

# EEUU y área euro: diferentes formas de salir de una crisis

El pasado 15 de septiembre se cumplieron ocho años desde la quiebra de Lehman Brothers en EEUU, evento que aceleró la crisis económica y financiera de 2008. La importancia de los mercados y la globalización de la economía mundial provocaron el rápido contagio de la crisis a otros países. En aquel año, la economía mundial creció sólo un 3,0%, cuando venía haciéndolo a tasas cercanas al 6% anual, para estancarse en 2009. Analizamos la evolución de EEUU y el área euro desde entonces, así como las perspectivas para esta última y las políticas económicas necesarias.

Nereida González

Los efectos de la crisis de 2008 aún se perciben en algunos países, en un entorno en el que los bancos centrales, con sus políticas no convencionales, han sido los principales protagonistas desde entonces.

Analizamos la evolución de las economías de EEUU y el área euro desde el comienzo de la crisis, así como las políticas económicas adoptadas durante estos años.

## ESTADOS UNIDOS: UNA RÁPIDA REACCIÓN A LA CRISIS

En los años previos a la crisis de 2008, EEUU crecía a tasas del entorno del 2%. Con la quiebra de Lehman Brothers y la necesidad de fondos de un gran número de bancos, el sistema financiero se tambaleó, arrastrando consigo al resto de la economía. La destrucción de empleo en los años 2008 y 2009 ascendió a más de ocho millones de personas (la tasa de paro se duplicó, llegando al 10%), con un crecimiento del PIB en estos años del -0,3% y -2,7% anual, respectivamente.

Ya en septiembre de 2007, ante las evidencias de un deterioro económico por la incertidumbre



financiera, la Reserva Federal había comenzado a reducir los tipos de interés, entonces en el 5,25%. A finales de 2008, el tipo de los fed funds se situaba ya en el 0,25%, nivel en el que se mantuvo hasta diciembre de 2015.

También en materia de política fiscal la respuesta fue inmediata. En febrero de 2009, el Presidente Barack Obama aprobó en el Congreso un plan de estímulo (*The Recovery Act*) para la recuperación del país. Este programa, todavía en vigor, consiste en una serie de medidas que combinan un

**COBROS Y PAGOS**



OPTIMICE SUS PROCESOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE UNIVÍA

SU TIEMPO ES ORO

UNIVÍA AGILIZA SU TIEMPO

UNIVÍA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

**COBROS**

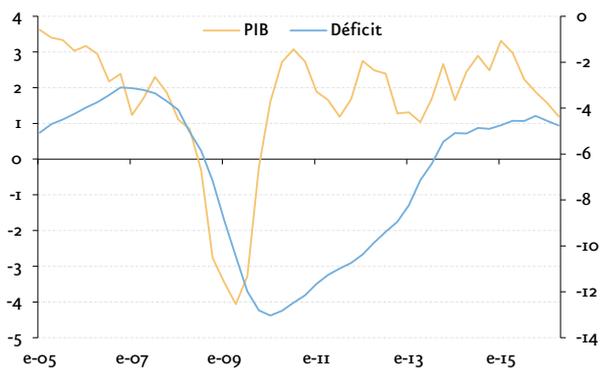
- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

**PAGOS**

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente



### PIB de EEUU (% ia) y déficit presupuestario (% PIB, dcha.)



Fuente: Afi, Macrobond.

incremento del gasto público con reducciones de impuestos. Se estima que el total de medidas supone un estímulo de unos 840.000 millones de dólares hasta 2019.

Como consecuencia de estas medidas, el periodo de crisis en EEUU duró apenas 18 meses, tras los cuales su economía recuperó un crecimiento del 2% interanual en media.

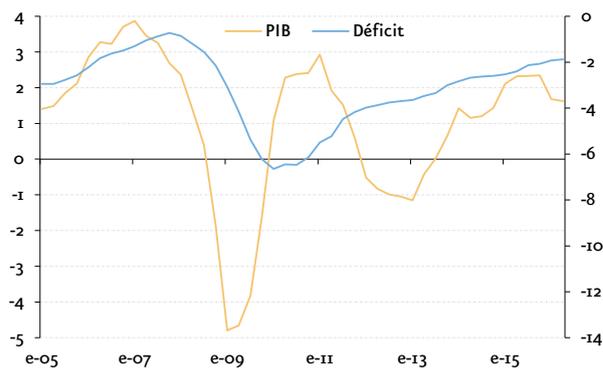
Actualmente, la desaceleración observada en los últimos trimestres apunta a que el crecimiento en EEUU estaría entrando en una fase de madurez.

### ÁREA EURO: UNA DOBLE CRISIS

El área euro partía de una situación similar a la de EEUU, con tasas de crecimiento del orden del 3%. Sin embargo, la diferente reacción a la crisis económica de 2008 y la limitada capacidad de reacción de cada uno de los países del euro (sin banco central ni divisa propia), han marcado la evolución del área euro en los años siguientes.

En verano de 2008, cuando la actividad económica del área euro empezaba a resentirse, el BCE decidió incrementar los tipos en 25 puntos básicos, contribuyendo a agravar la crisis en Europa respecto a la evolución observada en EEUU (el PIB llegó a ceder cerca de un 5% interanual en el área euro frente al 4% de EEUU). Pocos meses después

### PIB del área euro (% ia) y déficit presupuestario (% PIB, dcha.)



Fuente: Afi, Macrobond.

el BCE corrigió su error, pero los tipos se mantuvieron en el 1% hasta 2011, momento en el que volvió a tensionarse la política monetaria restando apoyos a una economía que volvía a adentrarse en una nueva crisis.

La falta de medidas de estímulo fiscal unidas a la paralización del crédito ante la incertidumbre bancaria, que complicó la transmisión de la política monetaria, agravó la crisis en el área euro provocando una segunda recesión.

Actualmente, el conjunto del euro mantiene un ritmo de crecimiento del orden del 1,6% anual, significativamente por debajo de las tasas registradas en los años previos a la crisis.

### PERSPECTIVAS PARA LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS EN EL ÁREA EURO

El BCE ha implementado hace un año un programa de compra de activos similar al que la Fed llevó a cabo entre los años 2008 y 2014. Asimismo, ha introducido los tipos de interés negativos, suscitando dudas sobre la efectividad de esta medida en el entorno económico actual.

Más allá del daño en la rentabilidad de los bancos, podría darse la paradoja de que los tipos negativos llegasen a incentivar el ahorro de las familias. La actualización de las rentas futuras a tasas de interés negativas podría llevar a las

## COBROS Y PAGOS



OPTIMICE SUS PROCESOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE UNIVIA

SU TIEMPO ES ORO

UNIVIA AGILIZA SU TIEMPO

UNIVIA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios: **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

COBROS

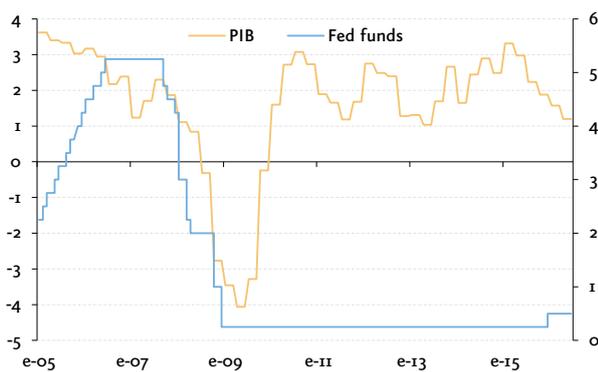
- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

PAGOS

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente



**PIB de EEUU (% ia)**  
y tipo de intervención de la Fed (% PIB, dcha.)



Fuente: Afi, Macrobond.

familias a incrementar sus ahorros para compensar esa pérdida de poder adquisitivo futuro. En este contexto, la política monetaria podría estar empezando a perder su efectividad.

Actualmente, ante el agotamiento de la política monetaria, diferentes señales apuntan a un cambio de paradigma:

- En la reunión del G20 que tuvo lugar en China a principios de mes de septiembre, Christine Lagarde hizo mención a la necesidad de recurrir a todas las medidas posibles (reformas estructurales, política monetaria y política fiscal) para reavivar una economía mundial que crece por debajo de su promedio de largo plazo.

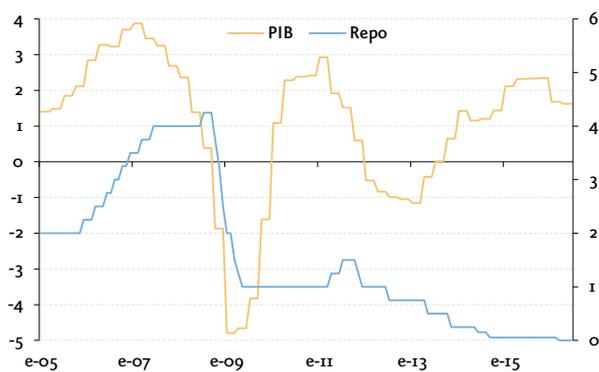
- Propuesta para el incremento del Plan Juncker tanto en fondos (de 315.000 millones de euros a 500.000 millones) como en duración (de tres a cuatro años y medio).

- Mayor permisividad en el cumplimiento del Pacto de Estabilidad en el área euro a través de los siguientes frentes:

- Extensión de la senda de consolidación fiscal sin sanciones a España y Portugal.

- Posible expansión fiscal en Francia (ante las próximas elecciones en abril de 2017) e Italia (que enfrenta un referéndum en noviembre sobre la reforma constitucional), así como las propuestas de incremento de gasto público en Alemania,

**PIB del área euro (% ia)**  
y tipo de intervención del BCE (% PIB, dcha.)



Fuente: Afi, Macrobond.

donde Angela Merkel pierde popularidad en las últimas encuestas de cara a las elecciones en 2017.

En este sentido cabe preguntarse si los países del euro están en condiciones de afrontar un incremento del gasto público sin perjudicar la sostenibilidad de su deuda. En los dos últimos gráficos estimamos un indicador de sostenibilidad de la deuda pública para EEUU, el conjunto del área euro y los países que la componen.

Este indicador señala la dirección que podría tomar la política de gasto público sin que la sostenibilidad de la deuda se vea comprometida, de tal forma que un valor negativo señala la necesidad de un mayor ajuste del gasto público para mantener constante los ratios de deuda (dadas las condiciones actuales de tipos de interés, crecimiento e inflación), y un valor positivo un mayor margen fiscal.

De este indicador se infiere, a partir de las previsiones de la Comisión Europea, que si bien hasta 2014 el área euro no disponía de margen fiscal para implementar medidas de gasto público, en la actualidad existe cierto margen positivo similar al estimado para EEUU (penúltimo gráfico).

Sin embargo, existen importantes diferencias entre los países del área euro (último gráfico): Alemania tendría la capacidad de financiar al resto de economías del área euro mientras que Francia, el otro motor de la construcción europea, y España, ca-

## COBROS Y PAGOS



OPTIMICE SUS PROCESOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE UNIVIA

SU TIEMPO ES ORO

UNIVIA AGILIZA SU TIEMPO

UNIVIA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

COBROS

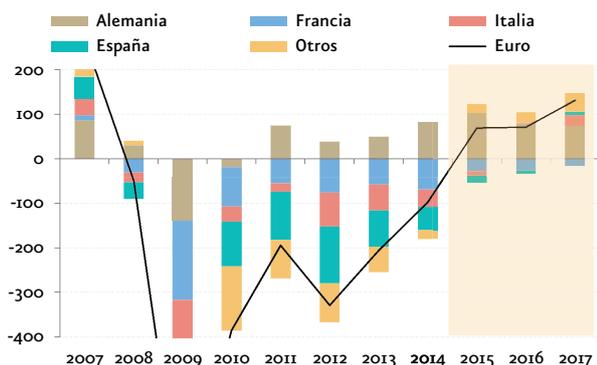
- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

PAGOS

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente



## Indicador de sostenibilidad de la deuda pública\* (% PIB)



\* Diferencia entre superávit primario registrado y el superávit primario necesario para que (dado el tipo de interés, el crecimiento, la inflación y el volumen de deuda) la ratio de deuda permanezca constante.

Fuente: Afi, Macrobond.

recen actualmente de margen de actuación (déficits primarios del 1,5% y 2,% respectivamente).

En suma, existe cierto margen para que el área euro pueda afrontar políticas fiscales de tono moderadamente expansivo sin que esto comprometa la sostenibilidad de su deuda pública en el corto plazo. Las dificultades de gobernanza europea y la distribución del riesgo entre países ponen de nuevo sobre la mesa la necesidad de avanzar en una mayor unión fiscal en el área euro.

### MERCADOS FINANCIEROS

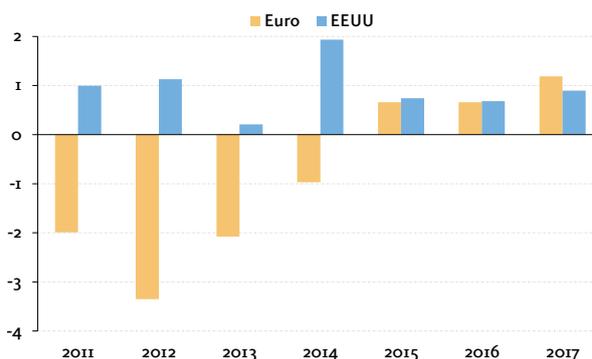
Aumentamos ligeramente el perfil de riesgo de la cartera: reducimos el peso de la renta fija con más riesgo y aumentamos el peso de la renta variable (europea, de EEUU y emergente).

En meses anteriores identificábamos las diferentes reuniones de los bancos centrales como un factor de riesgo:

- Tras la reunión de septiembre, la Fed comenzó a preparar el terreno para una subida de tipos en diciembre. Consideramos que en esta ocasión la decisión ha estado bien telegrafiada y no supondrá un shock de mercado.

- El BoJ anunció una modificación de su programa de expansión cuantitativa para no perjudi-

## Sostenibilidad de la deuda pública\* (aportaciones, miles de millones)



car aún más al sector financiero. Una de los ajustes anunciados fue el incremento del volumen de ETF de renta variable y REIT, decisión que fue acogida positivamente por el mercado.

- El BCE decepcionó en su mensaje donde no anunció nuevas medidas pero mantenemos la convicción de que seguirá apoyando a los mercados en el corto-medio plazo.

### ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	31-oct-16	30-sep-16	BMK	AFI vs BMK
Liquidez	9	7	5	4
Monetarios USD	0	0	0	0
Monetarios GBP	2	4	0	2
<b>Mdo. Monetario</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
DP Corto EUR	0	0	30	-30
DP Largo EUR	8	8	15	-7
DP USD	10	12	0	10
RF Investment Grade	5	5	10	-5
RF High Yield	9	13	5	4
RF Emergente	6	9	0	6
RF Convertible	7	7	0	7
<b>Renta fija</b>	<b>45</b>	<b>54</b>	<b>60</b>	<b>-15</b>
RV EUR	20	18	12	8
RV EEUU	12	6	12	0
RV Japón	3	3	3	0
RV Emergente	3	2	3	0
<b>Renta variable</b>	<b>38</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	<b>8</b>
Gestión Alternativa	4	4	0	4
Materias Primas	2	2	0	2
<b>Gestión alternativa</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>1</b>

Fuente: Afi.

### COBROS Y PAGOS

OPTIMICE SUS PROCESOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE UNIVIA

SU TIEMPO ES ORO

UNIVIA AGILIZA SU TIEMPO

UNIVIA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Univía es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

**COBROS**

- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

**PAGOS**

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente

En el próximo mes, salvo novedades significativas en el entorno macro y de mercados, no esperamos que los bancos centrales sean el factor director en los mercados financieros.

Los datos de evolución de la economía china siguen apuntando a una desaceleración pero no a un *hard landing*.

Los indicadores de actividad económica en el Reino Unido se han recuperado, siendo coherentes con una desaceleración, pero no con la recesión que se temía inicialmente. Esperamos que el BoE siga siendo contundente en sus acciones.

Tras las fuertes revisiones a la baja de las expectativas para la evolución de los beneficios empresariales en 2016 aparecen señales de estabilización/mejora en la revisión de los beneficios, lo que debería apoyar la evolución de la ren-

ta variable, más tras las correcciones de principios de septiembre.

Reducimos el peso de la renta fija corporativa *high yield*, aunque mantenemos la sobreponderación. La intensa reducción de *spreads* deja cada vez menor margen de protección ante repuntes de los tipos de interés.

Reducimos el peso de la renta fija emergente, aunque también mantenemos la sobreponderación. Mantenemos la exposición a los mercados emergentes pero rotamos parte de la inversión hacia la renta variable.

Mantenemos un elevado nivel de liquidez (9%). Las elevadas valoraciones tanto en renta fija como en renta variable nos hacen mantener parte de la inversión en liquidez a la espera de oportunidades más atractivas::

**COBROS Y PAGOS**

OPTIMICE SUS PROCESOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE UNIVÍA

SU TIEMPO ES ORO  
UNIVÍA AGILIZA SU TIEMPO  
UNIVÍA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios: **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

UnVía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

**COBROS**

- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

**PAGOS**

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagaré por cuenta corriente

Unicaja