

La recuperación económica de Estados Unidos

Daniel Suárez*

1. Introducción: EEUU marca el ritmo de la recuperación

La senda de recuperación que han dibujado los principales bloques económicos desde el primer trimestre de 2009 está confirmando una salida de la recesión a diferentes velocidades dentro de las denominadas economías desarrolladas. Y es que si el debate del “desacoplamiento”

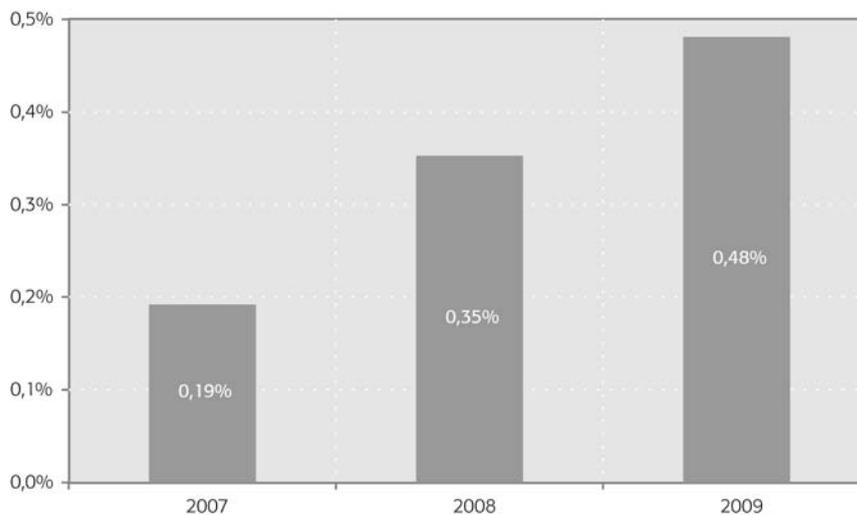
tenía en el universo de las economías emergentes (frente a las desarrolladas) el punto central del análisis, las últimas lecturas de los cuadros macroeconómicos en EEUU, Área euro y Reino Unido sugieren también cierto grado de “desacoplamiento” entre los bloques desarrollados. Así, el nivel de dispersión entre las tasas de crecimiento trimestrales de estas últimas ha pasado del 0,19 por 100 en 2007 al 0,48 por 100 en 2009 (gráfico 1.1).

En este aumento de la dispersión está desempeñando un papel protagonista la economía de EEUU, ex-

* Analistas Financieros Internacionales.

Gráfico 1.1

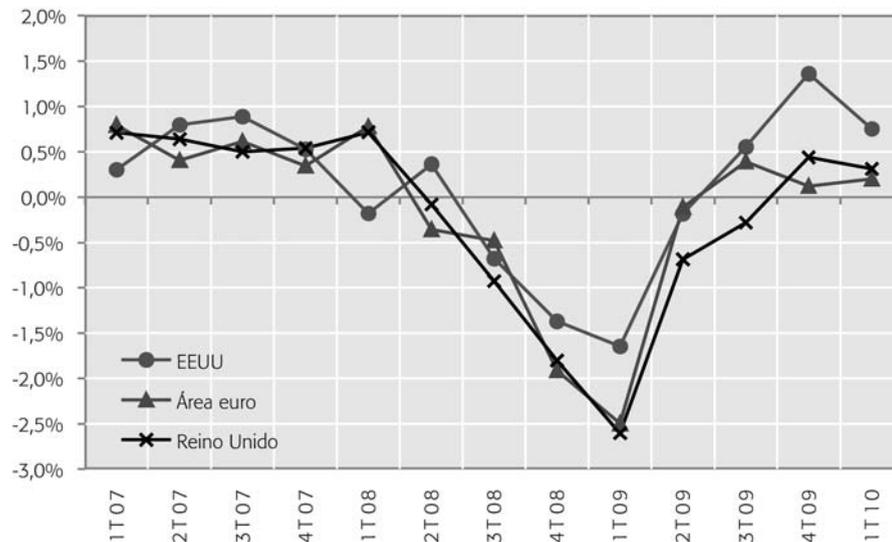
DISPERSIÓN ENTRE LOS RITMOS DE CRECIMIENTO DEL PIB DE EEUU, ÁREA EURO Y REINO UNIDO



Fuente: AFI, Ecowin.

Gráfico 1.2

TASA DE CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB EN EEUU, ÁREA EURO Y REINO UNIDO



Fuente: AFI, Ecowin.

hibiendo un nivel de flexibilidad superior al de Reino Unido y Área euro, tanto en la fase álgida de la recesión como en la posterior recuperación. En este sentido, la caída media trimestral del PIB entre el cuarto trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009 fue del 1,5 por 100 en EEUU, frente a las contracciones del 2,2 por 100 que experimentaron tanto Reino Unido como el Área euro. En la recuperación posterior también EEUU se ha desmarcado con tres trimestres consecutivos de crecimiento del PIB, a un ritmo medio del 0,9 por 100. El Área euro también acumula tres trimestres consecutivos de crecimiento, pero apenas alcanza el 0,25 por 100. Por su parte, la economía de Reino Unido empezó a crecer un trimestre más tarde, en el cuarto de 2009, y en estos dos últimos trimestres la tasa de crecimiento media es del 0,37 por 100, muy lejos de los ritmos de EEUU. La mayor flexibilidad de la fuerza laboral, un sector exterior bien posicionado y competitivo o una menor dependencia del canal bancario para la transmisión de crédito pueden ser factores que ayuden a explicar este sensible “desacoplamiento” entre los principales bloques económicos.

En el artículo analizamos en qué puntos se ha apoyado el cuadro macroeconómico de EEUU en los últimos trimestres, así como el grado de sostenibilidad y los escenarios de riesgo abiertos en el corto plazo.

2. Análisis de la composición del PIB: apoyos y riesgos

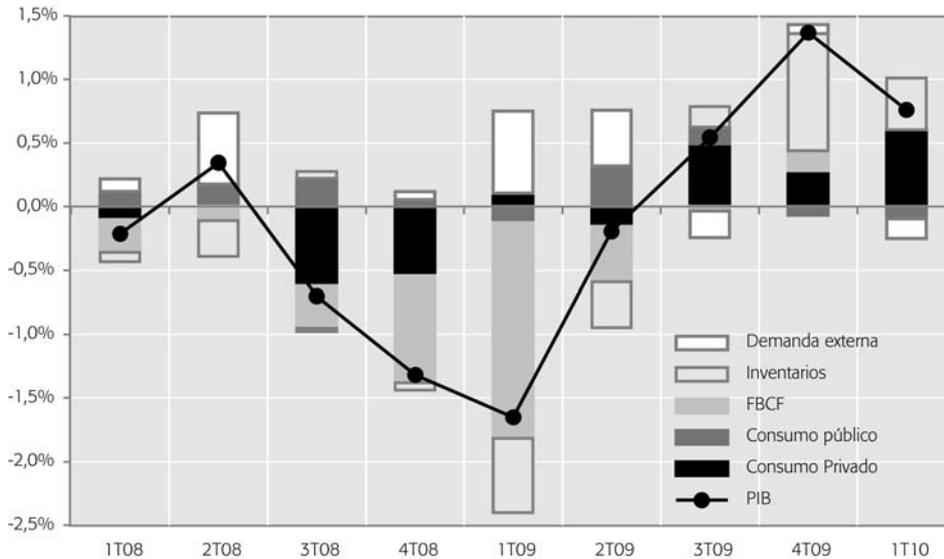
Cuando analizamos la composición de las últimas cifras de crecimiento del PIB en EEUU destacan dos partidas: inventarios y consumo privado (gráfico 2.1). La aportación de estas dos variables al crecimiento de la actividad económica de los tres últimos trimestres en EEUU ha sido fundamental, llegando a explicar más de la mitad de la expansión económica de cada trimestre.

El ciclo de inventarios, debido a su marcado carácter procíclico, es clave en los estadios más primarios de las salidas de recesión. Si a lo largo del episodio recesivo el ciclo de inventarios tiende a acentuar la desaceleración (la producción se para y las ventas son cubiertas con inventarios acumulados), la reconstrucción de los mismos es un punto de apoyo en las primeras fase de reactivación económica. En el gráfico 2.2 presentamos el perfil medio¹ de una salida de recesión en EEUU y la aportación de los inventarios en los primeros trimestres de recuperación. En media, se observa que la mayor aportación se alcanza entre el tercer y quinto trimestre después del

¹ A partir de los ciclos recesivos de 1980, 1982, 1991 y 2001.

Gráfico 2.1

CRECIMIENTO DEL PIB EN EEUU (TASA TRIMESTRAL) Y CONTRIBUCIÓN DE LOS DISTINTOS COMPONENTES



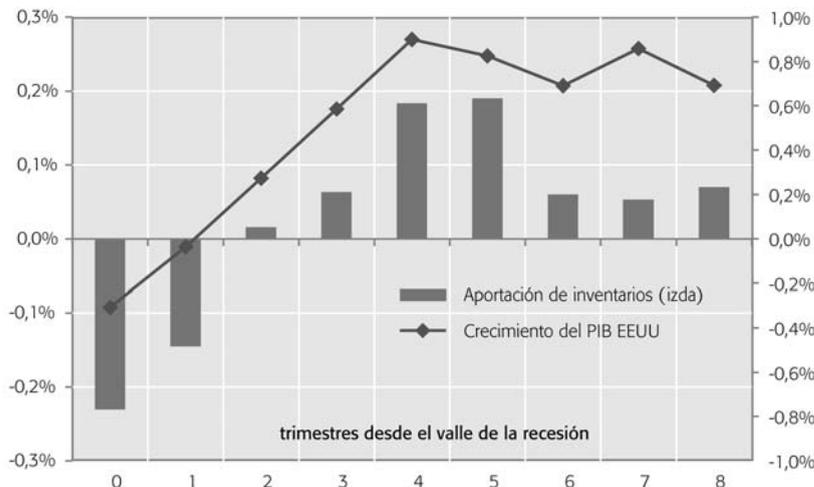
Fuente: AFI, Ecowin.

valle de la recesión. En los trimestres posteriores la contribución de inventarios pierde intensidad, y la actividad económica deberá encontrar apoyo en otras líneas del cuadro macro (consumo privado, sector exterior, inversión empresarial, ...).

Con esta "guía", sujeta a todo tipo de matización, que nos deja la historia de las últimas recesiones, y atendiendo a la posición actual del ciclo en EEUU (gráfico 2.3), el ciclo de inventarios podría continuar aportando crecimiento al cuadro macro durante el próximo trimestre (el segundo de

Gráfico 2.2

EL PAPEL DE LOS INVENTARIOS EN LAS SALIDAS DE RECESIÓN EN EEUU: APORTACIÓN DE LOS INVENTARIOS Y CRECIMIENTO DEL PIB EN LOS TRIMESTRES POSTERIORES AL VALLE DE LA RECESIÓN

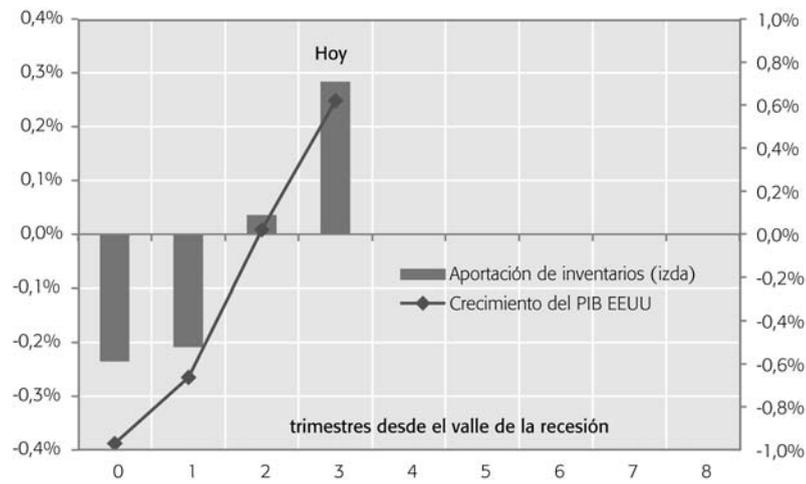


Nota: aportación trimestral (media de cuatro trimestres), en puntos porcentuales, de los inventarios al crecimiento del PIB (tasa de crecimiento trimestral, media de cuatro trimestres sin anualizar). Muestra: recesiones de 1980, 1982, 1991 y 2001

Fuente: AFI, Ecowin.

Gráfico 2.3

EL PAPEL DE LOS INVENTARIOS EN LAS SALIDAS DE RECESIÓN EN EEUU
(desde 2009 hasta el primer trimestre de 2010)



Nota: aportación trimestral (media de cuatro trimestres), en puntos porcentuales, de los inventarios al crecimiento del PIB (tasa de crecimiento trimestral, media de cuatro trimestres sin anualizar)

Fuente: AFI, Ecowin.

2010). En adelante, será necesario un relevo de otras variables y en este punto nos vamos a centrar en: (1) la capacidad del consumo privado —una de las sorpresas de los últimos meses— para seguir aportando crecimiento en los próximos trimestres y (2) la capacidad de relevo de la inversión empresarial (formación bruta de capital fijo, FBCF).

3. La sorpresa positiva del consumo personal, ¿sostenible?

La evolución del consumo personal en EE.UU, encadenando siete meses consecutivos de avances (gráfico 3.1),

Gráfico 3.1

EVOLUCIÓN DEL CONSUMO PERSONAL EN EEUU
(tasa mensual, en términos reales)

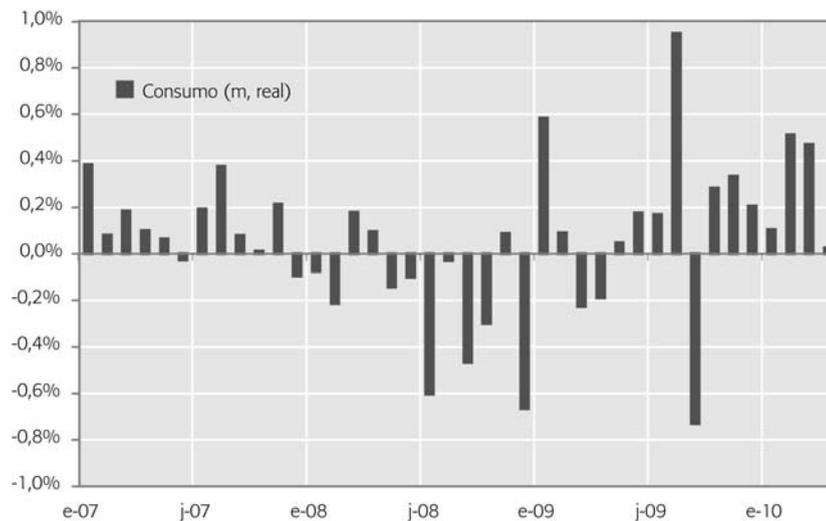
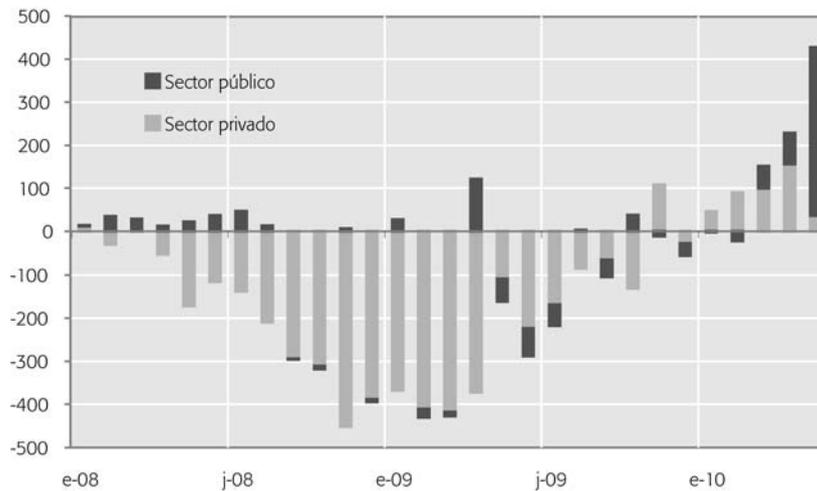


Gráfico 3.2

CREACIÓN / DESTRUCCIÓN DE PUESTOS DE TRABAJO EN EL MERCADO LABORAL DE EEUU

(cifras en miles de trabajadores)



Fuente: AFI, Ecowin.

ha sido, junto con el ciclo de inventarios que analizamos anteriormente, una de las variables clave en la recuperación económica que estamos observando en los últimos trimestres. Y en este caso sí que es un elemento diferencial respecto al perfil del cuadro de recuperación en el Área euro. Así, mientras el ciclo de inventarios aparece tanto en la recuperación cíclica de EEUU como del Área euro, la anémica evolución del consumo privado en esta última es una de las variables explicativas del mayor pulso en la recuperación de EEUU. Dado el grado de madurez del ciclo de inventarios vamos a analizar los puntos de apoyo del consumo privado y qué podemos esperar en los próximos trimestres de esta fuente de crecimiento.

La capacidad de consumo viene determinada, en buena medida, por la masa salarial real de la economía² y la capacidad de apalancar esa masa salarial, es decir, el acceso al crédito de los consumidores. La recuperación de la masa salarial en los últimos meses —ha pasado de 265 mil millones de dólares en octubre de 2009 a 272 mil millones en abril de 2010— podría apuntar a un buen desempeño del consumo privado en los próximos trimestres. El problema reside en la composición de la recuperación de la masa salarial de los últimos meses. De

² Definimos masa salarial real como el producto del número de horas trabajadas por el salario medio/hora, por el número de trabajadores de la economía, y deflactado con el nivel de precios de la economía.

las cuatro variables que la definen —número de trabajadores, horas semanales trabajadas, salario medio semanal y nivel de precios de la economía— ha sido la recuperación desde mínimos de las horas semanales trabajadas (hasta 33,5 horas / semana desde 33 horas / semana) uno de los principales artífices de la recuperación de la masa salarial. Una dinámica que sugiere una recuperación muy embrionaria y que apenas ha contado con el apoyo estructural necesario para apostar por un consumo creciendo de forma autónoma y orgánica: la recuperación del mercado laboral.

En este sentido, los 430 mil puestos de trabajo que ha creado el sector servicios (en el ámbito privado) en lo que llevamos de ejercicio apenas cubren un 10 por 100 de los 4,4 millones de trabajos perdidos entre 2008 y 2009. La buena noticia es el freno a la destrucción de empleo, la menos buena, la duración media del desempleo, que supera las 30 semanas, muy lejos de los niveles máximos de anteriores episodios recesivos (en 19 semanas).

El peso de las transferencias del Gobierno en la renta bruta disponible de las familias, que supera el 20 por 100 (gráfico 3.3), apunta en esa misma dirección de vulnerabilidad del consumo privado en un escenario de retirada de estímulos fiscales y con un mercado laboral extremadamente debilitado, aunque con evidencias de estabilización en los últimos meses.

Gráfico 3.3

PESO DE LAS TRANSFERENCIAS DEL GOBIERNO EN LA RENTA BRUTA DISPONIBLE DE LAS FAMILIAS EN EEUU



Fuente: AFI, Ecowin.

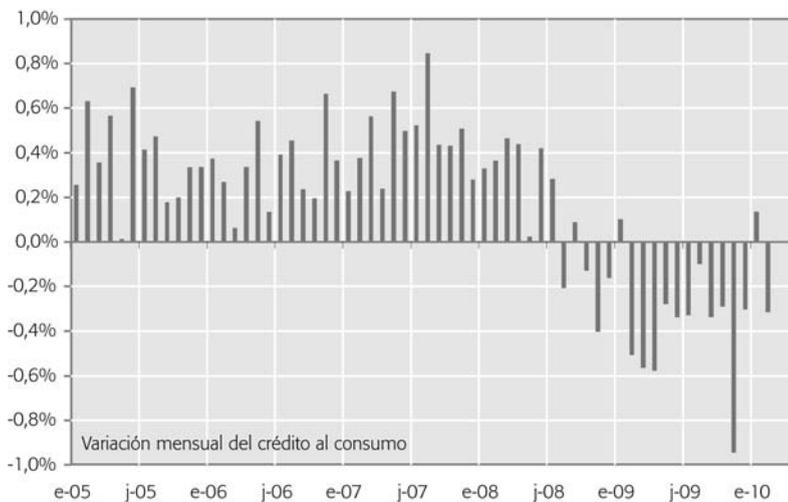
La capacidad de apalancamiento de la masa salarial es otra de las fuentes que pueden apoyar al consumo privado. El acceso a canales de financiación puede ayudar a “esterilizar” los efectos depresivos sobre el consumo de una masa salarial menguante y vulnerable. En este frente, con el sistema financiero en pleno proceso de ajuste de balances y desapalancamiento, las cifras mensuales del

crédito al consumo en EEUU (gráfico 3.4) no apuntan a una recuperación de los canales de crédito, mermando la capacidad de compra de familias.

Por lo tanto, atendiendo al protagonismo de las transferencias del Gobierno en la renta bruta disponible de las familias, el peso marginal del mercado laboral en la dinámica de

Gráfico 3.4

CRÉDITO AL CONSUMO EN EEUU
(variación mensual)



Fuente: AFI, Ecowin.

la masa salarial y la contracción de crédito al consumo desde el segundo semestre de 2008, consideramos que los riesgos sobre el consumo privado en los próximos trimestres apuntan claramente a una eventual desaceleración en la medida que se vayan retirando los diferentes estímulos fiscales.

4. La inversión empresarial y la esperanza del sector exterior

En este punto analizamos la aportación de la inversión empresarial (formación bruta de capital fijo, FBCF) y del sector exterior al crecimiento del PIB en EEUU a lo largo de los últimos quince años, y que sería razonable esperar de ellos en los próximos trimestres.

La evolución reciente de la inversión empresarial en EEUU viene determinada por dos grandes ciclos expansivos, el primero en clave de bienes de equipo (1996-2000) y el segundo vinculado a inversión residencial (2003-2006). La revolución tecnológica marcó el ritmo de la fuerte expansión del ciclo de inversión en bienes de equipo en la segunda mitad de la década de los noventa, mientras que un entorno de tipos reales en mínimos históricos, entre otros factores, facilitó la expansión de la inversión residencial —en EEUU y buena parte de los bloques económicos desarrollados— en los primeros años del siglo XXI. Actualmente la inversión empresarial presenta un acusado perfil recesivo, arrastrado por el desplome de la inversión residencial (la caída media trimestral supera el

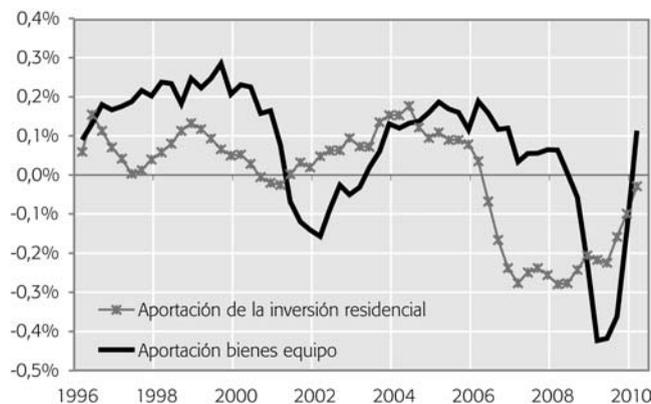
4 por 100 desde el primer trimestre de 2006) y, que ha encontrado cierto apoyo en la recuperación del otro componente de la inversión empresarial que estamos desatacando: la inversión en bienes de equipo.

La aportación de este último al crecimiento del PIB ha logrado amortiguar el drenaje de la inversión empresarial (gráfico 4.1). Dado el marcado perfil cíclico de la inversión en bienes de equipo, será necesario un entorno de crecimiento económico para ayudar a consolidar la incipiente recuperación de este componente de la formación bruta de capital fijo. De la inversión residencial apenas esperamos contribuciones positivas al crecimiento de la economía de EEUU en los próximos trimestres. El ajuste en stock de viviendas y nivel de endeudamiento de la economía (familias y sistema financiero) ha comenzado pero todavía no es suficiente para esperar una expansión de la actividad inmobiliaria de forma inminente.

Respecto a la aportación del sector exterior a lo largo de estos últimos años (gráfico 4.2) se observa cierta relación entre (1) la intensidad del ciclo de inversión empresarial y (2) el grado de aportación/drenaje del sector exterior al crecimiento del PIB. El efecto arrastre que tiene sobre las importaciones un fuerte ciclo expansivo de la inversión empresarial ha sido una de las principales variables explicativas del drenaje del sector exterior en los años recientes (las importaciones crecían a un nivel superior que las exportaciones). En adelante, sin visos en el más corto plazo de asistir a una tercera fase expansiva de la inversión empresarial —los bienes de equipo vulnerables a una eventual

Gráfico 4.1

DETALLE POR COMPONENTES DE LA APORTACIÓN DE LA INVERSIÓN EMPRESARIAL AL CRECIMIENTO DEL PIB: BIENES DE EQUIPO VS. INVERSIÓN RESIDENCIAL

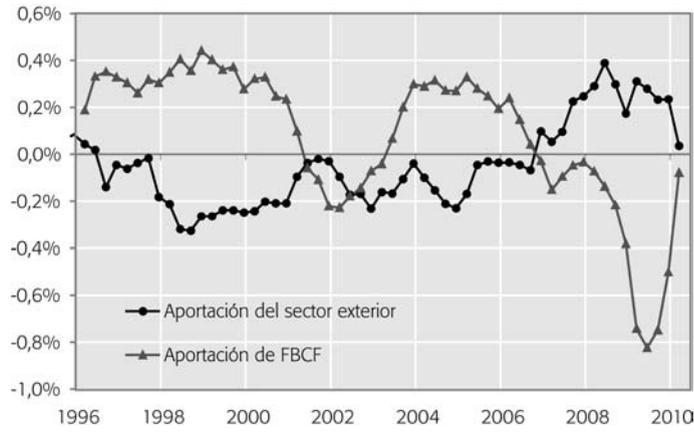


Nota: aportación trimestral (media móvil de 4 trimestres)

Fuente: AFI, Ecowin.

Gráfico 4.2

APORTACIÓN DE LA INVERSIÓN EMPRESARIAL Y DEL SECTOR EXTERIOR AL CRECIMIENTO DEL PIB EN EEUU

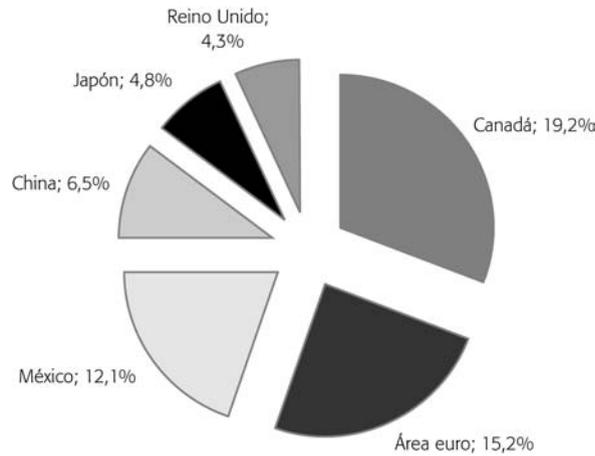


Nota: aportación trimestral (media móvil de 4 trimestres)

Fuente: AFI, Ecowin.

Gráfico 4.3

PRINCIPALES DESTINOS DE LAS EXPORTACIONES DE EEUU



Fuente: AFI, Ecowin.

desaceleración de la demanda global y la inversión residencial sin pulso mientras ajusta el nivel de inventarios—, las importaciones deberían contenerse y facilitar la aportación al crecimiento del sector exterior. En este punto, la dinámica de las exportaciones se erige como uno de los pilares de la actividad económica de EEUU en los próximos trimestres. En este sentido, el pulso de la demanda de los principales socios comerciales de EEUU, entre los que destacan Canadá, Área euro y México (gráfico 4.3), deter-

minará, en buena medida, el ritmo de crecimiento de la economía norteamericana en el corto y medio plazo.

5. Conclusiones

Las crecientes divergencias entre los ritmos de salida de la recesión de los principales bloques económicos (EEUU,

Área euro y Reino Unido) se apoyan en el mayor dinamismo del PIB de EEUU en los primeros estadios de la recuperación. Un “desacoplamiento” entre economías desarrolladas que, en adelante, dependerá del éxito en la gestión de una transición de un ciclo apoyado por estímulos fiscales y reconstrucción de inventarios a un ciclo apoyado por demanda final. En este último punto todavía no contamos con evidencias que apunten a una demanda final con capacidad para crecer de forma autónoma y orgánica, por lo que las diferentes gestiones de la política fiscal (consolidación vs expansión) serán clave en el crecimiento diferencial de las principales economías en el corto plazo.

Un debate en torno a la gestión de los déficit públicos que podría ganar intensidad en el segundo semestre de 2010, donde los indicadores más adelantados de actividad apuntan a un riesgo de estancamiento, y la política monetaria —en clave de tipo de intervención— apenas tiene margen para estimular demanda.

Bibliografía

- 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.
- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2010): Recalibrado de primas de riesgo, junio.
- COMISIÓN EUROPEA: Informe semestral de perspectivas económicas, otoño.
- FMI (2009): “Global prospects and policies”, *World Economic Outlook*, capítulo 1, octubre.
- FMI (2009): “The Road to recovery”, *Global Financial Stability Report*, octubre.