

## RESUMEN EJECUTIVO

**La crisis de la deuda soberana aboca a la zona del euro a una nueva recesión.**

**Estados Unidos crece moderadamente y los emergentes se desaceleran menos de lo temido.**

**En Estados Unidos, las políticas expansivas no se retiran del todo...**

### **¿Los ajustes fiscales ponen en peligro el crecimiento?**

La economía mundial atraviesa un momento de cierta debilidad en términos de crecimiento, que podría prolongarse hasta mediados de año. Sin embargo, los indicadores económicos de Estados Unidos apuntan a un razonable vigor de la demanda interna, Japón encara la recuperación tras el complicado 2011 y los países emergentes sufren una ralentización menos pronunciada de lo temido. La situación más delicada continúa siendo la europea. Las autoridades comunitarias no consiguen afrontar adecuadamente la crisis de la deuda soberana, que está abocando a la eurozona a una nueva recesión. Por su parte, los mercados financieros parecen apuntar en enero a una leve mejora, si bien la tónica preponderante sigue siendo la incertidumbre.

El menor vigor de la actividad en la segunda mitad de 2011 y el deterioro de las expectativas han llevado al Fondo Monetario Internacional (FMI) a recortar sus previsiones de crecimiento de 2012 respecto a las de septiembre. No para Estados Unidos, para el que mantiene la expectativa de un avance del 1,8%. En el caso de las economías emergentes, la revisión es de 0,7 puntos porcentuales, hasta el 5,4%, pero con crecimientos apreciables de China (8,2%), India (7,0%) y Brasil (3,0%). Es en la zona del euro donde la revisión es muy acusada, llegando a anticipar una recesión suave en 2012 (-0,5%). Las razones aducidas para dicho comportamiento son la subida y la persistencia de elevadas primas de riesgo en la deuda soberana, los efectos del desapalancamiento bancario sobre la economía real y el impacto de la consolidación fiscal anunciada para algunos Estados

miembros. En este sentido, Olivier Blanchard, economista jefe del FMI, ha advertido refiriéndose a Europa que «un ajuste fiscal excesivo socavaría aún más la actividad, reducirá el respaldo con que cuenta el ajuste entre los ciudadanos y minará la confianza del mercado».

El dilema entre reducir el déficit público o mantener una política mínimamente expansiva para asentar la recuperación es mucho menos acuciante en Estados Unidos. La laxitud fiscal, que en 2010 y 2011 apoyó la recuperación de la actividad, seguirá reduciendo su intensidad a causa de los niveles de deuda alcanzados. Pero la posible aprobación en febrero de la prórroga de las exenciones fiscales a las cotizaciones que pagan las empresas por sus empleados y del seguro de desempleo contribuirá a apuntalar un crecimiento todavía necesitado de ayudas. En todo caso, se estima que el crecimiento del producto interior bruto (PIB) del cuarto trimestre alcanzó el 0,7% intertrimestral, un 1,6% interanual, que dejaría el avance para el total de 2011 en el 1,7%. Esta evolución se sustenta en la mejora del mercado de trabajo, que supera las expectativas que se tenían hace tan solo dos meses. Este comportamiento ha contribuido apreciablemente al ascenso del sentimiento de los consumidores, que aportan el 71% del PIB.

En cambio, en la zona del euro la confianza de consumidores y empresarios se mantiene en niveles bajos por la elevada incertidumbre, lo que lleva a posponer las decisiones de gasto. El principal problema reside en la no resolución de la crisis de la deuda soberana de la eurozona. En enero, las negociaciones sobre el pacto fiscal lanzadas en la cumbre de diciembre pasado

han progresado lentamente. El presidente de Francia, Nicolas Sarkozy, y la canciller alemana, Angela Merkel, han afirmado estar satisfechos con los avances realizados, pero los detalles se desconocen. Por otra parte, los acreedores privados y el Gobierno griego no han alcanzado todavía un acuerdo sobre el monto de la quita de la deuda griega, aunque al parecer se han producido algunos avances.

En este ambiente de incertidumbre, la agencia de calificación crediticia Standard & Poor's (S&P) ha rebajado el *rating* de nueve países. Entre ellos, Francia y Austria han bajado un escalón, desde el máximo de AAA hasta AA+. Debido a la pérdida de la máxima calificación crediticia de varios países miembros de la eurozona, la agencia también ha procedido a reducir al nivel de AA+ el *rating* del fondo de rescate, la Facilidad Europea de Estabilización Financiera. Esta acción ha desencadenado una respuesta airada por parte del eurogrupo y del Banco Central Europeo (BCE), por considerarla arbitraria y valorarla como perjudicial para el actual esfuerzo de estabilización de las turbulencias en la eurozona.

Paradójicamente, la señalización de un incremento del perfil de riesgo en la eurozona no ha afectado a las emisiones de deuda soberana de estos países, que han colocado activos con rentabilidades inferiores a las previas al anuncio de S&P. Probablemente, la razón radica en que el mercado ya había incorporado esas decisiones en el precio de los activos financieros.

También ha facilitado las cosas la política del BCE, el actor que más está apoyando a la estabilización de la eurozona. Esta ayuda se instrumenta a través de una serie de medidas no convencionales cuyo fin es reducir las dificultades de financiación de la banca europea, y en consecuencia de la economía real. Entre las mismas destacan las líneas de liquidez ilimitada y a tipo fijo que la entidad está realizando desde el año pasado. Sobresalen las dos subastas de

liquidez aprobadas en la pasada reunión de diciembre, con vencimiento a tres años. En opinión del BCE, el resultado de la primera subasta, efectuada en los últimos días de 2011, fue un éxito de demanda del sector bancario europeo y sus efectos están contribuyendo favorablemente a las condiciones de financiación de la banca y a restaurar la confianza de los inversores. Estos resultados probablemente se verán reforzados con la siguiente inyección de liquidez a tres años, que está prevista que se lleve a cabo en febrero.

Pero la momentánea reactivación del mercado de deuda pública soberana no despeja la cuestión de fondo, que es saber si los países de la eurozona podrán consolidar sus cuentas públicas en un entorno de menor crecimiento o incluso de recesión. Es decir, existe el riesgo de que los recortes adicionales anunciados en países como Italia y España, entre otros, afecten negativamente a la actividad económica, desencadenando una espiral perversa. Para acabar de complicar la ecuación, la necesidad del sistema bancario europeo de recapitalizarse en este entorno puede mantener la restricción crediticia al sector privado durante más meses de lo deseable, dificultando la salida de la crisis. Todo ello sitúa a la zona del euro en una posición decididamente complicada que deberá ser abordada por los responsables políticos más pronto que tarde, tal vez relajando las exigencias de ajuste fiscal y de recapitalización bancaria, así como aportando medidas de estímulo de la actividad.

En este contexto, la evolución del cruce entre el dólar y el euro se ha decantado nuevamente a favor de la moneda norteamericana durante las últimas semanas. La apreciación acumulada del dólar desde el mínimo marcado en mayo de 2011 (1,482 dólares por euro) asciende a casi un 13%. La pérdida de valor del euro también se ha producido contra otras divisas. Este es el caso del tipo de cambio del euro con el yen japonés, cuyo intercambio alcanzó los 99,65 yenes por euro, siendo este el

**...mientras que en la zona del euro la confianza se mantiene bajo mínimos.**

**El BCE facilita liquidez, favoreciendo las condiciones de financiación de la deuda soberana y de la banca.**

**La cuestión es si los países de la eurozona podrán eliminar el déficit público en un entorno de menor crecimiento o incluso de recesión.**

**La economía española se enfrenta a una nueva recesión, con el paro y el déficit público en niveles muy elevados.**

**El nuevo Gobierno ha adoptado medidas de restricción del gasto y de aumento de impuestos.**

**La moderación salarial y los avances en las reformas estructurales favorecerán la competitividad y la flexibilidad de las empresas.**

valor máximo de la divisa nipona en doce años.

En cuanto a la economía española, los indicadores de actividad disponibles, relativos sobre todo a finales de 2011, confirman que la recesión está en marcha y la incógnita reside en la duración de la misma y su profundidad. El rápido deterioro de la situación económica en la segunda parte del pasado ejercicio ha llevado a una sensible corrección de las previsiones para 2012 y 2013. Tanto el FMI como el Banco de España coinciden en dibujar un escenario recesivo en 2012, aunque no tan intenso como el experimentado en 2009. Debe recordarse que en dicho año el PIB cayó un 3,7%, se estabilizó en el -0,1% en 2010 y en 2011 logró crecer el 0,7%. La gravedad de la actual recaída estriba en que se produce en un momento en que el desempleo está en máximos y el déficit público alcanza cotas excesivas, a diferencia de lo que sucedía al inicio de la recesión de 2008-2009.

Las causas de las sombrías perspectivas del actual ejercicio radican, en primer lugar, en el freno del crecimiento europeo, principal mercado de exportación de los bienes y servicios españoles. Además, la desconfianza de los mercados financieros respecto a la resolución de la crisis de la eurozona y las necesidades de saneamiento de las entidades financieras dificultan la circulación del crédito. Por último, la necesidad de corregir el excesivo déficit público comporta que los presupuestos ejerzan un efecto contractivo sobre el gasto.

En este sentido, cabe destacar que el nuevo Gobierno formado tras las elecciones de noviembre ha confirmado una significativa desviación del déficit público en 2011 respecto al objetivo fijado. Concretamente, las previsiones sitúan el déficit alrededor del 8% del PIB, mientras que el objetivo era del 6,0%. De confirmarse esta cifra, obligaría a hacer un esfuerzo mayúsculo durante 2012 si se pretende alcanzar el objetivo fija-

do por Bruselas, que es del 4,4%. El Ejecutivo ha afirmado que su compromiso con el programa de estabilización presupuestaria es total y, por lo tanto, ya ha presentado una batería de medidas. Entre estas destacan aumentos en el impuesto sobre la renta de las personas físicas y en el impuesto sobre bienes inmuebles, además de disposiciones de restricción del gasto.

Las medidas anunciadas representan un ahorro de 15.000 millones de euros. Pero para reducir el déficit desde el 8% del PIB hasta el 4,4% en 2012 la corrección debe superar los 40.000 millones de euros. Por lo tanto, en las próximas semanas y, sobre todo, en la aprobación de los presupuestos de 2012, que se prevé para marzo, deberán anunciarse nuevas medidas de calado. A no ser que las autoridades europeas entiendan que en el actual entorno recesivo emprender un ajuste fiscal intenso complica la resolución de la crisis. Incluso puede tener efectos contraproducentes, puesto que, como se ha señalado, el impacto de estas actuaciones sobre el crecimiento a corto plazo puede ser claramente negativo.

Sin embargo, cabe resaltar que a medio y largo plazo estas medidas tendrán un efecto positivo sobre el crecimiento. No solo porque una economía saneada está mejor capacitada para emprender proyectos de envergadura, sino por la mejora en la credibilidad que ello supondrá en los mercados internacionales. En esta línea se inscribe también el compromiso de moderación salarial alcanzado a finales de enero por sindicatos y empresarios. Un acuerdo que debería favorecer una mayor competitividad de las empresas y una mayor flexibilidad para adaptarse al complicado entorno actual. El Gobierno contempla también reformas estructurales de calado que se irán materializando en los próximos meses y que van también en esta línea.

26 de enero de 2012