

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS: ENTENDIENDO LA SEGUNDA OLA DE LA GRAN RECESIÓN

El crecimiento económico global vuelve a verse amenazado por cuenta de la fragilidad económica del mundo desarrollado, especialmente de Europa. La crisis económica de 2007-2009 mutó de lo hipotecario hacia una complicada crisis fiscal. Inicialmente, el epicentro se focalizó en la llamada "periferia" (Grecia, Portugal, Irlanda), pero durante 2010-2011 comprometió a países con riesgo sistémico como Italia y España. Ello no sólo ha forzado reestructuraciones de deuda pública, que se quieren "pintar" como voluntarias, sino que está exigiendo recapitalizaciones bancarias, obligando a muchas entidades a vender las "joyas" de la corona de operaciones lucrativas en países emergentes y, de esta manera, allegar los recursos necesarios.

Las reducciones de calificación han cubierto un amplio espectro: la periferia ha sido degradada a grado especulativo, Italia y España se asoman peligrosamente al umbral que separa el grado de inversión del especulativo y hasta Francia y Estados Unidos han perdido su condición de triple A. Peor aún, el año 2012 ha iniciado con una segunda oleada de rebajas en calificación, casi *tabula rasa*, comprometiendo tanto la deuda soberana como la de las principales entidades bancarias. Al tiempo, han aflorado sobre la mesa nuevas "peluqueadas" al valor intrínseco de la deuda de la periferia, alcanzando niveles tan bajos como del 25% sobre el principal de la deuda griega, que definitivamente compromete la viabilidad financiera de los tenedores, salvo que la "troika" (FMI, BCE y Unión Europea) hagan un urgente esfuerzo por unificar y revitalizar sus fondos de salvataje.

Estamos entonces experimentando lo que bien podríamos denominar "la segun-

da ola" (2011-2012) de la Gran Recesión (2007-2012), con elevada probabilidad de contagio sobre el mundo desarrollado. Hasta la fecha, los emergentes daban buenas señales de semiseparación respecto de dicha recesión en el mundo desarrollado, pero el grueso de los pronósticos nos habla de una desaceleración, por ejemplo, hacia tasas del 3% de crecimiento en América Latina, respecto del 4.5% observado en 2011.

Tal vez las únicas buenas noticias, a nivel global, de principios de 2012 tengan que ver con la estabilización del crecimiento en China a tasas del 8%, aún por debajo de su 9% de promedio histórico, y algo de "reverdecimiento" en Estados Unidos. En este último caso se aplaude el haber evitado la recesión al cierre de 2011, estimándose un crecimiento del 1.8% el año anterior y esperándose un 2% en 2012. En esta edición de *Enfoque* analizaremos la situación de Europa con el fin de proveer un referente que sirva de telón de fondo al desenvolvimiento de los mercados financieros globales durante 2012.

La situación de Europa

La suerte financiera global de 2011-2012 ha estado cifrada en Europa y, en particular, en los 17 miembros centrales de la Zona Euro bajo el liderazgo de Alemania y Francia. Sus problemas centrales son de envergadura: i) debilidad del sistema financiero, requiriendo rápidas y abultadas capitalizaciones (cerca de los \$600.000 millones); ii) elevados niveles de deuda pública/PIB (promediando un 100%); y iii) falta de dinamismo privado

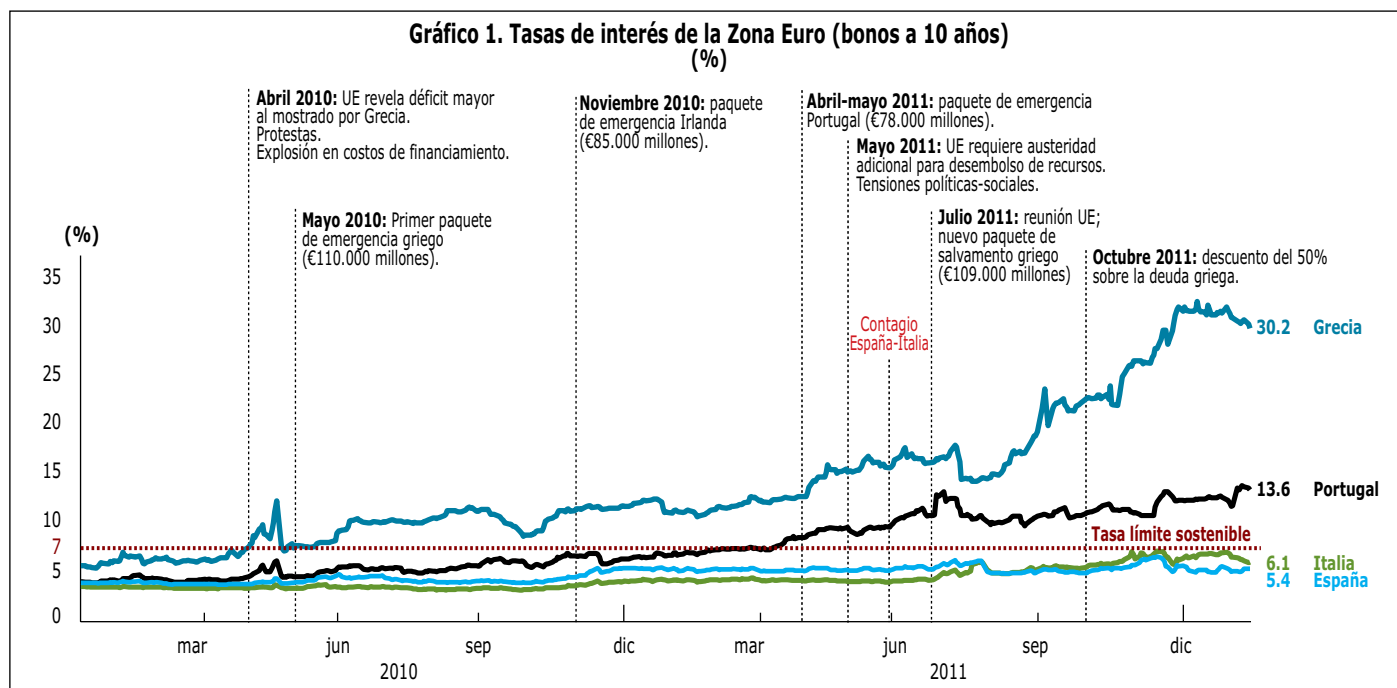
para acelerar el crecimiento, con perspectivas de contraerse un -1% durante 2012, tras sólo haber crecido un 1.5% en 2011.

La situación más grave la enfrenta Grecia, con niveles en la relación deuda pública/PIB del orden del 120% (aun suponiendo "peluqueadas" en el valor de sus bonos públicos del 50%) y con perspectivas de contracción del Producto nuevamente en 2012, acumulando caídas del PIB real del 15% durante los tres últimos años. A pesar de los programas de austeridad fiscal promovidos y vigilados por el FMI, el déficit fiscal seguramente alcanzó el 9% del PIB en 2011, cifra que desborda la meta del programa del 7.5%. Como ya comentamos, las actuales negociaciones seguramente acabarán con descuentos del 75%, haciendo difícil la tarea de refinanciación de la deuda pública para toda la periferia, incluyendo Italia y España.

Las tasas de interés habían logrado bajarse hacia el 5%, pero pronto podrían volver al peligroso umbral de insostenibilidad a tasas del 7% anual (ver gráfico 1). Si bien los esfuerzos presupuestales de Italia y España han sido bien recibidos, el problema es que sus elevadas tasas de desempleo (bordeando el 10% en la Zona Euro y hasta el 23% en España) amenazan con retraer nuevamente la demanda agregada, contraer el Producto, reducir los recaudos y tensionar aún más el *rolling* de sus deudas. Los pronósticos de consenso hablan de caídas del PIB real en Italia y España durante el año 2012 (ver gráfico 2).

No es de sorprender entonces que la calidad crediticia se haya deteriorado en Europa, con la única excepción de Alema-

Gráfico 1. Tasas de interés de la Zona Euro (bonos a 10 años) (%)



Fuente: Bloomberg.

nia y Gran Bretaña, que todavía disfrutaban del triple A. Alemania creció prácticamente cero al cierre de 2011, logrando un 3% para todo ese año, aunque sus perspectivas exportadoras para 2012 no son favorables. Como ya comentamos, Francia vio reducida su calificación crediticia por parte de S&P debido a su debilidad financiera. La Zona Euro como un todo estará contrayéndose entre un -0.5% y un -1% durante 2012 y, aun en 2013, se habla de una leve recuperación a tasas del 0.8%.

Está en juego entonces la viabilidad de la Zona Euro, donde Alemania y Francia deben liderar un paquete ordenado y asertivo de salvataje fiscal-financiero, pero evitando el conocido problema de *free riding*. El éxito de la unión monetaria alrededor del euro, lanzada en 1999, dependerá de lograr ahora una unión fiscal, tarea que no luce

nada fácil, pues implica ceder parte de la autonomía de los estados-nación de cada uno de sus miembros. El mercado lo sabe y por eso ha venido debilitando el euro, que ha caído de su pico de US\$1.50 a tasas de US\$1.30, después de haberse lanzado una década atrás a la cotización de US\$0.95.

La situación de Estados Unidos

En contraste, Estados Unidos luce mejor al inicio de 2012 que un semestre atrás. De una parte, el dinamismo del sector privado ha evitado la recesión abierta y parecería que su sector hipotecario ha tocado piso, donde los precios de la vivienda ahora caen a ritmos del -3% después de haber llegado a un -20% a nivel nacional en 2009. De otra parte, la tasa de desempleo, sorpresiva-

mente, se redujo al 8.5% al cierre de 2011, después de registrar valores cercanos al 10% durante buena parte de 2009-2010.

La deuda de los hogares de Estados Unidos ha disminuido un 4% y hasta un 11% respecto de su ingreso disponible durante los últimos cuatro años. Este desapalancamiento alivia la presión de capital en el sector financiero, pero también representa un desafío para las utilidades que requieren las entidades bancarias gigantes, especialmente ahora que la Ley Dodd-Frank les ha impuesto serios límites a sus mercados de derivados. Pero revitalizar el crecimiento implica, por el lado de la oferta, superar esta etapa de "retracción" del crédito y, por el lado de la demanda, se necesita bajar drásticamente la tasa de desempleo para darle un impulso a la demanda de los hogares. En este último punto estará jugando un papel central la "filigrana" con que

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



MARZO 8 DE 2012

PÁGINA 3

el Congreso de Estados Unidos llegue a un acuerdo para no eliminar inmediatamente los subsidios a la nómina y al desempleo, o volver a incrementar los impuestos de la clase media de forma prematura.

miento para la deuda soberana y privada de la Zona Euro, pero, paradójicamente, con un mayor apetito de riesgo en mercados emergentes, especialmente después del anuncio velado de una pronta inyección de

liquidez por parte del Banco Central Europeo y de la propia Reserva Federal si las cosas llegaran a complicarse aún más.

La crisis financiera internacional del período 2007-2009 mutó a una crisis fiscal

que ha afectado, principalmente, a la periferia de Europa. La Zona Euro entrará en recesión en 2012 debido a los severos ajustes fiscales y a las reformas a los sistemas de protección social en Grecia, Irlanda, Portugal, Italia y España, los cuales tendrán también un impacto fuerte sobre la economía alemana, de carácter exportador. Ese dinamismo también afectará a los países emergentes, especialmente a China y a India.

Entre tanto, la economía norteamericana comenzó a acelerarse debido a la lenta recuperación de los hogares y de la inversión no residencial. Ello se ve reflejado en el dato de desempleo que fue el menor de los últimos dos años (8.5%) ver gráfico 3, y los menores índices de ahorro de los hogares. Sin embargo, los precios de la vivienda continúan disminuyendo, una tendencia que muy probablemente seguirá hasta 2013. La economía estadounidense está ya en la senda de la recuperación, aunque el dato de crecimiento de 2012 será el mismo de 2011 (1.8%).

Este difícil ambiente internacional tendrá un efecto importante sobre la economía colombiana. Mientras que en 2011 el crecimiento fue importante (alcanzando el 5.5%), en 2012 la economía no tendrá el mismo dinamismo por los incrementos en las tasas de interés y por la ralentización del crecimiento del crédito. A pesar de estos factores, la economía crecerá un 4.5%, muy por encima del mundo (3.3%) y de América Latina (3.4%).

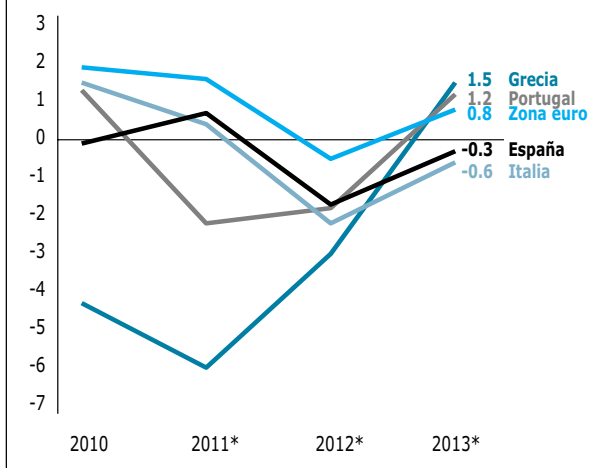
Conclusiones

Hemos analizado los desafíos globales que implica pilotear esta "segunda oleada" de la Gran Recesión. En el caso de Europa se requiere: i) capitalizar los bancos y solucionar el remanente de la crisis hipotecaria, especialmente en España; ii) contener los déficits fiscales por debajo del 6% y convergiendo hacia el 3% a partir de 2016, pero logrando un *rolling* de la deuda que no implique tasas de refinanciamiento arriba del 7% (las cuales "reventaron" a Grecia y hoy por hoy amenazan a Italia y España); y iii) hacer todo lo posible por mantener a flote la demanda de los hogares para evitar que esas elevadas tasas de desempleo (10% en la Zona Euro y hasta del 23% en España) contraigan el Producto más allá del -1% durante 2012.

Como se ve, ninguna de ellas es tarea fácil y, probablemente, los sesgos de complicaciones fiscales-financieras están a la baja, tras las dificultades de refinanciamiento de Grecia en los inicios de 2012. Lograr las bases para una verdadera "unión fiscal" que permita una garantía central de la Zona Euro para emisiones de deuda soberana de cualquiera de sus miembros tranquilizaría al mercado, pero la economía política de semejante acuerdo no parece estar a la vista.

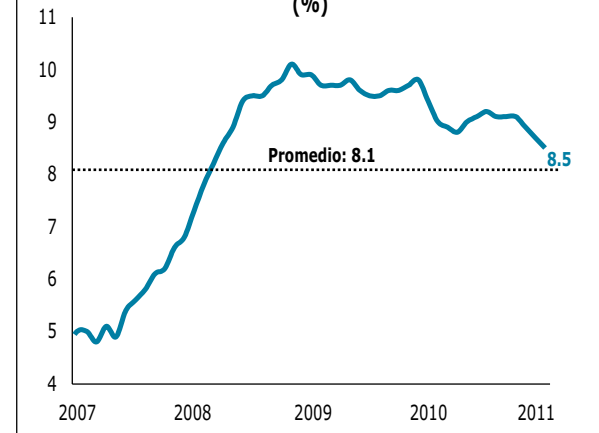
En síntesis, la primera parte de 2012 estará cifrada por la elevada volatilidad, con riesgos de empeora-

Gráfico 2. Crecimiento económico de la periferia de Europa (%)



* Proyección.
Fuentes: FMI y JP Morgan.

Gráfico 3. Estados Unidos: Evolución de la tasa de desocupación (%)



Fuente: Bureau of Labor Statistics.

Escríbanos sus comentarios a: areyes@deceval.com.co o avera@anif.com.co

* La información contenida en el documento anterior no compromete a Deceval, ni constituye asesoría legal de su parte en la materia.