

La recesión de la zona euro se profundizó en el cuarto trimestre de 2012. Si bien las perspectivas económicas para 2013 parecen más halagüeñas en el arranque de este año, el apuntalamiento del sector privado y los programas de austeridad en muchos países impedirán un mejoramiento rápido.

Las expectativas de desempeño económico en la zona eran de por sí bajas a finales de 2012, pero la estimación somera emitida el 14 de febrero era aún decepcionante. El crecimiento real del PIB en la zona se contrajo 0.6% del tercer al cuarto trimestre de 2012, el peor resultado desde el principio de 2009, en la cúspide de la crisis financiera global. Al no registrar crecimiento alguno por quinto trimestre consecutivo, la contracción anualizada cayó a -0.9%. Es probable que el efecto negativo acumulado origine una revisión ligeramente a la baja de nuestra actual previsión de 0.2% de contracción en 2013.

A diferencia de los dos trimestres anteriores, la caída de actividad en los tres meses finales de 2012 fue muy extendida. La economía más grande de la región, Alemania, se debilitó en el curso del año, de modo notable en el sector industrial, pero al caer con fuerza las exportaciones y la inversión en el último trimestre, el PIB real se contrajo 0.6% con respecto al anterior. Fue apenas el segundo descenso trimestral en la producción desde que la economía alemana resurgió de la profunda recesión de principios de 2009.

LA ZONA PODRÍA SALIR DE LA RECESIÓN A PARTIR DE LA SEGUNDA MITAD DEL AÑO, PERO LA RECUPERACIÓN NO SERÁ GENERALIZADA

Luego de un estancamiento de casi dos años, la economía francesa se redujo 0.3%, arrastrada por la disminución en la inversión y las exportaciones. La recesión en las otras economías grandes, Italia y España, lleva más de dos años, a un ritmo que se acelera a 0.9 y 0.7%, respectivamente. Las economías de Austria, Finlandia, Holanda y Portugal también se contrajeron.

El deslizamiento en la producción en el trimestre final de 2012 no fue sorpresa; lo anunciaron con claridad las encuestas empresariales y los indicadores de confianza del consumidor. Sin embargo, esos mismos sondeos sugieren ahora que el último trimestre podría resultar el nadir del descenso actual.

Recientes indicadores económicos en Alemania son consistentes con un crecimiento sólido en el primer trimestre de este año; en muchos otros países de la zona los sondeos muestran que continúan las contracciones de producción, aunque a me-

UE: ¿PASÓ LO PEOR?



Especialistas pronostican un repunte anticipado en la economía de Alemania ■ Foto Reuters

nor ritmo. La pregunta es, pues: ahora que la crisis de la zona euro parece en remisión, ¿por fin está la región en el camino de la recuperación, o hay más desilusiones adelante?

Es cierto que los sucesos recientes en los mercados financieros apuntan a una creciente confianza en que lo peor ha pasado. Los riesgos de ruptura en la zona euro o de grandes quiebras bancarias han disminuido al reforzarse los mecanismos de rescate para naciones en problemas (en particular el nuevo mecanismo de compra de bonos del Banco Central Europeo, conocido como transacciones monetarias a la vista, OMT, por sus siglas en inglés), los primeros pasos hacia una "unión bancaria" (acuerdo sobre un órgano común de supervisión bancaria) y un mecanismo naciente para recapitalizar bancos en dificultades.

Las sobretasas de riesgo en los mercados de deuda bancaria, empresarial y soberana han caído en meses recientes, y los precios de las acciones y los bonos se han elevado a medida que los inversionistas reevalúan sus posiciones. Si bien lejos de sus puntos más altos de finales de enero, el índice Euro 100 del Financial Times seguía 25% arriba a mediados de febrero, en comparación con la depresión de mediados de 2012.

Los mercados de deuda soberana han comenzado a descongelarse para algunos de los estados más afligidos de la zona; Irlanda,

Portugal y España tuvieron subastas exitosas de bonos gubernamentales este año. El mejoramiento en las condiciones financieras debe empezar a alimentar la economía real y, junto con una elevación de la economía global (sobre todo en EU y China), dar algún soporte al crecimiento en la zona euro.

Pese a estos factores favorables, la lista de frenos potenciales es aún larga. Si bien los costos de préstamos para los gobiernos se han reducido, los costos financieros del sector privado no se han mantenido a la par y se mantienen muy elevados, dada la debilidad de la economía de la zona. En el último trimestre de 2012, la tasa de interés promedio de préstamos a empresas no financieras se mantenía en 3.4%, comparada con una tasa nominal de crecimiento del PIB de apenas 0.7%. La cifra promedio también encubre una persistente polarización entre el centro de la zona, donde las condiciones financieras son muy laxas, y la periferia, donde los créditos se mantienen racionados aun allí donde existe demanda de ellos.

Los altos costos financieros detendrán el ritmo de desapalancamiento de la periferia endeudada y frenarán el crecimiento de la inversión. La deuda privada como proporción del PIB nominal ha tardado mucho más en disminuir en la zona euro que en EU. El proceso de desapalancamiento aún será prolongado, en especial en la periferia, donde los balances de los bancos siguen

siendo débiles. Los préstamos disfuncionales siguen creciendo con rapidez en España (alrededor de 11% del total), Italia (7%) y Portugal (6%). Esto indica que continuarán por un tiempo la cautela en los préstamos bancarios y la restricción del crédito más allá de las fronteras nacionales.

El impacto de las rígidas condiciones de financiamiento y la débil demanda de inversión empresarial en la zona es claro. En tanto la inversión empresarial en EU se ha recuperado de modo consistente de 2010 en adelante, en la zona euro no se vislumbra ninguna recuperación. A finales de 2012, la utilización de capacidad en EU se mantenía en 78%, casi igual que el promedio a largo plazo, en tanto en la zona euro estaba aún cuatro puntos porcentuales debajo del promedio a largo plazo, en 77%. Las encuestas de percepción en la mayoría de los estados de la zona muestran un relajamiento de la contracción a principios del año, pero confirman que las empresas aún sufren descenso de pedidos y planean más recortes de personal.

Otros componentes de la demanda doméstica enfrentarán también vientos en contra. La pérdida de empleos indica que los hogares mantienen cautela en el gasto y los niveles de ahorros se mantendrán elevados en muchos estados miembros. Además, se prevé un enorme ajuste fiscal, que restringirá el crecimiento del consumo (y la inversión) durante años.

Los déficit decaen, pero con lentitud, dada la contracción en la actividad. Según nuestros cálculos, los déficit de 2012 en 12 de los 17 estados miembros se mantuvieron por arriba del techo del PIB establecido por el Tratado de Maastricht, incluso en Italia (3%), Francia (4.5%), Portugal (5.1%), Grecia (7%), España (7.4%) e Irlanda (8.5%). La política fiscal en toda la zona sería sólo levemente menos contractiva en 2013 que en 2012, en tanto el impacto recesivo de las políticas de austeridad está resultando mucho mayor de lo previsto.

La zona enfrenta una nueva amenaza: un aumento del valor del euro, que llegó a 1.37 dólares a finales de enero, antes de retroceder a 1.33 a mediados de febrero. La apreciación refleja la creencia de que el peligro de ruptura ha pasado. Al elevarse la tolerancia al riesgo en el mundo, los activos en la región ofrecen rendimientos atractivos. Si bien la fortaleza del euro debe ser contenida por la persistente debilidad de las economías de la zona y el fuerte crecimiento de EU, es probable que continúe el deslizamiento en la proporción de mercado de las exportaciones de la zona.

La crisis podría resurgir

Por último, no debe subestimarse la amenaza de otra elevación de las tensiones financieras relativas a la zona, dada la falta de impulso político detrás de las reformas institucionales necesarias para la resolución de la crisis a largo plazo (por ejemplo una integración fiscal profunda y una plena unión bancaria, con garantías para los depósitos y esquemas de resolución en común). Mientras más prologada sea la recesión en los estados endeudados, más probable es que los mercados pongan a prueba el compromiso del BCE de mantener la divisa común y embarcarse en una compra de bonos mediante el programa OMT. Esto volvería a llevar la atención hacia los límites políticos y legales a un apoyo prolongado. Como están las cosas, una mutualización considerable del riesgo soberano es imposible sin un avance sustancial hacia la unión fiscal y política.

En suma, si bien se ha evitado el colapso y la percepción mejora, es probable que un repunte anticipado en la actividad sea más evidente en Alemania que en otras economías de la zona, la cual continuará sufriendo por la débil demanda doméstica, el alto desempleo y la persistencia de las medidas de austeridad fiscal. Una fuerte tendencia a la alza en Alemania y contracciones más leves en algunos de los estados más endeudados podrían permitir que la zona en conjunto salga de la recesión hacia la segunda mitad del año, pero seguimos dudando que ocurra una recuperación generalizada.

