

Recuperación a varias velocidades

Por José Ramón Díez Guijarro

Durante las primeras semanas de la pandemia, la perturbación económica fue mutando desde una disrupción en el funcionamiento de las cadenas de valor hacia una crisis de demanda, amenazando incluso con convertirse en una nueva crisis financiera como la de hace una década. Pero, en ese primer momento, se consideraba que el impacto económico por países iba a ser simétrico, al contrario que en la última crisis, tanto por el origen epidemiológico del “shock,” como por la utilización de forma mayoritaria de los confinamientos como vía más directa para evitar el colapso de los servicios sanitarios. Sin embargo, ya en el segundo trimestre empezó a dibujarse una recuperación con un elevado grado de dispersión, debido a diferentes velocidades en la reapertura de las economías, estructuras sectoriales desiguales o capacidad de respuesta de política económica muy heterogénea.

De manera que, en estos momentos, parecen conformarse tres grupos de países según la intensidad de la reactivación: a) países adelantados con reactivaciones en forma de V (países asiáticos como Corea o China) que recuperarán los niveles de PIB perdidos incluso antes de finales de este año; b) países con recuperaciones en forma de V asimétrica (EEUU, Alemania, etc), que recobrarán los niveles de actividad previos a la pandemia a finales de 2021 o principios de 2022 (con un año de retardo con respecto al grupo anterior); y c) países rezagados (sur de Europa y buena parte de América Latina), que tardarán al menos un año más (2023) en volver a recuperar la producción de bienes y servicios de finales de 2019 y para los que la recuperación puede tener forme de W o, incluso, de K, reflejando la asimetría regional y sectorial. El problema son las consecuencias que puede tener esta recuperación a varias velocidades desde el punto de vista de la política económica, especialmente en la UEM.

En el lado monetario, en caso de divergencias en el comportamiento de las economías en la zona euro, tradicionalmente, el BCE ha adaptado las condiciones financieras a las necesidades de los países con mayor debilidad en cada momento (Alemania a principios de siglo, países periféricos desde el verano de 2012). Los mercados esperan que esa regla de comportamiento siga presidiendo las actuaciones del BCE; no en vano, las expectativas de una normalización en la política monetaria (tipos de interés positivos) se han retrasado hasta el año 2027. Esto implicaría encadenar dos presidencias (Draghi y Lagarde) sin subidas de tipos de interés. No obstante, la realidad puede ser algo más compleja, como esta semana se han vuelto a poner encima de la mesa las discrepancias en el seno del Consejo del BCE (después de la tregua que supuso la llegada de Lagarde), entre los favorables a un cambio en la estrategia de la política monetaria en la senda de lo recientemente anunciado por la FED (flexibilización del objetivo de inflación, mayor importancia del empleo en la función de reacción, etc) y el ala liderada por el Bundesbank que percibe más riesgos que beneficios potenciales en ese cambio. En el lado fiscal, el “Next Generation” está dotado con fondos

suficientes para atacar esas asimetrías en la recuperación, pero todavía hay que negociar buena parte de la condicionalidad y, probablemente, se endurecerá según los países del norte de Europa vayan saliendo antes de la crisis. Por tanto, de momento, la opinión generalizada es que retirar de forma prematura los estímulos de los últimos meses sería muy perjudicial para el tejido económico, pero probablemente dentro de un año se demandará desde Europa una senda de estabilización fiscal a medio plazo.

En este sentido, ha sido muy clarificadora la publicación de las cuentas no financieras de los sectores institucionales (CTNSFI) de la economía española, pues son un claro reflejo de cómo esta crisis tan diferente ha afectado de forma drástica a la toma de decisiones de los agentes en el segundo trimestre. De forma agregada, de abril a junio se produjo un empeoramiento de nuestra capacidad de financiación del 2,5% al 1,8% en términos acumulados de 4 trimestres (0,2% en términos trimestrales), fruto de un intenso ajuste del ahorro (nueve décimas hasta el 22% del PIB, la ratio más baja en tres años), pues la inversión sólo se redujo en dos décimas hasta el 20,4%. Para una economía como la española, con una elevada deuda externa, es fundamental seguir manteniendo capacidad de financiación. Sin embargo, lo interesante es analizar el comportamiento por agentes, pues la mejoría de la posición financiera del sector privado fue ampliamente superada por el deterioro del saldo de las Administraciones Públicas.

En el caso de los hogares se percibe el efecto beneficioso de los ERTES (renovados esta semana hasta el 31 de enero), pues, pese al retroceso histórico de la remuneración de asalariados en 20.000 millones de euros (-14%), la renta bruta disponible (RBD) sólo se redujo en un 8,8%, gracias al incremento de las prestaciones sociales en casi 15.000 millones (24,4%). Debido al confinamiento, se produjo una caída histórica en el gasto en consumo (-23,9%), mucho más pronunciada que el ajuste de la renta bruta disponible, lo que provocó una subida del ahorro de las familias hasta un nuevo máximo histórico de 60.204 millones (36.856 millones hace un año) o, lo que es lo mismo, un 31,1% de la renta bruta disponible. Como consecuencia de la excepcionalidad de la situación, el INE ha presentado la cifra ajustada de estacionalidad y calendario y, en ese caso, el ahorro equivaldría al 22,5% de la RBD, ratio muy próxima a la media de la UEM, lo que nos hace pensar que, al igual que en nuestros socios europeos, probablemente el 90% del aumento de ese ahorro es “forzoso” y sólo un 10% sería ahorro precaución. Mayoritariamente, ese ahorro se ha embalsado en depósitos a la vista en los bancos, tanto en España como en la UEM, y lo lógico es pensar que, a partir de julio, parte de ese ahorro podría volver a aflorar y utilizarse en compras de bienes y servicios, pero seguramente también se producirá un aumento del ahorro precaución ante una situación de elevada incertidumbre.

El **ahorro de las familias** supera ampliamente la cantidad invertida por los hogares, apenas 3.728 millones (-57,1%), que es la cifra más baja de la serie en un segundo trimestre (refleja el descenso en la compra de viviendas). Ello ha conducido a que los hogares registren una capacidad de financiación récord, tanto en el trimestre (56.146 millones) como en términos anuales (44.928 millones, cantidad equivalente al 3,8% del

PIB). Por tanto, la noticia positiva es que las familias españolas han entrado en esta crisis con una posición financiera mucho mejor que la de hace una década.

Por el contrario, como era de esperar, la política de protección de rentas seguida en España y el resto de los países europeos se ha reflejado negativamente en la posición financiera de las Administraciones Públicas. El déficit de las AA.PP. en el trimestre casi triplica el de hace un año (-61.589 millones de euros vs -22.531 millones), de modo que, en términos anuales, se sitúa en máximos desde 2013: 81.362 millones, cantidad equivalente al 6,9% del PIB (2,8% en 2019). Si se elimina la estacionalidad, la necesidad de financiación de las AAPP se situó en 13,2% del PIB trimestral (+6,5 p.p.). Lo que ha llevado a que la deuda pública se haya situado este verano en el 110% del PIB y a que el déficit estructural de las AAPP pueda superar el 6,5% del PIB este año.

Finalmente reseñar que, como ya sucediera el mes anterior, septiembre también ha arrojado un aumento histórico de la **afiliación** media (+84.000). En todo caso, no hay que perder de vista que venimos de una destrucción de empleo también sin precedentes; de hecho, todavía hay medio millón de afiliados menos que antes del estallido de la crisis, a los que se deben sumar los 728.909 trabajadores en ERTES (-83.529 en el último mes). Por actividades, dentro del Régimen General, en septiembre aumenta la ocupación, sobre todo, en educación (+55.428 afiliados), por el inicio del curso escolar, seguida de actividades administrativas y agricultura (+40.005 y +36.409, respectivamente). Por el contrario, la afiliación cae de forma acusada en hostelería (-47.353) y, a cierta distancia, comercio (-20.002) y actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento (-6.228). Por regiones, la mejora en los últimos meses, en lo que respecta al mercado laboral, es generalizada, con la excepción de País Vasco (levemente) y, muy especialmente, Baleares, donde los ritmos de destrucción de empleo se han intensificado; en concreto, en el archipiélago la caída interanual del empleo sigue siendo de dos dígitos (-13%). En el extremo opuesto se sitúan Castilla La Mancha y Murcia, donde, incluso, ya se superan los niveles de afiliación de hace un año. En consecuencia, tanto por países, como por sectores, como por regiones estamos ante una recuperación frágil e incompleta y, sobre todo, a varias velocidades.

Este Informe tiene carácter meramente informativo y no se pretende, por medio de esta publicación, prestar servicios o asesorar en materia financiera, de inversiones, legal, fiscal o de otro tipo en ningún campo de nuestra actuación, por lo que dicha información no debe tomarse como base para realizar inversiones o tomar decisiones de inversión. La información utilizada para la elaboración del presente Informe ha sido obtenida de fuentes consideradas fiables, no garantizándose su exactitud o concreción. Queda prohibido reproducir, transmitir, modificar o suprimir la información sin previa autorización escrita de Bankia.