el inicio de la recesión económica en enero de 2008, primer mes en el que se destruyó empleo. Desde entonces, se han destruido más de 7,2 millones de puestos de trabajo, cifra que sólo es comparable a los niveles de destrucción registrados durante la Gran Depresión. La tasa de paro se sitúa en el 9,8 por 100, muy por encima del 4,4 por 100 registrado como mínimo en el anterior ciclo de bonanza económica.

Pero, con la recuperación económica que planteamos en adelante, ¿hay margen para pensar en un punto de inflexión del mercado laboral en los próximos meses? Uno de los factores que permite inferir que la tasa de paro podría mantenerse elevada durante un período de tiempo prolongado es el número de horas de trabajo a la semana, el cual se encuentra en mínimos históricos (33 horas de media). El dato pone de manifiesto que las empresas no sólo han ajustado de forma significativa sus plantillas a la baja sino que han reducido la jornada laboral de sus trabajadores en muchos casos (el número de personas con trabajo a tiempo parcial se encuentra en máximos históricos: más de nueve millones). Esto implica que cuando aumenten las expectativas de producción de las empresas se incrementen la jornada laboral de aquellas personas con horario reducido, antes de que se produzcan nuevas contrataciones. Además, otro factor importante es que la duración del desempleo ha seguido incrementándose: se encuentra ya por encima de las 25 semanas de media, superando en más de cinco millones de personas (más del 35 por 100 del total de desempleados) el número de desempleados que han agotado su derecho a recibir subsidio por desempleo. En suma, estos datos sugieren una lenta recuperación del mercado laboral y un escenario muy poco favorable para el consumidor en EEUU.

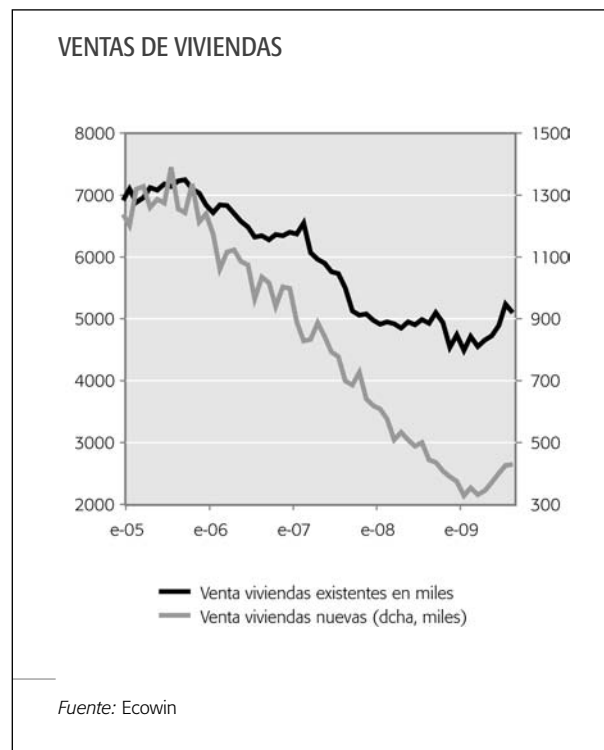
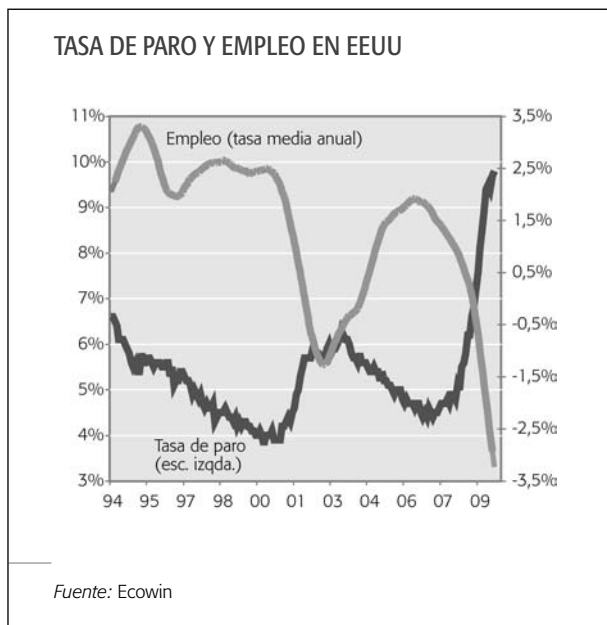
Un escenario para el consumo que además se ve agravado por la necesidad de Estados Unidos de llevar a cabo un proceso de desapalancamiento similar al que en su momento experimentó Japón o Alemania, ya que no po-

demos olvidar el origen financiero de la crisis. La necesidad obedece a la insostenibilidad del modelo de consumo, cuyo crecimiento había superado con creces a la renta bruta disponible de los hogares y se había apoyado, en gran medida, en el crédito. Como prueba de ello, tan sólo tenemos que observar la ratio de deuda de las familias sobre la renta bruta disponible, que a cierre de 2008 había superado el 130 por 100. Evidentemente, los efectos de este proceso se traducirán en un menor crecimiento del consumo, con una reducción de su importancia sobre el PIB (actualmente representa, en EEUU, el 75 por 100), y un crecimiento del PIB moderado y por debajo de su potencial.

2.2.3. La recuperación del mercado inmobiliario en entredicho

Después de cerca de cuatro años de crisis en el mercado inmobiliario, en los últimos meses hemos comenzado a presenciar las primeras señales de recuperación en el precio de la vivienda. En efecto, después de acumular una caída desde el punto máximo del anterior ciclo expansivo superior al 32 por 100, el precio de la vivienda acumula varios meses de subida (+3,6 por 100 entre mayo y julio), en respuesta a una recuperación de la demanda de viviendas que ha encontrado reflejo en los últimos datos de ventas, tanto de vivienda nueva como usada.

Si tenemos en cuenta que la recuperación de la demanda de viviendas se ha debido al efecto positivo del cheque de 8.000 dólares de la administración Obama destinado a primeros compradores, permitiendo establecer un suelo en el precio, no descartamos que una vez finalice el periodo de vigencia de la medida (30 de noviembre de 2009) volvamos a contar con caídas de las ventas y los precios. Pero, a pesar de la recuperación de las ventas resulta llamativo que el nivel de inventarios de casas a la venta apenas se ha reducido. En este sentido, pensamos que el freno en la tasa de morosidad y de viviendas embargadas, muy perjudicados por la debilidad del mercado laboral, son el factor clave para la reducción de inventarios de casas a la venta, para la definitiva recuperación del precio y posterior reactivación de la actividad en el sector de la construcción.





2.2.4. Crecimiento por debajo del potencial y reducidas presiones inflacionistas

En los últimos meses hemos asistido a fuertes caídas de la inflación en Estados Unidos, que ha registrado tasas negativas desde el mes de marzo. La caída de la inflación se debe al efecto base que existe en los componentes ligados a materias primas, teniendo en cuenta que los precios registrados en este tipo de productos durante los primeros nueve meses de 2008 han sido muy superiores a los de 2009. Por el contrario, el núcleo más estable de la inflación, lo que se conoce como la tasa subyacente (excluye los precios energéticos y de alimentos sin elaborar), se ha desacelerado al compás de la ralentización económica, pero no se ha situado por debajo del 1 por 100.

Esperamos que a partir del mes de octubre se inicie la senda de recuperación de la inflación, y se intensifique en la parte final de 2009 y durante el primer semestre de 2010, donde se observarán los repuntes más significativos de las tasas generales. La causa del repunte previsto en la inflación no debe interpretarse en clave de recuperación de la demanda ni vincularse a los estímulos monetarios introducidos en el sistema financiero. El efecto base de los componentes volátiles, debido a la fuerte corrección que tuvo lugar en los precios de las materias primas a partir de agosto de 2008, explica el escenario (justo el efecto contrario al acaecido durante la primera parte de 2009). Ahora

bien, al margen de la volatilidad que generen dichos efectos base en la evolución de la inflación, lo relevante es la evolución de la tasa subyacente, ya que en última instancia es la que determina la tendencia de la inflación a medio plazo y permite medir el pulso del ciclo interno de la actividad. En este sentido, no vemos riesgos de repunte, al menos durante lo que resta de 2009 y 2010: la debilidad de la demanda interna limitará las tensiones inflacionistas en el núcleo estable de la inflación.

Conclusión

En definitiva, nos encontramos ante las primeras señales de recuperación de la economía mundial, donde el área euro y Estados Unidos juegan un papel fundamental. Una recuperación que hasta el momento se basa en el efecto positivo de las medidas de estímulo monetario y fiscal y cuya sostenibilidad parece, por el momento, carecer de fundamentos para ser considerada. Si bien el proceso de reconstrucción de inventarios puede ser garantía de crecimiento del PIB en el corto plazo, en un horizonte de medio y largo plazo, la debilidad del mercado laboral y el proceso de desapalancamiento de las familias más endeudadas del mundo son los dos principales focos de riesgo que pueden limitar el sostenimiento de la actual reactivación y mantener tasas de crecimiento débiles y por debajo del potencial. Bajo este contexto, pensamos que hasta que no se consoliden los pilares de crecimiento, las estrategias de salida o retiradas de los estímulos no se precipitarán, ni desde el punto de vista fiscal ni monetario.

Bibliografía

- FMI (2009): "Global prospects and policies", *World Economic Outlook*, capítulo 1, octubre.
- FMI (2009): "The Road to recovery", *Global Financial Stability Report*, octubre.
- Analistas Financieros Internacionales (2009): "Inventarios y estímulos a la demanda estabilizan la actividad. La sostenibilidad de la recuperación, todavía en cuestión", septiembre.
- Analistas Financieros Internacionales (2009): *El ahorro que viene*, junio.