

Situación actual y perspectivas económicas para el área euro

Álvaro Lissón*

1. Situación actual del área euro

1.1. Primeras señales de recuperación

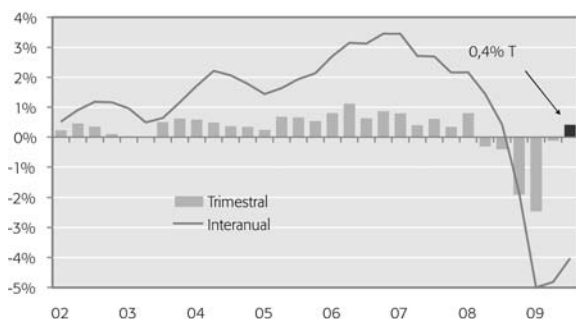
Después de sumar cinco trimestres de contracción, con una caída acumulada del PIB superior al 5 por 100, la economía del área euro ha comenzado a recuperar dinamismo en los últimos meses, gracias al empuje del sector exterior y al impacto positivo de las medidas de estímulo sobre el conjunto de la economía, tanto monetaria como fiscal. Así, en el tercer trimestre de 2009, el PIB ha crecido un 0,4 por 100 en tasa trimestral y los datos disponibles correspondientes al cuarto apuntan también a que el crecimiento será positivo. Las grandes economías del área

euro, Alemania y Francia, lideran la reactivación, mientras que en otras donde el protagonismo del consumo ha sido tradicionalmente mayor, como es el caso de España, todavía no podemos hablar de recuperación, pero sí de freno en la caída libre de la actividad.

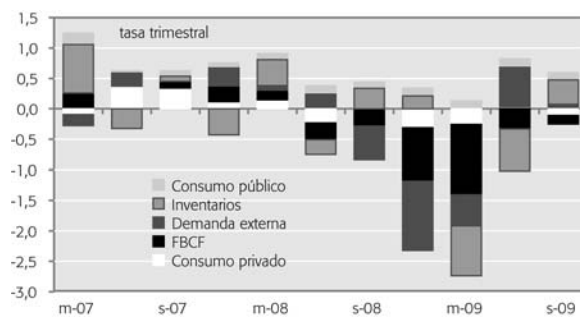
En cualquier caso, según palabras propias del Banco Central Europeo, la recuperación de la actividad se debe en gran medida a factores temporales, dado el impacto favorable del ajuste de inventarios (con un proceso de liquidación de existencias que ha llegado a su fin) y a las medidas de estímulo que es previsible desaparezcan durante este año. En todo caso, los temores de que la recesión económica se prolongase en el tiempo han quedado disipados, toda vez que las medidas para estimular las economías, adoptadas por los distintos gobiernos y los bancos centrales, han permitido estabilizar la actividad en las principales economías europeas. Si en 2009 los planes de estímulo monetario y fiscal han sido claves para frenar la caída libre

* Analistas Financieros Internacionales.

CRECIMIENTO DEL PIB EN EL ÁREA EURO



CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB Y CONTRIBUCIÓN POR COMPONENTES



Fuente: Afí, Ecowin.

de la actividad, en 2010 deberá ser la demanda interna el punto de apoyo para el crecimiento económico. En este sentido, resulta clave la restauración de los canales de crédito y la recuperación del mercado laboral, como ejes que deberían dar soporte a la recuperación de la actividad.

1.2. La recuperación del mercado laboral resulta vital

La capacidad de crecimiento del consumo privado será clave y para contar con su aportación, la recuperación del mercado laboral resulta vital. Y es que la caída del empleo y la pérdida de confianza de los consumidores han llevado aparejado una contracción del consumo privado que, en cifras estimadas, podría haber sido del 1 por 100 anual en 2009. En este sentido, desde el tercer trimestre de 2008 se han destruido cerca de 3,5 millones de empleos en el área euro, siendo el deterioro mucho más significativo en economías como España frente a otras como Alemania o Francia, donde la contracción económica ha estado vinculada a la parada de la actividad en el sector manufacturero, un sector que no es intensivo en mano de obra.

Desde el inicio de la crisis, la mayor parte de las pérdidas de empleo se han concentrado en unos pocos países miembros (los Bálticos, España e Irlanda), en gran parte como resultado de los desequilibrios existentes en estas economías, así como por una mayor exposición a las consecuencias directas de la crisis financiera. En este sentido, en España el deterioro del mercado laboral ha sido más intenso por la contracción de la actividad en el sector de la construcción. De hecho, la caída del empleo en la economía española explica más de la mitad de los empleos perdidos en el área euro, con una destrucción superior a los 1,8 millones de puestos de trabajo desde el inicio de la re-

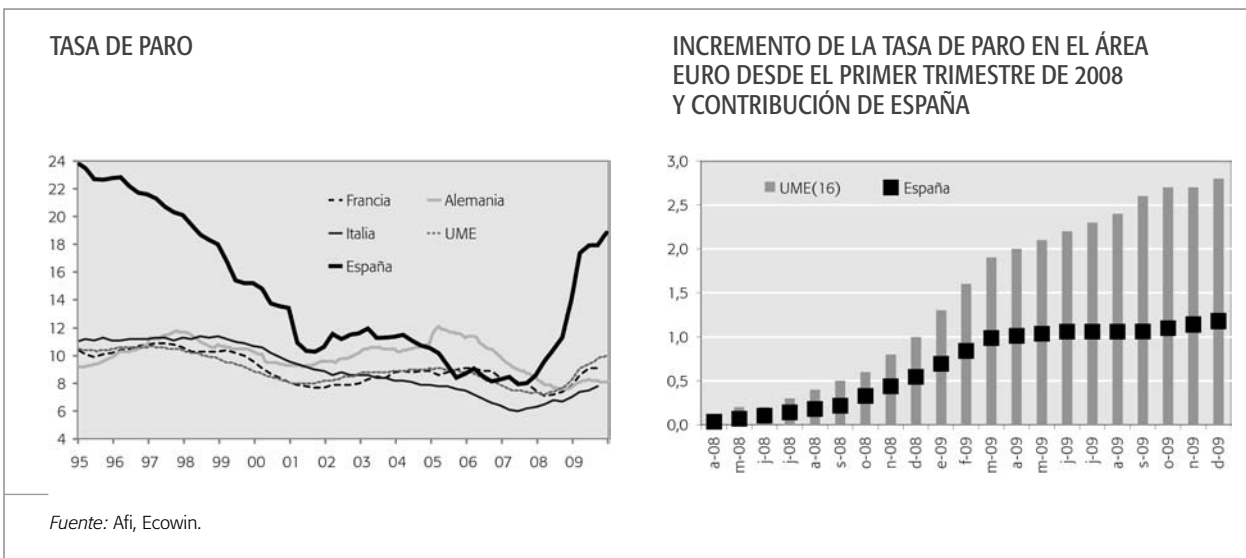
cesión económica, de los que aproximadamente la mitad han surgido de la contracción de la actividad en el sector de la construcción.

1.3. El crédito y la inversión empresarial

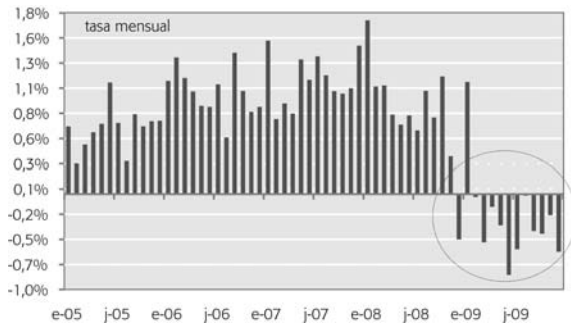
El importante papel que juegan las expectativas empresariales sobre el ciclo económico y la disponibilidad de financiación en la toma de decisiones de inversión explican que la inversión empresarial presente un comportamiento más errático que otras partidas del PIB, y que en fases expansivas o contractivas del ciclo tienda a crecer o a decrecer más que el PIB. En 2009, la inversión empresarial ha sido el principal factor explicativo de la contracción del PIB del área euro, con una caída que podría superar el 10 por 100 anual.

Y es que la liquidez, inyectada al sistema financiero por el Banco Central Europeo a través de las operaciones principales de financiación, no ha llegado al sector privado en forma de concesión de crédito. En diciembre de 2009, el agregado monetario más amplio, M3, ha continuado con la fuerte desaceleración que inició en noviembre de 2007, al caer un 0,2 por 100 interanual, siendo M1, partida que engloba el efectivo en circulación y los depósitos a la vista, el único componente que ha incrementado su ritmo de expansión (principalmente por el trasvase de depósitos a plazo, contemplados en M2, a cuentas a la vista).

Aunque hace tiempo que dejó de ser tan sólo un problema de oferta, tal y como han puesto de manifiesto las encuestas de concesión de crédito del BCE que muestran un deterioro significativo de la demanda, resulta preocupante la escasa transmisión de la liquidez inyectada al sistema por el Banco Central Europeo: el *stock* de crédito

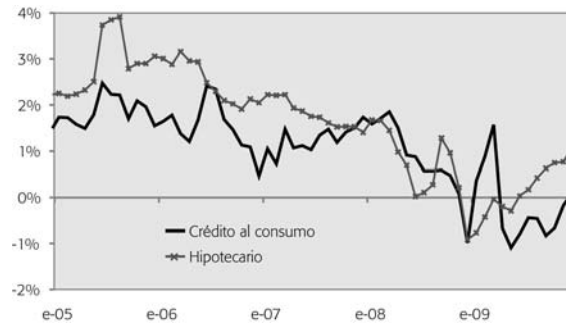


EVOLUCIÓN DEL SALDO VIVO DE CRÉDITO CONCEDIDO A EMPRESAS NO FINANCIERAS (VARIACIÓN MENSUAL)



Fuente: Afi, Ecowin.

EVOLUCIÓN DEL SALDO VIVO DE CRÉDITO CONCEDIDO A FAMILIAS (VARIACIÓN MENSUAL)



concedido a las empresas no financieras ha caído un 2,7 por 100 interanual en 2009. Por su parte, el crédito concedido al consumo ha permanecido sin cambios, mientras que el crédito hipotecario ha crecido un 1,7 por 100 respecto al año anterior.

Estos datos ponen de manifiesto que los riesgos inflacionistas derivados de las medidas adoptadas por el BCE son, aún, muy reducidos. La incertidumbre en cuanto a la recuperación del ciclo constituye un elemento susceptible de lastrar la propensión al endeudamiento de los agentes privados, limitando los riesgos de una espiral al alza en los precios significativa.

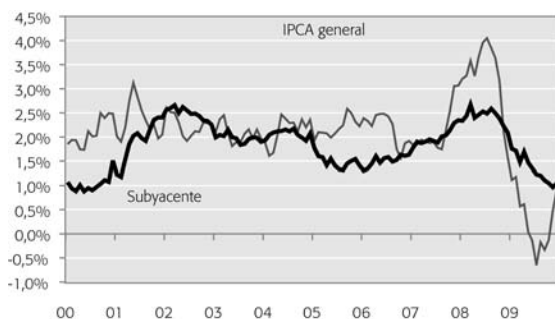
1.4. Sin riesgos inflacionistas en el horizonte

La debilidad en el crecimiento económico ha provocado una intensa relajación de la inflación, que incluso ha

deparado caídas interanuales en el índice de precios durante gran parte de 2009. La mayor parte de la caída de la inflación se explica por el abaratamiento de las materias primas en comparación con los precios de 2008, y también, aunque en menor medida, por la debilidad de las demandas domésticas. En cualquier caso, durante los últimos meses del año, la inflación ha comenzado a repuntar, con un avance que no debe atribuirse a la recuperación económica ni vincularse a los estímulos monetarios introducidos en el sistema financiero, sino al encarecimiento de las materias primas.

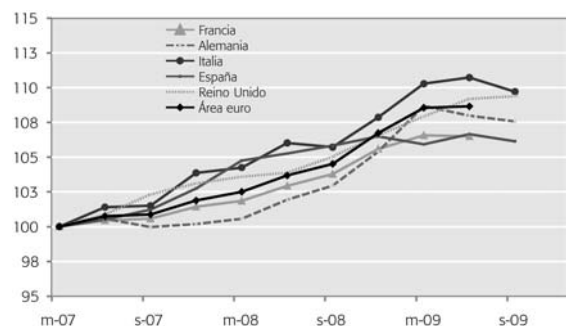
Al margen de la volatilidad que generen las materias primas sobre la evolución de los índices de precios, lo relevante es que no prevemos repuntes durante 2010 en la tasa subyacente que, en última instancia, es la que determina la tendencia de la inflación a medio plazo y la que permite medir la vitalidad del ciclo interno de actividad. En este sentido, la debilidad de la demanda interna, la desace-

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN DEL ÁREA EURO



Fuente: Afi, Ecowin.

COSTES LABORALES UNITARIOS (ÍNDICE BASE 100 = PRIMER TRIMESTRE DE 2007)



leración de los costes laborales y los excesos de capacidad existentes en el grueso de las economías, limitarán las tensiones inflacionistas en el componente más estable de la inflación.

1.5. El problema de las finanzas públicas

Una vez superada la crisis financiera, el fuerte deterioro de las cuentas públicas, con motivo de los planes de apoyo económico-financiero adoptados y el impacto de la contracción de la actividad sobre la evolución de los ingresos financieros, constituye hoy en día el principal motivo de preocupación.

Según estimaciones de la Comisión Europea, es previsible que el déficit público se sitúe próximo al 7 por 100 en 2010 en el conjunto del área euro, con un volumen de deuda pública sobre el PIB que podría superar el 80 por 100 durante los próximos años. Si analizamos la situación por países, existen grandes diferencias. Mientras Alemania y Francia se encuentran en una mejor situación, por debajo de la media del área en ambas variables, otras economías como Grecia, Irlanda, Portugal o España, se encuentran en una situación más complicada. Sobre todo si tenemos en cuenta que las divergencias entre los países descansan en gran parte en la importancia relativa que el componente estructural (no vinculado directamente al ciclo económico) tiene en el incremento del déficit. Ante esta situación, se establece la necesidad de acometer un programa viable y creíble de saneamiento de las finanzas públicas que permita reconducir el nivel del déficit previsto a cotas más compatibles con las fijadas por el Pacto de Estabilidad.

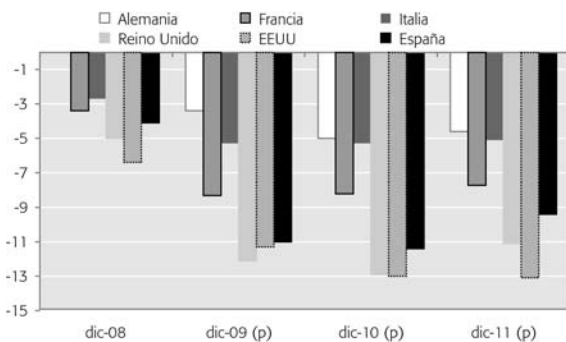
La situación de las finanzas públicas en el seno del área euro ha desatado una oleada de riesgo soberano, en que los diferenciales de rentabilidad de la deuda a largo plazo

respecto a Alemania de aquellos países con mayores problemas de consolidación fiscal se han disparado. Teniendo en cuenta que la deuda pública alemana es la referencia dentro de los activos libres de riesgo en Europa, suele utilizarse el diferencial de rentabilidad de la deuda a largo plazo de cualquier país emisor del área euro con respecto a ella como medida de riesgo que supone invertir en deuda de dicho país. El hecho de que el diferencial de un país respecto a Alemania sea positivo implica que ese país va a financiarse en el mercado a un tipo de interés más elevado ya que el inversor exige una mayor remuneración por la mayor percepción de riesgo asumido.

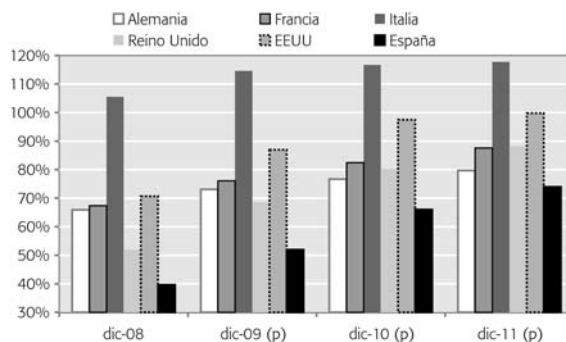
2. Perspectivas

Existe consenso entre los analistas a la hora de estimar que la recuperación de la economía europea será gradual y moderada, en consonancia con el escenario típico de salida de una recesión con origen en una crisis financiera. Es probable que las tasas de crecimiento sean moderadas y por debajo de su nivel potencial durante los próximos trimestres, con el aumento de las exportaciones, el ciclo de inventarios que podría durar algún trimestre más y el apoyo de las medidas de estímulo, como principales factores de impulso. El modesto ritmo de la recuperación es consistente con las presiones que seguirán existiendo en el mercado de la vivienda de algunas economías, y la debilidad el mercado laboral y desapalancamiento del sector privado, como factores que limitarán la capacidad de avance del consumo. En este contexto, difícilmente contaremos con presiones inflacionistas, escenario en el cual el Banco Central Europeo dispondrá de margen para mantener una política monetaria laxa hasta que aparezcan los primeros indicios de capacidad de crecimiento autónomo y sólido de la economía europea.

DÉFICIT PÚBLICO COMO PORCENTAJE DEL PIB



DEUDA PÚBLICA COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: Afi, Comisión Europea.

PREVISIONES AFI DE CRECIMIENTO

	2008	2009	2010	2011	2012
Mundo	3,0%	-1,1%	3,1%	3,5%	3,9%
Desarrollados	0,6%	-3,5%	1,5%	1,8%	2,1%
EEUU	0,4%	-2,4%	2,0%	1,8%	2,5%
Área euro	0,9%	-4,0%	0,7%	1,0%	1,5%
Alemania	1,0%	-4,9%	0,9%	1,5%	1,8%
Francia	0,3%	-2,3%	1,1%	1,7%	2,0%
Italia	-1,0%	-4,8%	0,5%	1,0%	1,4%
España	1,2%	-3,6%	-0,6%	0,8%	1,7%
Japón	-0,6%	-5,3%	1,4%	1,9%	2,5%
Reino Unido	0,7%	-4,7%	0,6%	1,2%	1,8%
Emergentes	6,0%	1,8%	5,0%	5,5%	6,0%
Brasil	5,1%	-0,1%	4,0%	4,5%	5,0%
México	1,3%	-6,5%	2,5%	3,0%	3,5%
Rusia	5,6%	-7,5%	1,5%	2,0%	2,5%
India	7,3%	5,5%	6,5%	7,0%	7,0%
China	9,0%	8,0%	8,5%	8,5%	9,0%

Fuente: AFI

PREVISIONES AFI DE INFLACIÓN

	2008	2009	2010	2011	2012
Mundo	3,0%	2,3%	3,5%	3,5%	3,8%
Desarrollados	3,4%	0,0%	1,1%	1,6%	2,0%
EEUU	3,8%	-0,4%	1,5%	1,8%	2,4%
UME	3,3%	0,3%	1,2%	1,7%	2,0%
Alemania	2,6%	0,3%	0,9%	1,6%	1,9%
Francia	2,8%	0,1%	1,2%	1,5%	2,0%
Italia	3,4%	0,7%	1,5%	2,0%	2,2%
España	4,1%	-0,3%	1,4%	2,0%	2,2%
Japón	1,4%	-1,2%	-0,8%	0,0%	0,5%
Reino Unido	3,6%	2,0%	2,0%	2,5%	3,0%
Emergentes	9,3%	5,2%	6,3%	5,8%	5,9%
Brasil	4,0%	4,5%	5,0%	4,5%	4,5%
México	5,3%	4,5%	4,0%	4,0%	3,5%
Rusia	14,1%	10,5%	9,0%	7,5%	7,5%
India	9,0%	8,4%	6,6%	5,9%	5,8%
China	5,9%	-0,6%	2,5%	2,9%	3,1%

Fuente: AFI

Conclusión

Con el inicio de la recuperación de las principales economías del área euro nos encontramos en un punto en el que las autoridades comienzan a plantearse si es el momento de comenzar a retirar los estímulos. No podemos olvidar que la recuperación, hasta el momento, ha encontrado apoyo en las medidas de estímulo monetario y fiscal, y cuya sostenibilidad parece, por el momento, carecer de fundamentos para ser considerada. La debilidad del mercado laboral sigue latente y las escasas señales que anticipan una reactivación desde este frente son una buena prueba de que todavía existe una enorme incertidumbre acerca de la recuperación del ciclo económico. La necesidad de que las políticas fiscales continúen apoyando la recuperación es clara, sobre todo en aquellas economías donde no existen indicios de recuperación autónoma de la demanda. No obstante, los países que se encuentran en dificultades fiscales, deberían avanzar en la elaboración

y comunicación de estrategias de consolidación fiscal, que exigirá no solo el abandono del estímulo vinculado a la crisis, sino también mejoras sustanciales de los saldos primarios por un período de tiempo prolongado.

Bibliografía

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