Perspectivas económicas para 2011:

incertidumbre y discriminación

Unas nuevas jornadas y un escenario para gestionar tanto o más complicado que el de las anteriores. Con los mercados en zona de máximo estrés y en ausencia de un catalizador que contenga el castigo, alertamos de los riesgos para el crecimiento que se derivan de un entorno financiero muy complicado como el actual y establecemos una guía de *asset class* que permitan captar valor sin comprometer en exceso patrimonio.

Departamento de Análisis de Afi

[Hemera]/Thinkstock.

Entorno global: divergencias en el patrón de recuperación

Tras un inicio de año relativamente bueno para las cifras de crecimiento en las principales economías desarrolladas, al término del segundo trimestre, surgieron las primeras señales de agotamiento en la senda de recuperación y se comenzó a gestar la que sería la primera oleada de riesgo soberano que puso en cuestión la viabilidad del área euro tal y como estaba concebida. Con la crisis griega, quedaron, si cabe, más patentes las divergencias en el patrón de salida de la crisis en Europa: en un frente, se sitúan Alemania y Francia, con bases de crecimiento sólidas y una menor acumulación de focos de inestabilidad estructural, y, en otro, las denominadas «economías periféricas», que, a sus problemas de competitividad y dependencia de financiación exterior, se le unen fuertes desequilibrios en las finanzas públicas que elevan los riesgos de insostenibilidad de su deuda a medio plazo. En EEUU, la ausencia de tracción en la demanda interna y la recaída del mercado inmobiliario en los meses estivales volvió a poner en tela de juicio la capacidad de crecimiento autónomo de su economía, en ausencia de programas de estímulo.

Detrás de un crecimiento de la economía mundial próximo al 4% en 2011, subyace un crecimiento en economías desarrolladas de un 2%, frente al 6,5% de las emergentes

La reacción de las autoridades en uno y otro caso varió de forma relevante: frente al mensaje neutral del BCE y su perseverancia en la necesidad de avanzar en la estrategia de salida para mantener ancladas las expectativas de inflación, la Reserva Federal dio un paso adelante al reforzar su heterodoxia monetaria mediante una nueva ronda de compra de activos (más base monetaria) al barajar un esquema de riesgos claramente sesgado a la deflación. En el ámbito fiscal, la pauta de actuación también difirió de forma relevante. En Europa, las economías periféricas se vieron abocadas a planes de consolidación fiscal con los que intentar dotar de confianza al mercado y las economías núcleo implantaron la misma tónica aun cuando la urgencia de saneamiento es, a día de hoy, sustancialmente inferior. Por el contrario, en EEUU, el Gobierno consolida el mensaje de la Reserva Federal al no mencionar predisposición alguna a adoptar políticas de gasto restrictivas.

En este contexto, es la laxitud de la política monetaria estadounidense y sus implicaciones sobre la cotización del dólar frente a sus principales cruces lo que sitúa en el centro de atención la generalización de prácticas de controles de capitales por parte de economías emergentes. La apreciación de sus divisas y, sobre todo, la afluencia de flujos de capital en busca de mayores cotas de rentabilidad reabre la posibilidad de una «guerra cambiaria» encubierta que dañe, si cabe más, la velocidad de recuperación mundial vía corrección del comercio, hasta el momento, liderada por el bloque emergente.

No es baladí que detrás de un crecimiento anual próximo al 4% previsto para la economía mundial en 2011 subyazca un crecimiento en economías desarrolladas tan sólo del 2%, frente al 6,5% barajado para las emergentes. Ello significa que, de aquí a 2013, las economías emergentes pueden llegar a contribuir en un 60% al PIB mundial, sintomático de la mayor capacidad de resistencia que han mostrado a la hora de sortear la crisis actual, sin menoscabo de que se empiecen a percibir ciertos signos de agotamiento-desaceleración en economías claves como la china.

Hasta que no asistamos a la confirmación de que los riesgos de recaída están superados y la crisis soberana en Europa no deriva en una crisis institucional de mayor dimensión, difícilmente se producirá un cambio de tendencia en la política de tipos de inter-

MATRIZ DE RIESGOS PARA ECONOMÍAS PERIFÉRICAS DEL ÁREA EURO SEGÚN VARIABLES ESTRUCTURALES

		GRECIA	IRLANDA	PORTUGAL	ESPAÑA	ITALIA
1 Crecimiento promedio 2010-13	Desviación promedio 2000-07	-5,1	-4,1	-0,8	-2,8	-0,3
2 Saldo público	%PIB. 2010	-9,3	-11,9	-7,3	-9,3	-5,2
3 Saldo público primario	%PIB. 2009	-9,7	-12,2	-6,6	-9,4	0,0
4 Deuda pública	%PIB. 2010	124,9	83,0	85,8	63,3	118,2
5 Deuda pública en manos de no residentes	%total. 2010	70	70	86	46	57
6 Intereses/ingresos públicos	%.2009	13,5	6,2	6,9	5,2	9,9
7 Vencimientos de deuda pública	En 2011. %PIB	21,7	8,9	19,2	14,1	20,6
8 Deuda externa (aprox.)	%PIB. 2009	176	1019	241	174	123
9 Tasa de ahorro nacional	%PIB. 2010	7,9	11,4	7,5	17,7	16,8
10 Deuda total (aprox.)	%PIB. 2009	500	1700	600	400	400
11 Deuda del sector privado	%PIB. 2009	385	1636	523	347	284
12 Saldo cuenta corriente	%PIB. 2010	-10,8	-2,7	-10,0	-5,0	-2,9
13 Pérdida competitividad acum.	2000-08 (TCER)	15	30	11	17	10
14 Posición inversión internacional	%PIB. 2008	-74,9	-58,4	-92,3	-81,0	-21,5
15 Tamaño rescate bancario	%PIB	11,6	228,5	12,0	21,0	1,2
16 Apelación al recurso del BCE	%PIB. sep-10	40,0	74,0	30,5	6,5	2,1

Fuente: *elaboración propia a partir del FMI, CE, AMECO y fuentes nacionales.*

El euro en clave bimodal

En lo que llevamos de 2010 se pueden diferenciar tres fases en la evolución del cruce dólar/euro: la primera se extiende hasta mediados de mayo y vino determinada por la irrupción de la crisis griega; la segunda cubre los meses estivales, cuando la Reserva Federal decide reeditar una nueva etapa en su estrategia de expansión de balances, y, la tercera, que se extiende hasta hoy, está viniendo caracterizada por una segunda oleada de crisis soberana, que ya se ha saldado con el rescate a Irlanda y, por el momento, no tiene visos de remitir.

La debilidad reciente del euro resume a la perfección el grado de tensión en los mercados de deuda y acciones: en última instancia, el mercado no cuestiona la sostenibilidad individual de cada país, sino la del área euro en su conjunto y la divisa es el buque insignia del área monetaria. Mientras no remita el foco soberano, principal desestabilizador a corto plazo, el euro se mantendrá bajo presión. Sólo cuando éste se neutralice, empezarán a ganar peso relativo las divergencias en el enfoque monetario de EEUU y el área euro, el factor determinante de la depreciación del dólar entre agosto y octubre.

vención. A pesar de su ortodoxia, no prevemos subidas del tipo repo del BCE en el próximo ejercicio; en el caso de la Reserva Federal, no se descarta, incluso, más estímulo no convencional si las medidas sobre la mesa no surten el efecto buscado.

En definitiva: un escenario de recuperación muy gradual en el bloque desarrollado, con disparidades entre principales economías, ausente de presiones inflacionistas y con riesgos a la baja en el plano del crecimiento si persiste el cierre de los mercados de financiación y se agudiza el bloqueo en el canal de transmisión del crédito bancario.

Una crisis soberana del calado de la actual no sólo restringe la capacidad de financiación del Tesoro, sino que, además, cierra los mercados mayoristas para el sector privado

Economía española: reeditando el «círculo vicioso» de contagio soberano a economía real

En España, una vez completado el grueso del ajuste en términos de crecimiento y empleo, son los focos de inestabilidad asociados a un contexto de renovadas tensiones en el mercado de deuda pública los que alertan de las dificultades a las que se puede enfrentar nuestra economía en 2011. El mes de octubre ha supuesto un punto de inflexión en este sentido. Hasta entonces, y desde la crisis griega de mayo, tuvieron lugar cuatro hechos relevantes específicos de España que sirvieron para descargar de componente específico la percepción de «riesgo país» y propiciar la apertura del mercado primario para emisores privados, cerrado desde abril, que fueron:

1. La publicación de las pruebas de resistencia a la banca europea, en las que el sistema bancario español hizo un mayor ejercicio de transparencia al publicar resultados individuales, cubrir casi un 95% del sistema y establecer hipótesis de análisis más duras.
2. Los avances en el proceso de reestructuración bancaria, incluyendo recapitalización en el caso del sector de cajas.
3. La aceleración de las medidas de ajuste fiscal, con traslado a las cifras de ejecución presupuestaria.
4. El desbloqueo de algunas reformas estructurales, vitales para sentar las bases de un modelo de crecimiento sostenible a medio plazo.

Sin embargo, el panorama ha cambiado por completo en noviembre, con una nueva oleada de riesgo soberano en la periferia del euro, con Irlanda como protagonista (es la segunda economía rescatada junto con Grecia desde el inicio de la crisis) y efectos de arrastre sobre el conjunto de economías, España incluida. Sin que se haya visto alterado el balance estructural de riesgos (véase tabla «Matriz de riesgos para economías periféricas del área euro según variables estructurales»), el mercado ha empezado a poner potenciales procesos de reestructuración en la deuda pública, que supongan pérdida de valor presente para los bonistas privados. La falta de un

[iStockphoto]/Thinkstock.

mensaje de cohesión a nivel europeo también ha contribuido a avivar los temores, hasta situar en máximos históricos los diferenciales de deuda española frente a Alemania.

El «círculo vicioso» de contagio soberano al crecimiento es bien conocido. Una crisis soberana del calado de la actual no sólo restringe la capacidad de financiación del Tesoro y eleva la factura de intereses, sino que, además, cierra los mercados mayoristas para el sector privado, que, en el caso del sector bancario, tiene implicaciones relevantes para la gestión de la liquidez, acentuando la restricción crediticia y acelerando el proceso de desapalancamiento en curso. Más ahorro y menor gasto suponen una menor capacidad de crecimiento autónomo, lo cual, a su vez, retroalimenta la espiral de riesgo soberano ante la imposibilidad de reconducir la posición de las cuentas públicas.

Este círculo se ve agravado en el caso de España en 2011, ya que debe hacer frente a unos vencimientos de casi 255.000 millones de euros, entre sector público y sector bancario. En función de cuáles sean los porcentajes de renovación de deuda y la capacidad de apelación a la liquidez del BCE, así será el rango objetivo de caída potencial de la inversión crediticia. Si, a las restricciones de oferta, se suma el bajo incentivo al endeudamiento que tienen hogares y empresas (el escenario de tipos de interés no es el más propicio para acelerar las amortizaciones de préstamos, pero la base de ahorro generada sienta las bases para poder avanzar en esta dirección), el resultado es un escenario de crecimiento reducido (prevemos un 0,6% anual), sin ganancias relevantes de empleo (prevemos todavía caída de la ocupación en 2011 del orden del 0,3% y estabilidad de la tasa de paro en niveles del 20%), pero que propiciará, vía ajuste de inversión, reducciones adicionales de las necesidades de financiación exterior (hasta cotas del 3,3% del PIB).

PREVISIONES AFI DE CRECIMIENTO PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA 2010-11

Horizonte inicio de la crisis finales 2011	PIB	Deuda nacional	Consumo	Inversión	Exportaciones
Caída acumulada (%)	-4,9	-10,6	-6,7	-31,2	-17,3
Crec. desde mínimos (%)	1,3	0,9	3,2	0	20

Tasa interanual (%)	2008	2009	2010	2011
PIB	0,9	-3,6	-0,2	0,6
Consumo final	1,0	-2,3	0,9	0,4
Consumo privado	-0,6	-4,3	1,3	0,9
Consumo público	5,8	3,3	-0,1	-0,9
FBCF	-4,7	-15,9	-7,4	-3,1
Equipo	-2,4	-24,5	2,3	2,5
Construcción	-5,9	-12,0	-11,1	-6,7
Inversión residencial	-10,7	-24,5	-17,3	-5,6
Otra construcción	-0,8	-0,1	-6,7	-7,3
Otros productos	-4,0	-16,2	-8,0	0,3
Deuda nacional*	-0,6	-6,4	-1,1	-0,4
Exportaciones	-1,1	-11,4	9,1	4,9
Importaciones	-5,2	-17,5	4,8	1,0
Deuda externa*	1,5	2,7	0,9	1,0

* Contribución a la evolución interanual del PIB.
Fuente: *elaboración propia a partir de INE.*

Mercados financieros ajustados a un nuevo escenario con una política económica menos sincronizada a nivel global

De un entorno con políticas económicas convergente a un escenario divergente. Si durante el punto álgido de la recesión económica y la crisis financiera encontramos cierto grado de sincronización desde el frente de la política económica (en clave expansiva tanto la vertiente fiscal como la monetaria), en los trimestres recientes, los mercados financieros han tenido que ajustarse a un nuevo escenario, con una política económica menos sincronizada a nivel global. Así, mientras en EEUU la política monetaria se mantiene en clave acomodaticia, incluyendo un nuevo programa de compra de activos por parte de la Reserva Federal (más *quantitative easing),* en el área euro el debate en el BCE se ha desplazado hacia la «estrategia de salida», es decir, una vuelta a esquemas de gestión de liquidez tradicionales sin la renovación de los programas extraordinarios implementados en los meses posteriores a la quiebra de Lehman Brothers. Desde el ámbito fiscal, también encontramos un escenario más divergente respecto a trimestres de 2009, definido por una serie de programas de consolidación fiscal en Europa, una corriente muy diferente a la que observamos en EEUU, con un debate más constructivo sobre las medidas de corte fiscal para gestionar una «recesión de balance»[1].

Descorrelación entre los índices bursátiles del área euro apoyada en 1) diferentes composiciones sectoriales y 2) prima de riesgo-país

Las variables financieras están mostrando sensibilidad al cambio de entorno. Con el riesgo sobre la estabilidad de precios en clave deflacionista y la «recesión de balance» como corrientes de fondo comunes en los principales bloques económicos, encontramos diferentes respuestas entre EEUU y el área euro para combatir este fondo estructural. En el área euro, a la complejidad en la gestión que supone el entorno económico-financiero actual, hay que sumar (i) la descentralización de la política fiscal, (ii) la posición en el ciclo de las diferentes economías y (iii) la alternativa de «devaluación interna», vía precios y salarios, en aquellas economías del área euro que hayan perdido competitividad en los mercados internacionales y que ahora no cuentan con la alternativa del tipo de cambio (devaluación) como vía de ajuste.

Tres grandes diferencias que se han traducido en una mayor volatilidad y descorrelación en los mercados financieros del área euro, desde la deuda pública

[1] Para más detalles, véase Eggertsson, Gauti B. y Krugman, Paul (2010): *Debt, deleveraging and the liquidity trap: a Fisher-Minsky-Koo approach.* Federal Reserve Bank of New York, http://www.princeton.edu/~pkrugman/debt_deleveraging_ge_pk.pdf.

hasta los mercados de renta variable pasando por el mercado interbancario. En este último segmento, con el tipo de intervención anclado en el 1%, encontramos en la gestión de las medidas de inyección de liquidez del BCE y en el riesgo de crédito, que se mantiene en niveles elevados en el mercado interbancario, dos variables explicativas en la dinámica de la curva Euribor, con una referencia a 12 meses que supera el 1,5%. En adelante, la gestión del BCE sobre los programas de liquidez extraordinarios («estrategia de salida» frente a «extensión de programas») marcará la tendencia de la curva Euribor en los próximos meses y, en este frente, el escenario central apunta a una retirada gradual del BCE, con el consiguiente riesgo al alza sobre la curva Euribor. En el tipo a 12 meses, la deriva al alza podría situar el Euribor en niveles del 1,9% a finales de 2011.

En los mercados de acciones, la dispersión de rentabilidades que presentan los principales índices bursátiles del área euro en 2010 también es sintomática del entorno económico-financiero que detallamos anteriormente. Así, frente a las pérdidas superiores al 20% que acumula el Ibex-35 en 2010, sobresalen las ganancias del mercado alemán (DAX +12%) o las pérdidas más moderadas del índice francés (CAC -7%). Una descorrelación entre índices que recoge 1) diferentes composiciones sectoriales y 2) la prima de riesgo-país que también observamos en las ampliaciones de diferenciales de deuda pública. En el pobre performance del Ibex-35, hay una confluencia de estos dos vectores, con una composición sectorial sesgada hacia el perfil financiero (más de un 20% de peso en el índice), el sector más penalizado a nivel europeo, y con un componente riesgo-país que ha ido deteriorándose hasta alcanzar niveles máximos de estrés a finales de noviembre. De cara a 2011, no esperamos una mejora en estos dos vectores que han desencadenado el peor comportamiento relativo del Iibex-35, que continuará ajustándose en términos de valoración a un escenario definido por (i) «devaluación interna», es decir, caídas relativa frente a socios comerciales en precios y salarios, (ii) diferenciales de deuda pública por encima de los 200 pb frente Alemania y (iii) peso del sector bancario en la composición del índice, un sector sobre el que mantenemos una perspectiva negativa a medio plazo ::

[iStockphoto]/Thinkstock.