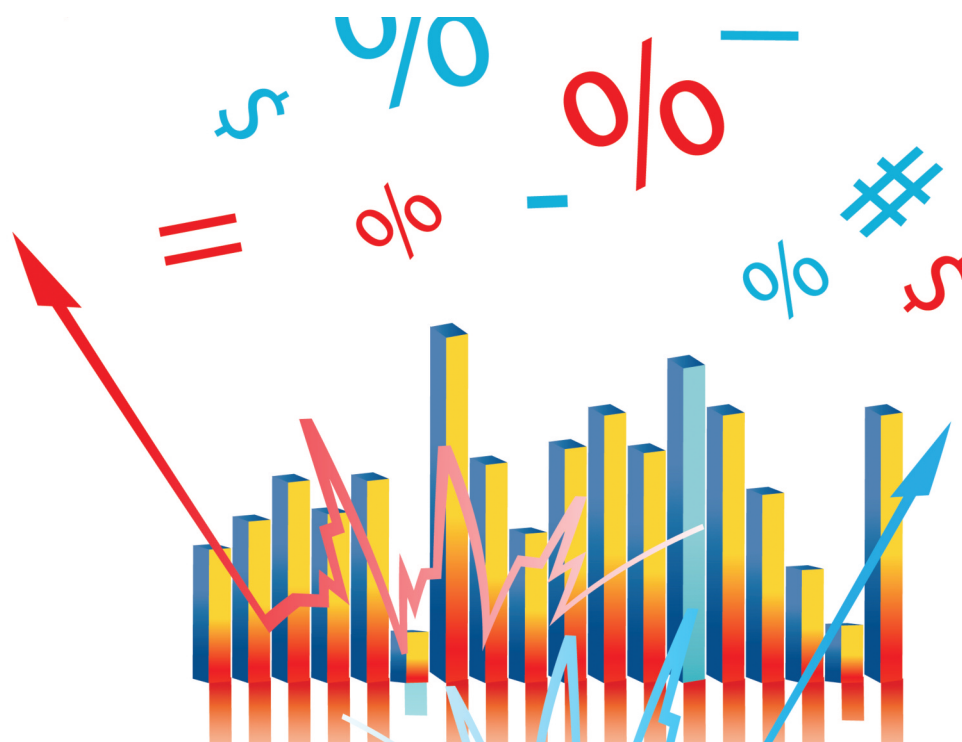


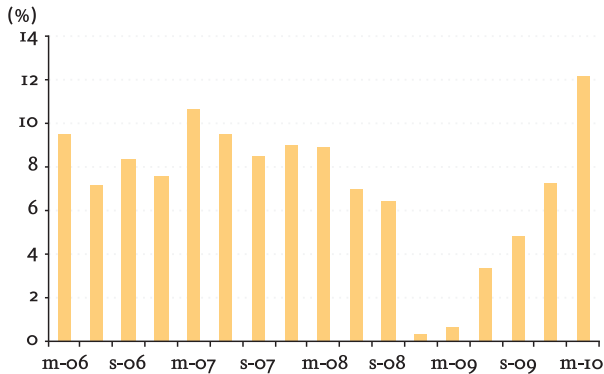
Perspectivas 2010-2011: ante una recesión de balances

Tras la recuperación del crecimiento observada en la parte final de 2009 por las principales economías desarrolladas y, especialmente, por el bloque emergente, 2010 ha dado paso a ciertas dudas acerca de la sostenibilidad de la reactivación. La dependencia de los estímulos públicos, en ausencia de mejora en la iniciativa privada en economías como Francia, Alemania o, incluso, EEUU, es clara y muestra las dificultades para consolidar la recuperación económica en los próximos trimestres. Un contexto de reducido crecimiento y reducida presión de la demanda interna que devendrá en ausencia de tensiones en precios, permitiendo a los bancos centrales mantener los tipos de interés en niveles reducidos durante un período prolongado de tiempo. No obstante, la retirada de las medidas de liquidez puestas en marcha en octubre de 2008 está en marcha y marcará el comportamiento no sólo de las economías, sino también de los mercados financieros.

Departamento de Análisis de Afi



PIB de las economías BRIC* (tasa trimestral anualizada)



*BRIC: Brasil, Rusia, India y China.
Fuente: Ecowin.

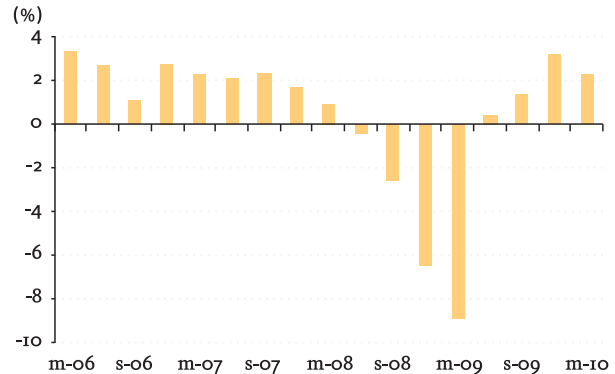
ENTORNO GLOBAL

Abandonada la senda de máximo ajuste observada en el primer semestre de 2009, la economía mundial ha empezado a ganar tracción aupada por el proceso de reconstrucción de inventarios y los programas de estímulo fiscal implantados en las principales economías desarrolladas y que han tenido en el ciclo industrial su principal manifestación. Los efectos de arrastre generados por la vuelta a tasas de crecimiento próximas a los dos dígitos en las economías emergentes del sudeste asiático y el buen comportamiento relativo de los principales países latinoamericanos, con Brasil a la cabeza, sobre el comercio mundial también han desempeñado un papel clave.

Las exigencias de ajuste fiscal establecidas por el mercado pueden resultar prematuras en un contexto de ausencia de señales sólidas de reactivación de la demanda

Sin embargo, y aun cuando el panorama es hoy menos negativo que hace seis meses, las perspectivas de recuperación continúan estableciendo elementos de riesgo que amenazan con dotar de mucha volatilidad el ciclo de crecimiento y limitar la capacidad de generación de empleo, fundamentalmente en el caso del área euro. Y es que si, en 2009, la articulación de políticas fiscales expansivas se configuró como tabla de salvación a un cuadro de demandas internas anémicas, en este momento, las exigencias de consolidación fiscal instauradas por el mercado establecen un esquema de apoyos públicos bien diferente. La fuerte penalización a la deuda pública de las economías europeas, con una posición de sus finanzas públicas más comprometida y un perfil de recuperación más tenue, ha derivado en la aceleración de medidas de consolidación fiscal, que, si

PIB del G-4* (tasa trimestral anualizada)



*G-4: EEUU, Reino Unido, Japón y área euro.
Fuente: Ecowin.

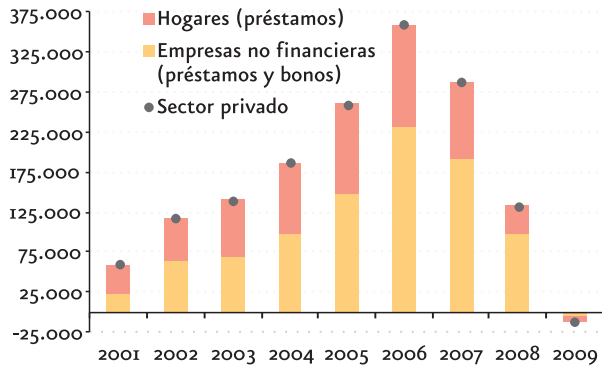
bien son necesarias, pueden resultar prematuras en un contexto de ausencia de señales sólidas de reactivación de la demanda.

El hecho de que Alemania y Francia se hayan sumado a esta tendencia, con planes de ajuste del gasto agresivos a tenor del elevado componente cíclico que caracteriza sus déficit públicos, agrava más si cabe las expectativas de crecimiento del área euro en un conjunto. Estados Unidos ha optado por distanciarse de este patrón, al no pronunciarse sobre el adelanto de medidas de consolidación fiscal e, incluso, mantener en agenda la posibilidad de continuar estimulando la economía con un programa adicional de gasto.

Y es que el posicionamiento del mercado dista mucho en uno y otro caso. Si bien es cierto que los focos de riesgo que lleva arrastrando Estados Unidos desde el inicio de la crisis están lejos de resolverse (sin ayudas a la compra la demanda de vivienda sigue sin reactivarse y los índices de concesión de hipotecas han vuelto a zona de mínimos), la percepción de mayor flexibilidad a la hora de abordar su gestión en relación con el área euro, donde la última oleada de riesgo soberano ha puesto en duda incluso su viabilidad a medio plazo, está ganando importancia relativa a la hora de asignar mayor probabilidad a un escenario de recuperación más pronta y acelerada.

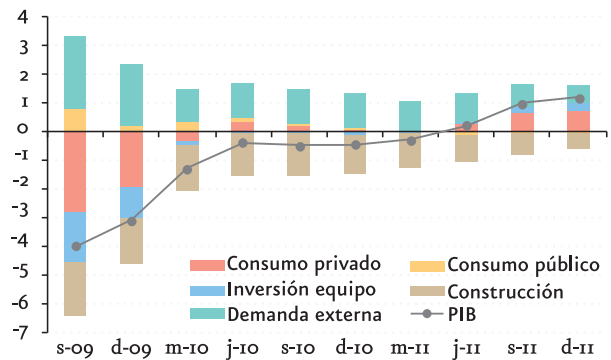
En este contexto, la política monetaria vuelve a configurarse como recurso de última instancia, constatado el menor margen de maniobra de los Gobiernos: la Reserva Federal manteniendo la estrategia de los últimos meses y el BCE dando marcha atrás en decisiones tomadas ante el imperativo del mercado. Lo más reciente: la prórroga del *full allotment* en las subastas a tres meses que tendrán lugar durante el tercer trimestre del año y el inicio del programa de compra de deuda pública en mercado secundario. En definitiva, persistencia de la

Variación del endeudamiento del sector privado en España (millones de euros)



Fuente: Afi a partir de Banco de España.

Previsiones Afi de crecimiento 2010-2011 (%)



Fuente: Afi a partir de INE.

inyección de liquidez al sistema, una liquidez que continúa embalsada en el sector bancario y que está dificultando enormemente la capacidad de financiación de hogares y empresas.

ECONOMÍA ESPAÑOLA

El panorama nacional difiere en aspectos relevantes del presentado a finales de 2009, aunque manejemos un escenario de recuperación económica muy similar al de entonces y caracterizado por un 2010 de todavía caída del PIB y crecimiento inferior al 1% para 2011.

La composición del PIB del primer trimestre de 2010 y los indicadores más recientes de actividad y empleo han confirmado la superación de la fase de máximo ajuste de la demanda nacional, con algunas señales positivas ligadas al segundo avance trimestral consecutivo del consumo de las familias y al buen comportamiento de las exportaciones de bienes (en ambos casos, el impacto de los estímulos públicos ha sido relevante), pero también con algunos focos de preocupación e incertidumbre: la estabilización en mínimos de la actividad residencial, la recaída de la inversión em-

presarial en bienes de equipo y el giro de la inversión del sector público, en línea con el fuerte ajuste observado en las cifras de licitación oficial en los primeros meses de 2010.

La aceleración de las medidas de ajuste fiscal hace peligrar la capacidad de recuperación de la actividad privada, todavía en fase «anémica»

Con la dinámica de recuperación de la actividad privada todavía en fase anémica, la economía española se enfrenta a dos focos de riesgo, que no sólo limitarán la velocidad de salida de la crisis, sino que, además, hacen que gane probabilidad un escenario de recaída del PIB en el segundo semestre de 2010. El primero de ellos es conocido, pero no por ello menos relevante, especialmente en un contexto como el actual, de mayores dificultades de financiación en los mercados mayoristas, con motivo de la última oleada de riesgo soberano: la persistencia de la restricción crediticia. Representativo de ello es que, pese a los elevados volúmenes de liquidez

inyectados en el sistema por el BCE desde que la crisis de crédito distorsionara el funcionamiento del mercado interbancario, el crédito al sector privado en España ha caído en casi 20.000 millones de euros en 2009 y lleva visos de acentuar la cesión en este ejercicio (sólo en el primer trimestre, el saldo de crédito ha caído en 8.500 millones y la previsión de Afi apunta a una caída próxima a los 85.000 millones).

El segundo foco de riesgo responde a la necesidad de reconducir la posición de las cuentas públicas a cierre de 2009 y a las exigencias impuestas desde Europa con motivo de la aprobación a principios de mayo de un fondo de estabilización para el conjunto del área euro y cuyo objetivo es ofrecer «apoyo» a aquellos soberanos con imposibilidad de obtener financiación a mercado. Nos referimos a la aceleración de medidas de ajuste fiscal -vía reducción de gasto público- previstas para el horizonte 2010-2013, pero ahora implementadas, en su mayoría, en 2010 y 2011. Con el programa de ajuste anunciado, el Gobierno prevé una reducción de gasto acumulada a 2011 de 15.000 millones de euros, lo que posibilitaría situar el déficit públi-

co en el 6% del PIB a cierre de este año, casi la mitad del registro de 2009.

Pero, sin duda, el gran riesgo es que la contención de gasto por parte del sector público revierta negativamente sobre las cifras de crecimiento. El hecho de que el ajuste descansa en la inversión pública y en medidas de apoyo a la renta de los hogares va a limitar el margen de avance del consumo de las familias y del resto de partidas de inversión. Preveemos una corrección acumulada de la inversión pública en 2010 y 2011 próxima al 30% y un crecimiento del consumo privado casi nulo en este ejercicio y del orden del 0,7% en el próximo. La renta de los hogares es previsible que corrija parte del incremento experimentado en 2009, pese a la pérdida de casi un millón de ocupados y a las primeras señales de contención en salarios. El soporte ejercido por las partidas de transferencias y prestaciones y las deducciones impositi-

vas explican que la renta disponible haya alcanzado máximos del último ciclo con el mercado laboral en fase de máximo ajuste.

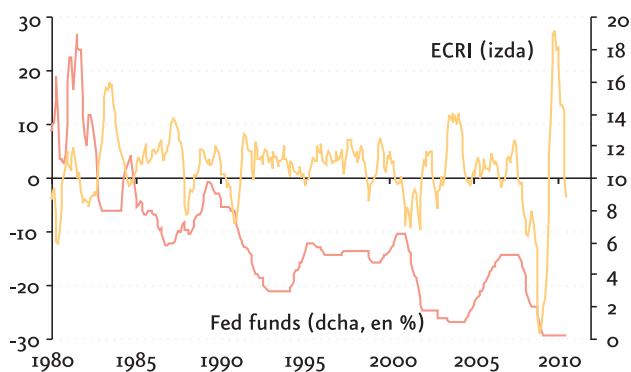
La «gran moderación» ha quedado atrás: la volatilidad al alza que planteamos para el ciclo económico y empresarial exige un recalibrado de primas de riesgo en variables financieras

Teniendo en cuenta el escenario de ocupación manejado (recuperación con «altibajos», pero insuficiente para reducir de forma significativa la tasa de paro y saldar 2010 con creación neta de empleo), las reducciones en salarios (las correcciones en salarios públicos es previsible que tenga efectos de arrastre sobre el conjunto de remuneración de asalariados) y los máximos en prestaciones/transferencias observados en 2009, lo previsible es (i) reducción de la renta disponible, (ii) ligera mejora del consumo y (iii), por diferencia, moderación de la tasa de ahorro de los hogares -desde casi el 19% de 2009-, que, en todo caso, se mantendrá muy por encima de la media de la última década (el proceso de desapalancamiento en curso exige de mayores niveles de ahorro).

El patrón de comportamiento descrito para la economía española nos pone en la antesala de lo que se conoce como «recesión de balances»: baja predisposición del sector bancario a conceder crédito a la economía real (en un contexto de tasas de mora al alza) y baja predisposición del sector privado -hogares y empresas- a tomarlo



Tipo de referencia de la Reserva Federal (%) y del índice adelantado de actividad económica del ECRI



Fuente: Afi, Reserva Federal, Economic Cycle Research Institute (ECRI).

MERCADOS FINANCIEROS: SITUACIÓN, RECOMENDACIONES Y RIESGOS

Deuda pública

- Situación: aparece el riesgo de crédito y el escenario de ruptura del área euro.
- Nuestro escenario: prima de riesgo fiscal sin cambios (alta) y moderación en riesgo sistema (escenario salida euro). Atractiva la compra de deuda española.
- Riesgo: descoordinación política.

Renta variable

- Situación: recuperación de la volatilidad y ajuste en valoraciones al nuevo entorno fiscal y cíclico.
- Nuestro escenario: Ibex-35 en *fair value* (8.900), primer punto de compra; el Afi RV mundial cotiza un 12% por encima de objetivo.
- Riesgo: nuevas señales de estrés en el mercado de crédito; fuerte recaída de cuadros macro.

Divisas

- Situación: moderación gradual de la presión en el mercado soberano de euros y debilidad en crecimiento de Europa a medio plazo.
- Nuestro escenario: movimiento más ordenado de apreciación del dólar hacia niveles de 1,15 en diciembre de 2010.
- Riesgo: mayor percepción de ruptura del área euro.

Fuente: Afi.



prestado. Todo ello con un agravante que, de consolidarse, la diferenciaría de las vividas por otras economías en el pasado: la imposibilidad del sector público para contrarrestar la debilidad de la actividad privada, como lo hizo en 2009.

MERCADOS FINANCIEROS

El marco económico-financiero actual, que observamos en clave de «recesión de balance», exige, en nuestra opinión, una serie de ajustes en las primas de riesgo de los diferentes activos financieros: desde la deuda pública hasta la renta variable, pasando por el mercado de divisas y la renta fija privada. Por lo tanto, consideramos clave fijar el marco de análisis que se nos presenta a medio plazo y las implicaciones sobre las variables financieras.

Empecemos por definir «recesión de balance». Es un tipo de recesión que se produce con la combinación de una economía excesivamente endeudada (apalancada) y una caída en el precio de los activos. El resultado es un desajuste en los balances, de las econo-

mías y del sector privado, con un nivel de pasivo superior al de activo. Dicho desajuste encuentra en la política monetaria y política fiscal dos puntos de apoyo para facilitar el necesario desapalancamiento y soporte a la actividad económica.

Los escenarios que se abren para los próximos cinco años poco o nada tienen que ver con los de las dos últimas décadas

Respecto a la política monetaria, los bancos centrales han respondido con recortes en los tipos de intervención, situándolos en el grueso de economías desarrolladas en el rango del 0-1%. Dada la intensidad de la recesión de balance, la gestión de la política monetaria no se ha limitado a la reducción de tipos de interés; ha sido necesaria una política monetaria de cantidades, que diera soporte a la base monetaria. En clave de política fiscal, una recesión de balance se convierte en una de las pocas fuentes de crecimiento de los cuadros macroeconómicos, toda vez que (i) los canales de transmisión de crédito tienden a la «disfuncionalidad»,

(ii) las familias incrementan la tasa de ahorro mientras reparan su situación de balance y (iii) las empresas gestionan el exceso de capacidad que desencadena la combinación de los dos puntos anteriores.

En este marco, los escenarios que se abren para los próximos cinco años poco o nada tienen que ver con los de las dos últimas décadas, años en los que se extendió el término «gran moderación». La caída en la volatilidad de los ciclos económicos, junto con la ausencia de presiones inflacionistas, están detrás de la gran moderación de los últimos 30 años. En adelante, sin margen de actuación para estimular demanda vía tipos de interés, y con el mercado laboral muy lejos de la recuperación, consideramos que las probabilidades de sufrir altibajos en el ciclo económico -un ciclo económico, y de beneficios empresariales, más volátil y vulnerable, que afectará al precio relativo de las variables financieras tal y como resumimos en el recuadro «Mercados financieros: situación, recomendaciones y riesgos»- son ahora mucho más elevadas que en el pasado reciente ::