

Entres luces y sombras: perspectivas económicas para el año 2015

Federico Steinberg | Investigador, Real Instituto Elcano | @Steinbergf.

Miguel Otero Iglesias | Investigador, Real Instituto Elcano | @miotei.

Tema

El panorama económico internacional para 2015 es incierto, cargado de riesgos y con algunas oportunidades.

Resumen

En el año 2015 la economía mundial se debate entre los riesgos de un estancamiento en la mayoría de los países avanzados, posibles desaceleraciones o crisis en algunos mercados emergentes y el impulso positivo al crecimiento que podría suponer la fuerte caída de los precios del petróleo. España, por su parte, muestra claros síntomas de recuperación en un entorno europeo preocupante por el bajo crecimiento y el riesgo de deflación.

Análisis

Introducción

El año 2014 termina con una compleja combinación de luces y sombras para la economía internacional, europea y española. España muestra claros síntomas de recuperación en un entorno europeo preocupante por el bajo crecimiento y el riesgo de deflación mientras la economía mundial se debate entre los riesgos de un estancamiento con creciente desigualdad en los países avanzados que, sin embargo, podrían beneficiarse de una fuerte caída de los precios del petróleo que liberaría recursos para que un mayor consumo generara una aceleración del crecimiento. Todo ello con focos de incertidumbre de origen monetario y geopolítico y con una cada vez más **débil gobernanza económica internacional** para hacer frente a los retos derivados de una economía cada vez más multipolar, donde la rivalidad entre grandes potencias se está haciendo cada vez más palpable.

Entorno internacional

El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha vuelto a reducir sus previsiones de crecimiento para los próximos años. Su directora gerente, Christine Lagarde, incluso ha señalado que existe un elevado riesgo de que la economía global se atasque en una senda de “crecimiento mediocre” con altos niveles de desempleo y deuda. Es el tercer año consecutivo que el FMI rebaja sus previsiones, lo que demuestra que el legado de la Gran Recesión sigue pesando. El

desapalancamiento de empresas y familias y la falta de inversión actúan como frenos al crecimiento. Incluso las economías más dinámicas como EEUU y el Reino Unido presentan un potencial de crecimiento más bajo que antes de la crisis.

El “**estancamiento secular**” (término resucitado por Larry Summers y que se ha puesto de moda) es, junto al **crecimiento de la desigualdad**, el mayor desafío que tienen las economías desarrolladas, que ven como el apoyo a la globalización entre la ciudadanía continúa cayendo y, consecuentemente, como los movimientos políticos nacionalistas y anti-sistema ganan cada vez más adeptos.

En este sentido, **se echa en falta una mayor coordinación a nivel internacional**. Los líderes del G-20 se comprometieron en la cumbre de 2014 de Brisbane (Australia) a aumentar el crecimiento global un 2% en los próximos cuatro años, pero no han acordado un plan de acción multilateral concreto. Cada país adopta las políticas económicas que más le convienen sin tener en cuenta su impacto global y eso continuará en 2015, lo que podría desencadenar nuevos conflictos tanto en el ámbito monetario como en el comercial, donde los acuerdos comerciales preferenciales (sobre todo entre EEUU y la UE –el TTIP– y entre los países de la cuenca del Pacífico excluyendo a China –el TPP–) han arrebatado el protagonismo a las negociaciones de la Ronda de Doha de la OMC, es decir; al sistema multilateral de comercio.

Además, la presidencia del G-20 para 2015, que corresponderá a Turquía (un país con poco peso específico dentro del grupo), no permite esperar que se vayan a producir avances importantes en la cooperación económica internacional.

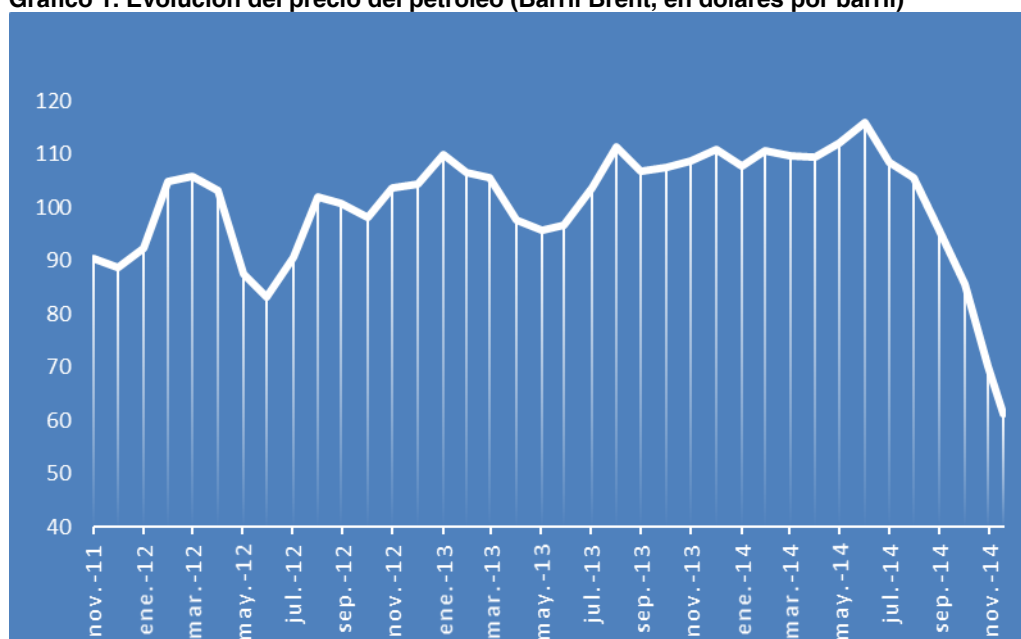
En este contexto aparecen algunos riesgos no desdeñables: la desaceleración de los mercados emergentes; una **posible crisis bancaria en China**; las tensiones geopolíticas tanto en Oriente Medio como en la zona post-soviética (en particular el **peligro de una fuerte crisis económica en Rusia**); y el impacto que la subida de los tipos de interés en EEUU pueda tener en los mercados internacionales, sobre todo en las bolsas (que podrían experimentar “pinchazos”) y en la estabilidad de los emergentes (que podrían sufrir fuertes salidas de capital).

La guerra de divisas no cesará y, de hecho, podría agudizarse. Japón, cuya economía sigue estancada, seguirá aumentando los estímulos monetarios, lo que depreciará el yen y hará que sus inmediatos competidores como China (que ya no crece tanto), Corea del Sur y los países del sudeste asiático tengan que responder con intervenciones en los mercados de divisas. Asimismo, si el BCE finalmente opta por aplicar políticas más expansivas para depreciar el euro y la Reserva Federal se ve obligada a intervenir para frenar el aumento del dólar, podríamos encontrarnos ante un recrudecimiento de las devaluaciones competitivas que generen acusaciones mutuas y aumenten los riesgos proteccionistas.

De hecho, este afán por acaparar cuotas de mercado internacional y generar crecimiento y empleo a través de las exportaciones (algo que por definición no todos los países pueden lograr al mismo tiempo) podrían contribuir a debilitar la demanda global. Asimismo, la caída de consumo en los países exportadores de petróleo (que tendrá que adaptarse a menores ingresos por la caída del precio del crudo), el todavía pequeño tamaño económico que tiene el dinámico continente africano y la creciente posición de superávit por cuenta corriente que exhibe la zona euro, también implicarán una menor demanda, que EEUU ya no será capaz de compensar actuando como consumidor de última instancia puesto que su economía ya no tiene el mismo peso que antaño.

El elemento que sí que podría compensar parcialmente este escenario de insuficiente demanda es la **caída del precio del petróleo**. Desde el pasado junio el barril de crudo ha caído más de un 40% y ya se encuentra por debajo de los 65 dólares (véase el Gráfico 1).

Gráfico 1. Evolución del precio del petróleo (Barril Brent, en dólares por barril)



Fuente: Bloomberg.

De continuar así, podríamos encontrarnos ante un nuevo ciclo de precios bajos como el que se produjo desde finales de los años 80 del siglo pasado, lo que redistribuiría rentas desde los países productores (que tienden a ahorrar) a los consumidores (que tienden a consumir), con el subsiguiente efecto positivo sobre el crecimiento.

No es fácil identificar con claridad las causas de estos menores precios, y tampoco si son permanentes. Pero sin duda hay tres factores que están jugando un papel relevante. El primero es la menor demanda mundial, derivada de la desaceleración de las economías avanzadas (sobre todo Europa) y emergentes en un entorno de

creciente incertidumbre. Aquí la ecuación es simple: menor crecimiento implica menor demanda de petróleo y, por tanto, menores precios.

La segunda causa, sobre la que existe un intenso debate, es el impacto que el espectacular aumento de la producción de hidrocarburos no convencionales en EEUU está teniendo sobre el mercado internacional. Con 9 millones de barriles de petróleo diarios, EEUU ya es el segundo productor del mundo, sólo por detrás de Arabia Saudí que produce 10 millones, y ha reducido enormemente sus importaciones, pudiendo llegar a convertirse en exportador neto de energía en 2020. Este aumento de la oferta contribuye a reducir los precios. Sin embargo, no está claro si esta situación será permanente o transitoria, y si EEUU optará por exportar energía si tiene capacidad de hacerlo o preferirá almacenarla para dotarse de una ventaja competitiva y geoestratégica en relación a sus rivales, lo que hace casi imposible anticipar cómo evolucionarán los precios en el futuro.

Por último, a estos dos factores hay que añadir el hecho de que, ante la caída de precios, **Arabia Saudí, que es el líder de la OPEP, ha optado por no recortar la producción para elevar los precios** ya que es consciente de que si el barril se mantiene barato, los incentivos para desarrollar energías renovables e incluso hidrocarburos no convencionales son menores, lo que perpetúa su posición de dominio en el mercado mundial. El coste de la producción de un barril de crudo en Arabia Saudí está alrededor de los 6 dólares y el poderoso ministro de petróleo saudí, Ali al-Naimi, ha anunciado ya públicamente que no le preocupa que el precio del barril baje a 40, 30 o incluso 20 dólares, lo que indica que la estrategia saudí puede mantenerse a lo largo de todo 2015. Es necesario señalar que la caída del precio del crudo también podría tener algunas consecuencias negativas internacionales más allá de las pérdidas de ingresos para los petroestados. La primera es que se produzcan crisis de deuda soberana, salidas de capital y depreciaciones de las divisas de los petroestados, es decir, de los países que dependen para su estabilidad económica y política de los ingresos por exportaciones de hidrocarburos. De hecho, la crisis rusa que ha estallado en diciembre de 2014 (y que traerá una profunda recesión en 2015 en ese país) parece responder fundamentalmente a este fenómeno. Dada la alta interdependencia financiera de la economía mundial no cabe descartar que acontecimientos de este tipo generen contagio e inestabilidad en los mercados y tensiones geopolíticas. También es posible que grandes proyectos de inversión vinculados a unos precios del petróleo elevados dejen de resultar rentables, con el consiguiente impacto bursátil para las empresas que hayan invertido en los mismos, que en ocasiones son compañías internacionales occidentales. Por último, menores precios del crudo podrían aumentar el riesgo de deflación en la zona euro, lo que obligaría al BCE a actuar con mayor contundencia para poder cumplir su mandato de estabilidad de precios.

Economía europea

La falta de demanda agregada global es particularmente evidente en la zona euro.

Aunque en noviembre el BCE tomó las riendas de la supervisión bancaria después de realizar su **análisis de calidad de los activos bancarios (*Asset Quality Review*)** y las **pruebas de resistencia (*stress tests*)** esto no se ha convertido en el revulsivo para el crecimiento que muchos esperaban. El proceso se ha desarrollado sin mayores sobresaltos. No ha producido ningún *shock* negativo en los mercados porque solo unos pocos bancos, la mayoría italianos, necesitan leves recapitalizaciones. Pero tampoco se ha producido una ola de optimismo y crédito. Más bien todo lo contrario. **La amenaza de deflación en Europa sigue presente** y cada vez parece más claro que la causa de la restricción del crédito no es tanto que los bancos tengan aún que sanear sus balances como que no existe suficiente demanda solvente de crédito. Esto está dificultando enormemente el crecimiento en una economía altamente endeudada, a la que además hay que añadir el parón en el dinamismo de la economía alemana, que está notando las sanciones sobre Rusia (y la crisis que han ayudado a provocar) y la desaceleración de los países emergentes.

Estos problemas han sido reconocidos de forma explícita por el gobernador del BCE, Mario Draghi, que ha propuesto para el año 2015 un plan de acción a tres bandas centrado en las necesarias reformas estructurales, pero también en unas políticas fiscales y monetarias más expansivas. Todo parece indicar que 2015 será el año de la expansión cuantitativa (*quantitative easing*, QE) en bonos soberanos del BCE, pese a la oposición de Alemania. Si esto sucediese sería porque el peligro de la deflación sería ya inminente, y al BCE no le quedaría más remedio que echar toda la carne en el asador para evitar una japonsización de la economía de la zona euro.

Es difícil predecir las consecuencias de semejante acción. Los efectos pueden ser nimios habida cuenta de que los tipos de interés están ya en mínimos históricos (en el momento de redactar estas líneas el bono a 10 años del Reino de España está por debajo del 2%) y de que en la zona euro la provisión de crédito se hace a través del sistema bancario y no el mercado de capitales. Las consecuencias pueden incluso ser negativas si Alemania se opone tajantemente al QE y se recrudecen las tensiones en el seno del consejo de gobierno del BCE entre los países acreedores y los deudores; o si esta política sólo lograra generar un *rally* bursátil que aumente todavía más la desigualdad. Aun así, la jugada podría salir bien ya que puede generar una ola de optimismo entre los inversores, aumentar las expectativas de inflación y provocar una depreciación del euro que estimule las exportaciones y contribuya a frenar la desaceleración de los precios. Después de estar en 2013 y 2014 casi siempre por encima de 1,30 dólares (un nivel que muchos analistas consideraban demasiado alto), la moneda única ha empezado el año 2015 a 1,20, un precio no visto desde 2010, cuando empezó la crisis en Grecia. Si esta depreciación se mantuviese o continuase lo más lógico es que muchos exportadores europeos deberían ser capaces de aumentar su cuota de mercado fuera de la zona euro.

Los efectos positivos de una política monetaria más expansiva se verían reforzados si el plan de inversiones de 315.000 millones de euros propuesto por el presidente de la Comisión Europea, Jean-Claude Juncker, se materializase de manera rápida y efectiva, y con dinero fresco, y si además los gobiernos de los países de la zona euro aprovecharan este impulso para **acometer las reformas estructurales necesarias para incrementar el potencial de crecimiento**, sobre todo en países clave como Francia e Italia, pero también en Alemania, que presenta una falta de inversión preocupante. En este sentido es importante que en 2015 siga la dinámica que comenzó en 2014 según la cual la Comisión Europea ofrece mayor flexibilidad en el cumplimiento de las metas de reducción del déficit público a cambio de resultados concretos en las reformas estructurales a nivel nacional, todo ello combinado con inversiones en grandes proyectos de infraestructuras paneuropeas en áreas como la energía o la economía digital que puedan generar empleos sostenibles y aumentar a medio y largo plazo la productividad de las economías europeas.

En cuanto a la gobernanza del euro, el nuevo presidente del Consejo Europeo, Donald Tusk, ha afirmado que va a avanzar en la creación de una verdadera unión económica y monetaria sobre la base de la hoja de ruta establecida por el *Informe de los Cuatro Presidentes* coordinado por su predecesor Herman Van Rompuy, que planteaba avances en los campos bancario, fiscal, económico y político. Sin embargo, lo previsible es que los avances sean muy lentos a lo largo de 2015 ya que la zona euro ha demostrado que sólo reacciona cuando está al borde del abismo y no parece que este año vayan a producirse eventos demasiado peligrosos. Los únicos que podrían darse serían una nueva reestructuración de deuda en Grecia (algo que cada vez parece más inevitable pero que tal vez pueda demorarse), y asociado con este peligro, una vuelta a la inestabilidad en los mercados en el caso de que Syriza llegara al gobierno en Grecia y planteara una agenda económica que la Troika, y los países acreedores, considerasen como inaceptable.

En todo caso, dados los cortafuegos que la zona euro ha construido durante la crisis es poco probable que estos eventos pudieran generar un contagio sistémico que elevara las primas de riesgo de forma significativa para los otros países de la periferia. A no ser, claro está, que Grecia finalmente tenga que salirse de la zona euro. Un acontecimiento que sigue siendo muy poco probable, por dos razones de peso. La salida del euro no está en el programa de Syriza, y, según las encuestas, la gran mayoría de los griegos no quieren volver al dracma. Por lo tanto, es difícil imaginar que los países acreedores y el BCE se atrevan a expulsar a Grecia de la unión monetaria en contra de la voluntad del pueblo griego.

Finalmente, en el otro gran tema de la agenda económica europea, el Acuerdo de Comercio e Inversiones con EEUU (TTIP), tampoco se esperan grandes avances. Aunque la idea original era concluir las negociaciones en 2015, éstas se están revelando más complejas que lo que se anticipaba en un principio (ha habido siete

rondas de negociaciones hasta ahora y los avances han sido escasos), por lo que lo más probable es que la firma del acuerdo se retrase o se anuncie un compromiso de mínimos que, en todo caso, no tendrá impacto económico en el corto plazo.

Economía española

Por todo ello, España va a tener que apoyarse en gran medida en sus propias fortalezas para seguir creciendo y reducir el desempleo. Las empresas españolas, sobre todos las pymes, tendrán que redoblar sus **esfuerzos para internacionalizarse**. Es importante además que apuesten por la innovación y la diferenciación para lograr un mayor valor añadido y para insertarse de forma estratégica en las cadenas de suministro globales. La demanda interna debería aumentar levemente gracias a la bajada de impuestos, el aumento de la inversión pública y la caída de los precios del petróleo. Es probable también que el sector de la construcción vuelva a mostrar por fin indicadores positivos, aunque muy tenues. Además, la depreciación del euro debería permitir que las exportaciones más allá de la zona euro volvieran a crecer con vigor. Y lo harán todavía más si Alemania y Francia (nuestros principales clientes) logran esquivar la recesión. Todo esto debería llevar a una tasa de inflación algo más alta que facilitaría el necesario desapalancamiento y la estabilización de la ratio de deuda pública sobre el PIB.

En donde no se esperan grandes cambios, por ser año tanto de elecciones municipales y autonómicas como generales, es en las reformas estructurales. Por otra parte, estas mismas elecciones pueden aumentar la percepción de inestabilidad política entre los inversores nacionales e internacionales si el problema catalán se recrudece y el apoyo a Podemos se consolida. Aún así, lo más probable es que ninguno de estos dos riesgos haga descarrilar ni el moderado crecimiento ni la generación de empleo en España.

Conclusiones

En definitiva, el año 2015 se presenta con luces y sombras para España. Un marco relativamente favorable a nivel interno y un contexto europeo e internacional difícil de navegar. Las ganancias de competitividad-precio logradas en los últimos años gracias a la devaluación interna y la percepción exterior de que España es un buen destino para la inversión porque el país ha hecho sus deberes (una imagen que las autoridades alemanas se encargan de reforzar en todos los foros internacionales) deberían contribuir a consolidar el relato de que España es un país responsable y fiable que está dejando atrás la crisis. Sin embargo, la losa del desempleo y la desigualdad y las transformaciones aún pendientes para que España se convierta en un país innovador y con una base industrial más sólidas implican que este entorno macroeconómico más favorable sólo se hará sentir en la calle de forma muy tenue.