

RESUMEN EJECUTIVO

La recesión queda atrás, pero la recuperación presenta luces y sombras.

Los emergentes lideran el crecimiento, mientras que Estados Unidos presenta datos paulatinamente mejores...

...igual que Japón, pero el avance dista de ser vigoroso.

La recesión ha terminado. ¿Qué viene ahora?

Los datos del cuarto trimestre de 2009, conocidos en las últimas semanas, confirman la mejora de la actividad económica, la salida de la recesión en la mayor parte de economías desarrolladas y el buen ritmo de las emergentes. A pesar de ello, subsisten muchas dudas sobre las perspectivas inmediatas en los países desarrollados. Elevados niveles de desempleo, desequilibrios históricos en las cuentas públicas con crecientes volúmenes de deuda y un todavía incompleto desapalancamiento del sector privado no constituyen el mejor marco para una recuperación sin contratiempos.

La mejor evolución la presenta un selecto e importante grupo de países emergentes entre los que destacan Brasil y China. En este último país, la laxitud monetaria y fiscal ha permitido tasas de crecimiento cercanas al 10%, tan elevadas que han provocado el miedo al recalentamiento. El crédito sigue aumentando a una tasa cercana al 30% interanual, si bien la inflación aún se mantiene en niveles moderados, el 1,5% en enero. De momento, la actuación del Gobierno chino se ha centrado en retirar liquidez del sistema financiero y se da prácticamente por hecho que el tipo de interés de referencia subirá en el segundo trimestre.

Un segundo grupo de países, encabezados por Estados Unidos, están en vías de consolidar su recuperación. En el cuarto trimestre la economía estadounidense creció un 5,7% intertrimestral anualizado, lo que ha dejado el retroceso para el conjunto del 2009 en el 2,4%. La mala noticia es que la mayor parte del crecimiento se debe al fuer-

te avance de las existencias. Pero en el lado positivo destaca la inesperada fuerza del consumo privado, que aumentó un 2,0%. Además, los últimos indicadores de demanda sugieren que el avance se está manteniendo en el primer trimestre de 2010. También la inversión en equipo y las exportaciones mostraron síntomas de relativa fortaleza. De todas formas, el recorrido al alza del crecimiento sigue limitado por la elevada tasa de paro, el proceso de desapalancamiento de los hogares y el mercado de la vivienda. Todo ello hará que la recuperación sea lenta y probablemente algo errática.

La economía japonesa creció un 4,6% intertrimestral anualizado en el cuarto trimestre, aupada a partes iguales por el consumo privado, la inversión en equipo y el sector exterior. Ello la podría hacer merecedora de ser incluida en el grupo de países que están consolidando la recuperación. De todas formas, pese a la fuerza del repunte, la reacción nipona dista de ser vigorosa. En primer lugar, gran parte del último incremento intertrimestral se debe a las dos revisiones sucesivas a la baja del crecimiento del trimestre previo, que pasó del 4,8% al 0,0%. Además, gran parte de la fuerza del consumo privado de los últimos meses se debe a masivas ayudas estatales al consumo de bienes duraderos. El endeudamiento de las arcas públicas japonesas es el mayor de entre las economías ricas.

El grupo de países al que le está costando más dejar atrás la recesión está formado, fundamentalmente, por los integrantes de la Unión Europea (UE). La eurozona continuó creciendo en el cuarto trimestre de 2009: el producto interior bruto (PIB) aumentó un 0,1% intertrimestral y ya son dos

los trimestres consecutivos con una tasa de crecimiento positiva. Ello permite afirmar que, técnicamente, ya no está en recesión, pero el perfil de salida que se está dibujando es muy plano. La falta de detalle de los datos del cuarto trimestre impide identificar claramente los factores que están debilitando el proceso de recuperación y cuáles son los que lo mantienen vivo. Pero todo apunta a que tanto el consumo privado como la inversión se mantienen más rezagados de lo esperado, con lo que la recuperación sigue siendo altamente dependiente de la evolución del sector exterior. Mantenemos nuestra previsión de crecimiento para 2010 en el 1,2%, pero los riesgos a la baja están aumentando, especialmente el relativo a la retirada de la política fiscal expansiva, si se hace antes de lo previsto y de forma más rápida de lo deseado.

Ante este escenario la posición que acabe tomando el Banco Central Europeo (BCE) cobra una especial relevancia. Mantendremos nuestra previsión de que el tipo de interés de referencia se mantendrá en el nivel actual hasta el cuarto trimestre, pero si algunos países se ven obligados a retirar sus medidas fiscales expansivas antes de lo previsto, ello podría obligar al BCE a posponer el inicio de la subida de tipos hasta el año próximo.

La valoración de estos riesgos ha determinado la evolución de los mercados financieros a lo largo del último mes. El aumento de la incertidumbre impulsó un rápido incremento de la volatilidad y las primas de riesgo a nivel global. En términos de los principales índices bursátiles, ello se tradujo en unas pérdidas medias, en lo que va de 2010, cercanas al 12% en Europa, al 10% en China y al 1% en Estados Unidos. También la cotización del euro se ha visto afectada, debilitándose frente al dólar hasta niveles cercanos a 1,35.

La volatilidad más intensa se ha producido en los mercados de deuda pública. Las cre-

cientes dudas sobre la situación fiscal de Grecia derivaron en un notable endurecimiento de las condiciones exigidas a sus bonos soberanos, lo que encendió la alarma sobre el riesgo de impago y generó un efecto contagio sobre la deuda de otros países con elevados desequilibrios públicos, como España. Ante los riesgos planteados la UE se comprometió a apoyar a Grecia, si bien no acaban de estar del todo claros los mecanismos a utilizar. En marzo, el Gobierno griego enviará a la Comisión Europea y al BCE un informe sobre los avances conseguidos. Si éstos se consideran insuficientes, los ministros de Finanzas de la eurozona pueden imponer al Gobierno griego la adopción de medidas adicionales de consolidación de sus finanzas públicas.

En cuanto a la economía española, los datos correspondientes al cuarto trimestre de 2009 muestran una mejora de la coyuntura, si bien ésta no ha conseguido todavía el empuje suficiente como para presentar tasas positivas. Respecto al trimestre anterior, el descenso fue del 0,1%, que se compara favorablemente con el retroceso del 0,3% del periodo anterior. La tasa interanual pasó del -4,0% en el tercer trimestre al -3,1% del cuarto. En conjunto, el año 2009 cerró con un descenso del PIB del 3,6%, el peor resultado en más de medio siglo.

De todas formas, el retroceso de la economía española en 2009 fue inferior al de las principales economías de la Unión Europea, con excepción de Francia. Pero la recuperación está siendo más lenta, de manera que las tasas positivas se harán esperar hasta esta primera mitad de 2010. De hecho, en la composición del crecimiento del PIB del cuarto trimestre ya despuntan algunos elementos que confirman las tendencias de mejora en el gasto del sector privado y en el sector exterior, los dos pilares que deben tomar el relevo del sector público en un contexto de recuperación sostenida de la actividad.

La salida más lenta se produce en Europa, con riesgos todavía a la baja.

Los mercados financieros se ceban en los países de la eurozona con mayores desequilibrios públicos.

España sufre la peor recesión en más de medio siglo...

...pero se detecta un cierto mejor tono en el consumo privado...

...en determinados ámbitos de la inversión empresarial y en el sector exterior.

El ajuste de un gasto público que ha servido para atenuar la recesión de 2009 es el reto más inmediato.

En primer lugar, cabe destacar el crecimiento del consumo privado en octubre-diciembre, tras seis trimestres de retrocesos, y el estancamiento del trimestre anterior. El gasto de las familias en consumo ha recibido un fuerte castigo en esta etapa recesiva, de manera que estos resultados apuntarían a la culminación del ajuste de los presupuestos familiares, que ha supuesto pasar de una tasa de ahorro de menos del 11% antes de la crisis a algo más del 19% en el conjunto de 2009, según nuestras estimaciones. Las perspectivas, sin embargo, son de recuperación muy contenida del gasto de consumo, puesto que hay que tener en cuenta que en 2010 se retirarán algunas medidas de impulso fiscal que han beneficiado el gasto familiar (subvenciones a la compra de vehículos, reducción de impuestos directos) y, además, a mediados de año se aplicará un aumento del impuesto sobre el valor añadido. La evolución del empleo tampoco va a favorecer la situación económica de las familias, puesto que esperamos que en 2010 se van a seguir perdiendo empleos, si bien a un ritmo muy inferior a los 1,2 millones del pasado año.

En segundo término, también es destacable el crecimiento, por segundo trimestre consecutivo, de la inversión en equipo. Si bien es cierto que los niveles de la misma se habían desplomado hasta los registrados en 2003, el perfil ligeramente creciente que se detecta desde mediados del año pasado apunta a que ciertos segmentos de la demanda empiezan a recobrar su pulso. Los escasos indicadores disponibles de 2010 confirman las tendencias citadas. Con todo, la recuperación de la inversión total queda todavía algo lejos, debido principalmente al componente de construcción y, más en concreto, a la rama inmobiliaria, que a finales de 2009 presentaba un retroceso de casi el 25% en tasa interanual. En cambio, las ramas vinculadas a obras públicas presentaron un leve ascenso, gracias al plan de obras municipales y

a las infraestructuras ferroviarias. De todas formas, el anunciado recorte de la inversión pública en 2010 probablemente frenará esta evolución.

Otro elemento esperanzador de los datos de la contabilidad nacional del cuarto trimestre es la contribución positiva del sector exterior al crecimiento del PIB, que se produce por octavo trimestre consecutivo. A pesar de que las ventas al exterior de bienes y servicios disminuyeron el 11,5% en 2009, las exportaciones de bienes han presentado tasas intertrimestrales positivas desde el segundo trimestre. Las importaciones de bienes y servicios se desplomaron el 17,9% en el año pasado y aunque también presentaban un perfil de freno del deterioro a lo largo del año, bajaron más que las exportaciones. La constante mejora del desequilibrio exterior ha permitido reducir espectacularmente la necesidad de financiación de la economía, que en términos de PIB ha pasado del 9,1% del PIB en 2008 a casi la mitad en 2009, el 4,7%.

Por último, el cuadro macroeconómico del último trimestre de 2009 muestra una acusada desaceleración del consumo público. Se trata de una evolución coherente con los planes de contención del gasto público presentados en las últimas semanas, en los que se plantea corregir el desequilibrio de las cuentas públicas en los próximos años con el fin de alcanzar un déficit del 3% del PIB en 2013, partiendo del 11,4% registrado en 2009. La corrección de este elevado desequilibrio, que ha permitido atenuar la gravedad del retroceso de la actividad en 2009 y mejorar considerablemente la situación financiera del sector privado (familias y empresas), será posible si las tendencias descritas de crecimiento del sector privado se consolidan y el comercio internacional mantiene la progresión de los últimos trimestres.

25 de febrero de 2010