

ARTÍCULOS

PATRONES DE LOS CICLOS MACROECONÓMICOS EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS: ¿QUÉ HA SIDO DIFERENTE ESTA VEZ?



En estos momentos, la actividad económica en la zona del euro y en Estados Unidos se está recuperando lentamente, tras una recesión profunda y muy sincronizada en todos los países del globo. En este artículo se describen las posibles razones de las diferencias existentes entre las recesiones observadas en la zona del euro y en Estados Unidos y se presentan algunas reflexiones sobre las perspectivas de recuperación en las dos regiones. Las principales conclusiones que se alcanzan es que el grado de sincronización de la actividad económica en ambas áreas durante el ciclo actual es, en buena parte, acorde con la evidencia histórica. Dicho esto, en este ciclo económico se han observado algunas diferencias en la actividad en la zona del euro y en Estados Unidos con respecto al pasado, que, en gran medida, parecen tener su explicación en el carácter de la recesión actual, en los fundamentos económicos anteriores a la crisis y en la manera en la que el sector privado y las políticas económicas se ajustaron en las dos economías.

I INTRODUCCIÓN

La reciente crisis financiera internacional y la posterior recesión han tenido importantes repercusiones en las economías de la zona del euro y de Estados Unidos. Esta crisis fue provocada inicialmente por una caída en picado del mercado de la vivienda en Estados Unidos que redujo el valor de importantes volúmenes de activos relacionados con este mercado que se mantenían de forma generalizada en todo el mundo¹. Sin embargo, a escala mundial se observaron distintas vulnerabilidades que permitieron que la crisis se propagara rápidamente a la zona del euro y al resto de la economía global. La producción industrial y el comercio internacionales se contrajeron de forma acusada y sincrónica, y las turbulencias de los mercados financieros se propagaron rápidamente entre fronteras y continentes. En este artículo se tratan de abordar tres cuestiones principales: ¿Qué hace que este ciclo sea distinto de recesiones y recuperaciones anteriores y cuáles son las similitudes? ¿Por qué se vio la zona del euro tan afectada por una perturbación que se inició en el mercado de la vivienda estadounidense y que, al principio, parecía estar contenida? ¿Y cuáles son los principales factores determinantes de la recuperación de la actividad económica en la zona del euro y en Estados Unidos?²

El artículo se organiza como sigue: en la sección 2 se describen algunas regularidades empíricas observadas en las relaciones entre los ciclos económicos de Estados Unidos y de la zona del euro que se derivan tanto de la experiencia histórica como de recesiones anteriores asociadas a crisis finan-

cieras. En la sección 3, el artículo examina el ciclo económico actual mediante la descripción de la recesión y la recuperación de la actividad económica en la zona del euro y en Estados Unidos, enmarcándolo en el contexto de ciclos anteriores. Las siguientes secciones tratan de hallar alguna explicación de la evolución actual. Para ello, la sección 4 se centra en el carácter de la perturbación y en su transmisión, y la sección 5, en los ajustes realizados en el sector privado y en las políticas económicas de ambas regiones. El artículo concluye con algunas reflexiones sobre la evolución de la recuperación económica en ambas áreas y poniendo de manifiesto los posibles factores que podrían hacer que esta fase de recuperación fuera distinta de la de ciclos anteriores.

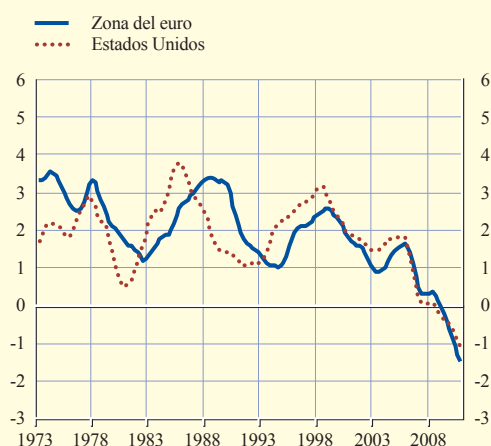
2 REGULARIDADES EMPÍRICAS DERIVADAS DE CICLOS ECONÓMICOS ANTERIORES

Cuatro regularidades empíricas basadas en las relaciones históricas podrían ser relevantes para entender la dinámica de esta recesión y su posterior recuperación en la zona del euro y en Estados Unidos, y para detectar la diferencia de este ciclo con respecto al pasado. Estas regularidades se obtienen, en parte, del examen de las características de la dinámica de ciclos económicos anteriores en

- 1 En concreto, se ha argumentado que lo que provocó la verdadera crisis de liquidez de 2007 fue el aumento de la morosidad hipotecaria, consecuencia de un descenso de los precios de la vivienda en Estados Unidos. Véase, por ejemplo, M. K. Brunnermeier, «Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n.º 1, invierno de 2009, pp. 77-100.
- 2 Obsérvese que este artículo se centra fundamentalmente en la evolución de la zona del euro en su conjunto, que incluye las distintas dinámicas observadas en los países de la zona del euro.

Gráfico 1 PIB per cápita

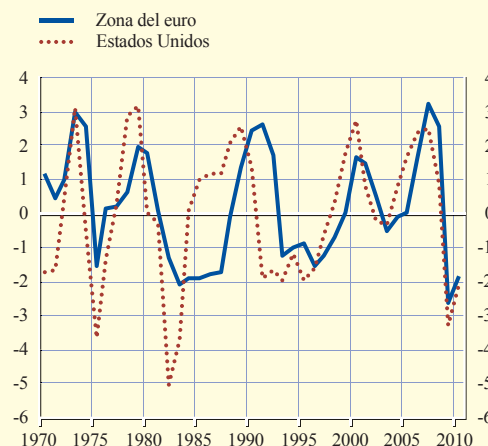
(tasas de variación interanual; medias móviles centradas de cinco años)



Fuentes: Eurostat y Bureau of Economic Analysis.

Gráfico 2 Brechas de producción

(en porcentaje del potencial estimado)



Fuente: Comisión Europea.

ambas regiones y, en parte, de efectuar un análisis histórico del carácter de las recesiones.

Una primera regularidad es que existe una fuerte correlación entre el PIB real per cápita de Estados Unidos y de la zona del euro durante períodos cortos (véase gráfico 1), tendiendo el crecimiento de la zona a tener un desfase de varios trimestres con respecto al crecimiento de Estados Unidos³. Nuevos trabajos de investigación han mostrado que suele observarse una asimetría dentro de los ciclos, que consiste en que las recesiones en Estados Unidos se transmiten a la zona del euro (y al resto del mundo) con más rapidez que las recuperaciones: las recesiones suelen tardar unos dos trimestres en transmitirse de Estados Unidos a la zona del euro, mientras que las recuperaciones tardan alrededor de seis trimestres⁴.

Una segunda regularidad se refiere a que, si se tienen en cuenta las estimaciones del producto potencial y de las brechas de producción proporcionadas por la Comisión Europea, la zona del euro en su conjunto suele registrar recesiones más suaves, pero también recuperaciones más lentas, si se compara con Estados Unidos (véase gráfico 2), lo que puede deberse al hecho de que la zona del euro es una economía con una protec-

ción social más elevada que Estados Unidos, pero menos flexible⁵.

Una tercera regularidad consiste en que, desde un punto de vista histórico, existe un alto grado de correlación entre las recesiones en Estados Unidos y las recesiones o desaceleraciones a escala mundial; de ahí que las perturbaciones observadas en este país constituyan una buena variable proxy de las perturbaciones globales. Para mostrar lo anterior, en el gráfico 3 se presenta el porcentaje de economías avanzadas (de una muestra de 19 países) que han sufrido recesiones a lo largo del tiempo. La mayor parte de los picos o máximos coinciden con las recesiones de Estados Unidos definidas por el National Bureau of Economic Research (NBER). La última recesión destaca por haber sido muy generalizada: aunque fue en Estados Unidos donde primero se dejó sentir, en el último trimestre de 2007, se propagó con rapidez

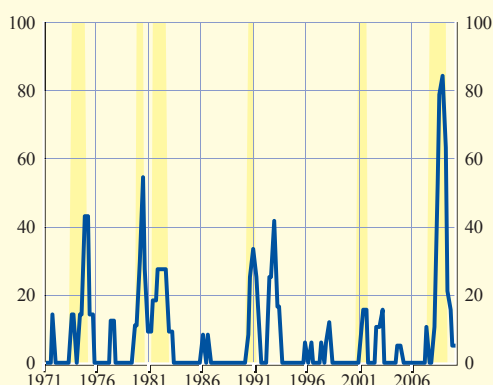
3 Véase D. Giannone, M. Lenza y L. Reichlin, «Business cycles in the euro area», *Working Paper Series*, n.º 1010, BCE, Fráncfort del Meno, febrero de 2009.

4 Véase S. Déas e I. Vansteenkiste, «The transmission of US cyclical developments to the rest of the world», *Working Paper Series*, n.º 798, BCE, Fráncfort del Meno, agosto de 2007.

5 Véase R. Duval, J. Elmeskov y L. Vogel, «Structural Policies and Economic Resilience to Shocks», *Economics Department Working Papers*, n.º 567, OCDE, París, julio de 2007.

Gráfico 3 Sincronización de las recesiones en distintos países

(porcentaje de países en recesión; las áreas sombreadas muestran las recesiones en EEUU)

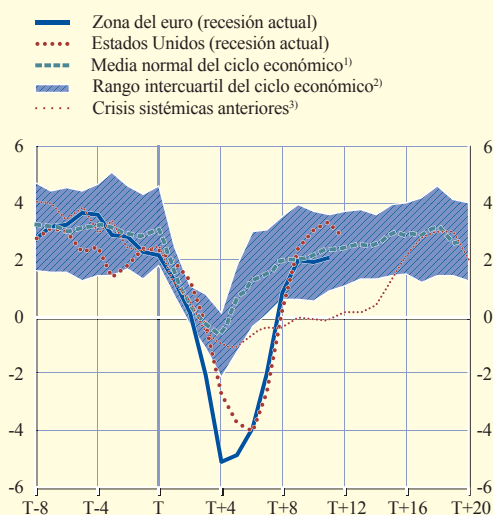


Fuentes: FMI, BCE y NEBR.

Nota: La muestra comprende 19 economías avanzadas (Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Corea del Sur, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Japón, Luxemburgo, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido y Suiza).

Gráfico 4 Crecimiento del PIB real en la zona del euro y en Estados Unidos en comparación con recesiones y crisis anteriores en las economías de la OCDE

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE, Eurostat y OCDE.

Notas: «T» representa el nivel máximo del PIB antes de la recesión. Para los ciclos económicos actuales en la zona del euro y en Estados Unidos, «T» representa el primer trimestre de 2008 y el cuarto trimestre de 2007, respectivamente.

1) Crecimiento medio del PIB real durante todas las recesiones observadas en los países de la OCDE que no se consideran crisis.

2) El rango se obtiene restando el cuartil inferior del cuartil superior de todas las recesiones registradas en la OCDE desde 1970.

3) Crecimiento medio del PIB real durante cinco crisis financieras graves registradas en España, Finlandia, Japón, Noruega y Suecia desde 1970.

a la mayoría de las economías avanzadas, entrando la zona del euro en recesión en el segundo trimestre de 2008.

Una cuarta regularidad empírica de importancia se refiere a que las recesiones asociadas a crisis financieras o a contracciones del crédito y caídas de los precios de la vivienda han sido habitualmente muy graves y persistentes⁶. La duración y profundidad de tales recesiones se debe a que, después de las crisis financieras, la demanda tiende a contraerse por la necesidad de sanear y desapalancar significativamente los balances, al tiempo que los graves trastornos registrados en el sector financiero dan lugar a restricciones crediticias más prolongadas. Además, como la intermediación financiera afecta a todos los sectores de una economía y se propaga fácilmente a otros países, el sistema financiero amplifica rápidamente las perturbaciones. Como se muestra en el gráfico 4, la recesión actual ha sido especialmente severa incluso cuando se compara con otras crisis sistémicas de los países de la OCDE.

3 EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA DURANTE EL CICLO ACTUAL

En línea con las regularidades empíricas mencionadas, la recesión económica observada durante el ciclo actual se inició antes en Estados Unidos que en la zona del euro, ya que, en esta economía, el PIB comenzó a desacelerarse a principios de 2007, en un momento en el que el crecimiento de la zona del euro todavía estaba acelerándose (véase gráfico 5). Entonces, la opinión más generalizada era que la zona del euro —y la economía global en general— podría «desacoplarse» de la recesión de Estados Unidos, dado el carácter aparentemente contenido de los problemas internos de este país y la importancia creciente de los mer-

6 Véanse «The latest euro area recession in a historical context», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, noviembre de 2009; «From recession to recovery: how soon and how strong?», *Perspectivas de la Economía Mundial*, capítulo 3, FMI, Washington, DC, abril de 2009; y S. Claessens, M. A. Kose y M. Terrones, «What happens during recessions, crunches, and busts?», *Working Paper Series*, n.º 08/274, FMI, Washington, DC, diciembre de 2008.

Patrones de los ciclos macroeconómicos en la zona del euro y en Estados Unidos: ¿qué ha sido diferente esta vez?

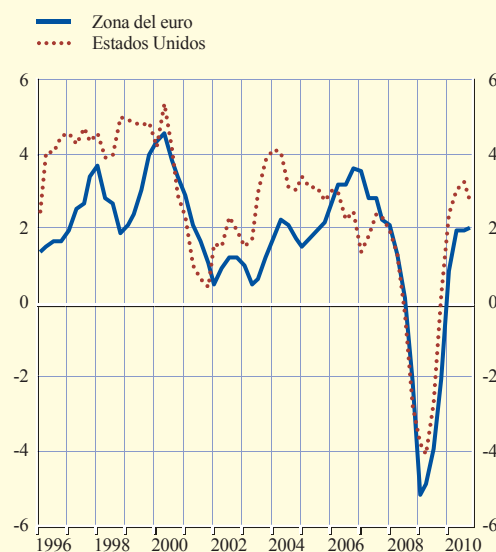
cados emergentes⁷. No obstante, al ampliarse y profundizarse la crisis financiera tras la quiebra de algunas importantes instituciones financieras en el otoño de 2008, la recesión se hizo muy profunda, en consonancia con la evidencia previa relativa a crisis financieras sistémicas⁸.

En general, parece que la actividad en la zona del euro se ha visto muy afectada, aunque el alcance exacto en que lo ha sido en relación con Estados Unidos depende del horizonte temporal y de los indicadores utilizados. En particular, si bien la contracción del PIB real fue más profunda en la zona del euro que en Estados Unidos (véase gráfico 5), si se tiene en cuenta el hecho de que este último país suele tener un potencial de crecimiento más elevado (véase recuadro), la recesión fue ligeramente más grave en Estados Unidos (véase gráfico 2).

Si se analiza la fase de recuperación hasta la fecha, se observa que está en desacuerdo con las regularidades pasadas identificadas en la sección 2 de este artículo, ya que la recuperación en la zona del euro se inició al mismo tiempo que en Estados Unidos, aunque ha sido algo más moderada. La recuperación relativamente sincronizada parece haber estado determinada, en parte, por el fuerte repunte del comercio mundial, que ha contribuido a impulsar el crecimiento en ambas economías.

Gráfico 5 PIB real

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y Bureau of Economic Analysis.

- 7 Contribuciones al «debate sobre el desacoplamiento» se encuentran, por ejemplo, en: «Decoupling the Train? Spillovers and Cycles in the Global Economy», *Perspectivas de la Economía Mundial*, capítulo 4, FMI, Washington, DC, abril de 2007; «Test of stamina», *The Economist*, 12 de abril de 2007; y «Global Economic Integration and Decoupling», una conferencia pronunciada por D. L. Kohn en el International Research Forum on Monetary Policy, Fráncfort del Meno, 26 de junio de 2008.
- 8 Véase C. M. Reinhart y K. S. Rogoff, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton, 2009.

Recuadro

COMPARACIÓN DE LOS FACTORES DETERMINANTES DEL PRODUCTO POTENCIAL EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS

En general se entiende que el producto potencial proporciona un indicio del nivel de producto real sostenible en la economía de medio a largo plazo y de su tasa de crecimiento. También suele considerarse como el nivel de producto que puede alcanzarse utilizando los factores de producción disponibles sin crear presiones inflacionistas¹. La evolución del producto potencial depende de varios factores subyacentes, entre los que destacan las condiciones de oferta, como los recursos de la economía en relación con los principales factores de producción: capital y trabajo. La productividad de estos factores guarda relación con diversos parámetros, como la eficiencia con la que se combinan y utilizan, las

1 Para más información sobre el papel que desempeñan las medidas del producto potencial en el análisis macroeconómico y la incertidumbre que rodea a su medición, véase el artículo titulado «Crecimiento del producto potencial y brechas de producción: concepto, utilización y estimación», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2000, y el recuadro titulado «Estimaciones del producto potencial de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, julio de 2009.

tendencias demográficas y el capital humano, la inversión en investigación y desarrollo y el marco institucional en el que opera la economía, así como las políticas económicas estructurales. La tasa de crecimiento potencial puede variar sustancialmente con el tiempo en función de esos parámetros.

Las estimaciones empíricas del producto potencial están sometidas a unos niveles de incertidumbre considerables, especialmente en el entorno actual, dado que las repercusiones económicas de la crisis financiera todavía no están claras. Las estimaciones recientes del producto potencial indican que el crecimiento potencial, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, se ha reducido significativamente durante la última recesión económica (véase gráfico A). En el período 2000-2007 se estima que la tasa media interanual de crecimiento potencial en la zona del euro se situó en torno al 2 %, frente al 2,7% en Estados Unidos, con un rango de estimaciones relativamente estrecho. En comparación, las estimaciones medias correspondientes al período 2008-2010 fueron del 1 % para la zona del euro y del 1,6% para Estados Unidos, con un rango de estimaciones más amplio. En conjunto, se estima que la tasa de crecimiento potencial ha experimentado un deterioro de similar cuantía en ambas economías².

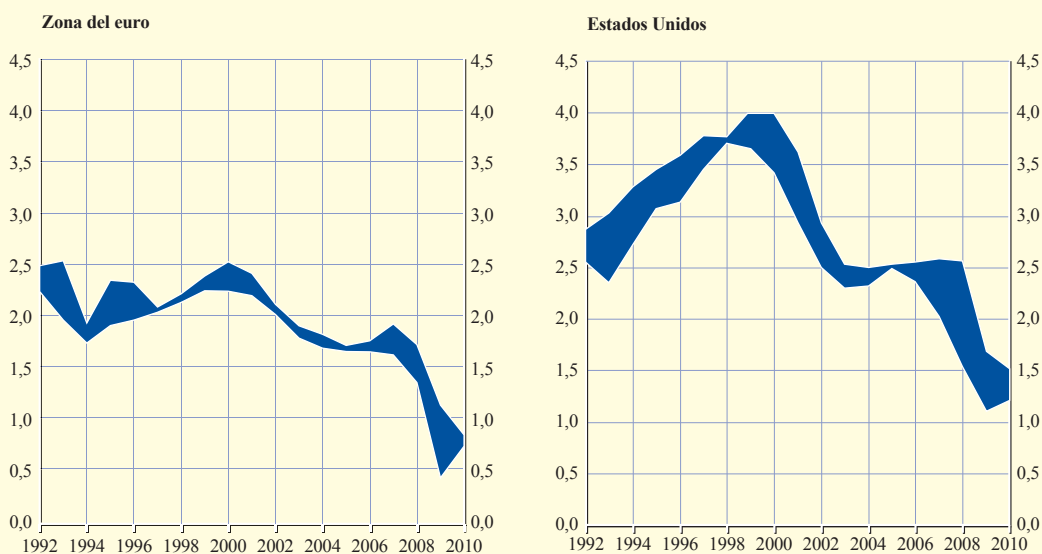
Los enfoques utilizados por las instituciones internacionales para estimar el producto potencial permiten desagregar el crecimiento potencial en dos tipos de contribuciones: las contribuciones de las variaciones en el uso del capital y del trabajo en la economía, y las que corresponden a las variaciones de la productividad (es decir, la «productividad total de los factores»). Las contribuciones del

2 Véase un análisis más detallado de los factores que podrían explicar el deterioro del crecimiento potencial en el contexto de la reciente crisis financiera en el artículo titulado «Tendencias del producto potencial», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, enero de 2011, y en «Impact of the current economic and financial crisis on potential output», *European Economy Occasional Papers*, n.º 49, Comisión Europea, Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros, junio de 2009.

Gráfico A Rango de estimaciones del crecimiento del producto potencial en la zona del euro y en Estados Unidos

(tasas de variación interanual)

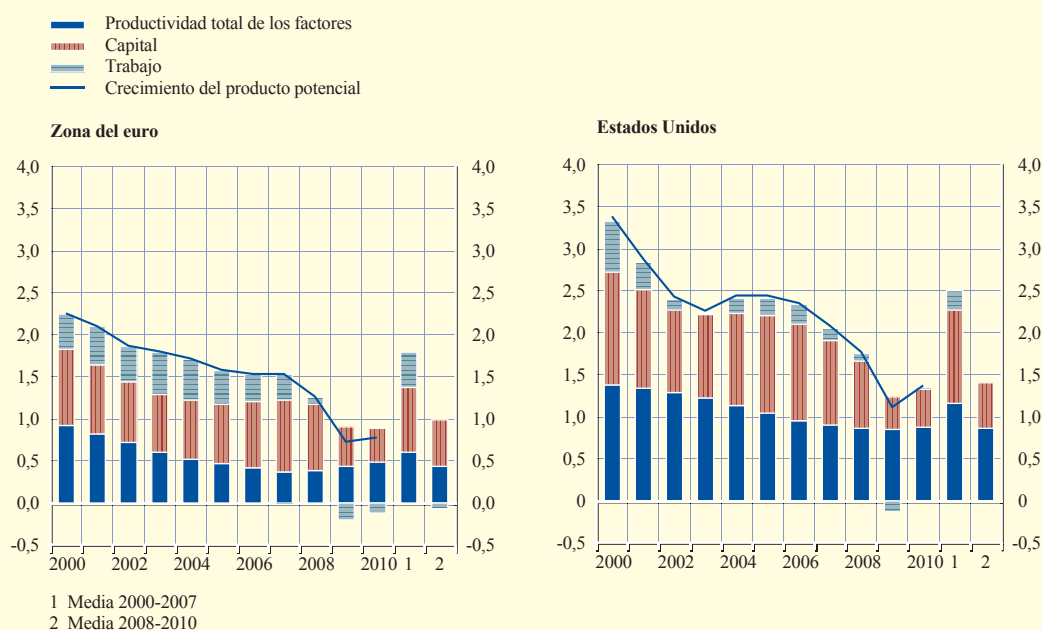
— Rango de estimaciones de la OCDE, el FMI y la Comisión Europea



Fuentes: OCDE, FMI y Comisión Europea.
Nota: Las cifras para 2011 y 2012 son previsiones.

Gráfico B Contribuciones al crecimiento del producto potencial en la zona del euro y en Estados Unidos 2000-2010

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Comisión Europea.

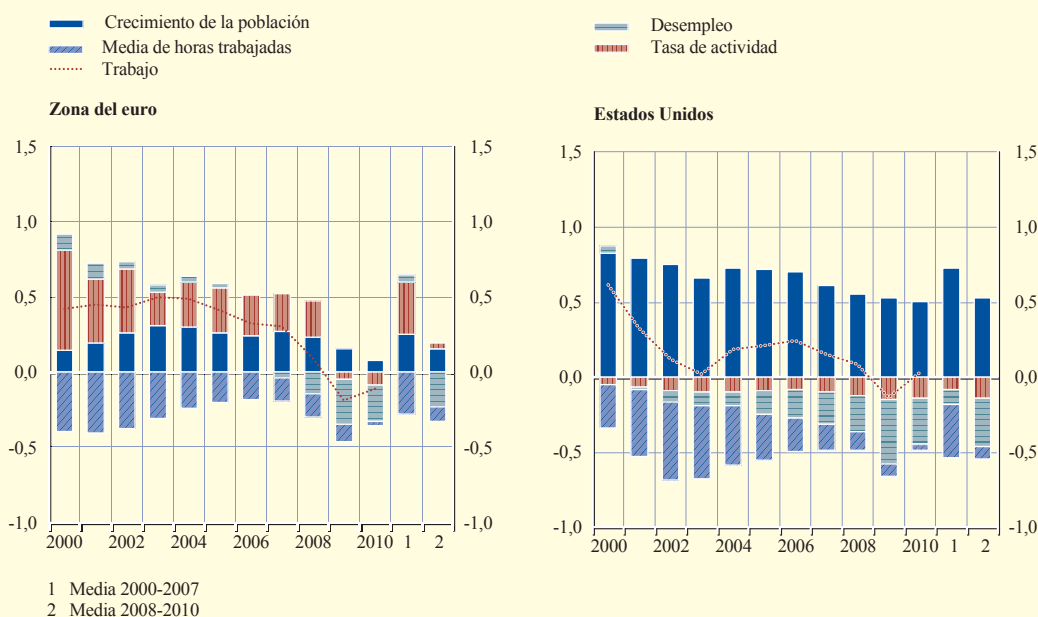
factor trabajo pueden desglosarse, a su vez, diferenciando entre el impacto del crecimiento de la población, la tasa de actividad, las variaciones de la tasa de desempleo estructural (NAIRU) y las variaciones en la media de horas trabajadas.

En el gráfico B se presenta una desagregación de las estimaciones de crecimiento del producto potencial, en función de las contribuciones del trabajo, el capital y la productividad total de los factores, así como un desglose del factor trabajo para la zona del euro y Estados Unidos, basado en estimaciones realizadas por la Comisión Europea³. Estos gráficos revelan varias tendencias y regularidades empíricas interesantes en relación con el crecimiento potencial en los años anteriores a la crisis financiera: en primer lugar, el crecimiento potencial, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, muestra una tendencia a la baja en el período comprendido entre 2000 y 2007. En ambas regiones, esta tendencia se explica, principalmente, por las contribuciones de la productividad total de los factores, que se redujo a la mitad, pasando de alrededor del 1 % en 2000 a menos del 0,5 % en 2007 en la zona del euro, mientras que, en Estados Unidos, descendieron desde el 1,4 % hasta menos del 1 % durante el mismo período. Por el contrario, las contribuciones de la acumulación de *stock* de capital y del factor trabajo se mantuvieron relativamente estables en ambas regiones. En segundo lugar, si bien el crecimiento de la población fue menor en la zona del euro que en Estados Unidos, se compensó con creces con la evolución de la tasa de actividad tendencial, que se incrementó en la zona del euro, pero se redujo ligeramente en Estados Unidos (véase gráfico C). Además, se estima que la tasa de desempleo estructural se mantuvo prácticamente estable en la zona del euro, mientras que aumentó en Estados Unidos. Como consecuencia, se produjo un crecimiento mayor de las contribuciones del factor trabajo en la zona del euro en 2000-2007. No obstante, una vez agotado casi totalmente el potencial derivado de los

3 Comisión Europea, junio de 2009.

Gráfico C Desagregación de la contribución del factor trabajo al crecimiento del producto potencial en la zona del euro y en Estados Unidos 2000-2010

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Comisión Europea.

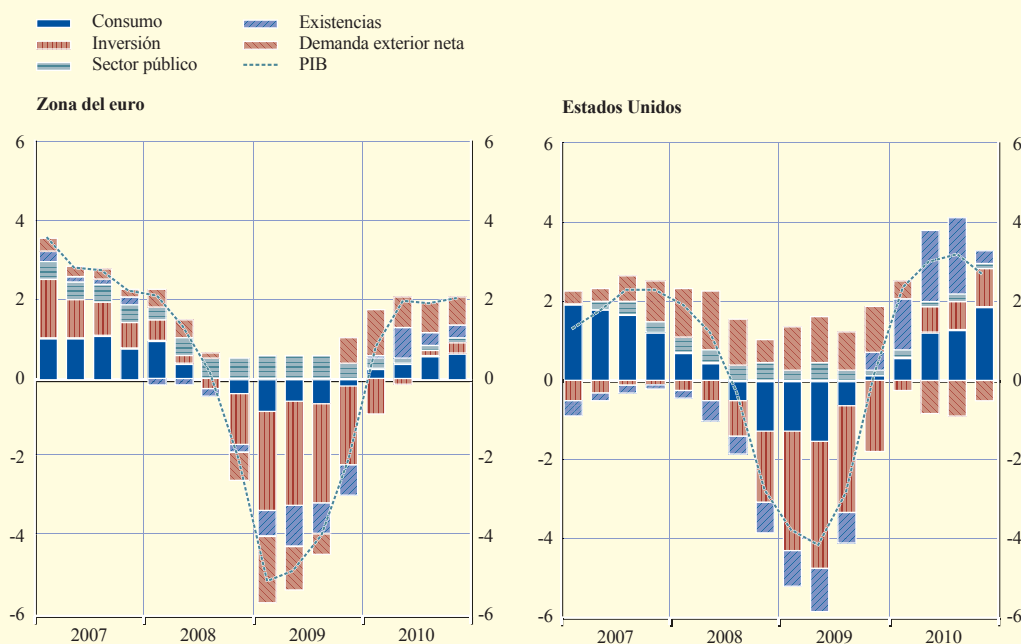
niveles más elevados de participación en la zona del euro, es de prever que el impacto del envejecimiento de la población dé lugar a un descenso de la contribución del factor trabajo al crecimiento potencial en comparación con Estados Unidos. Por último, el hecho de que la tasa de crecimiento potencial sea constantemente más alta en Estados Unidos que en la zona del euro se debe, principalmente, a un crecimiento más significativo de la productividad total de los factores y, en menor medida, a una mayor contribución de la acumulación de capital en Estados Unidos.

La última recesión económica ha afectado a los factores determinantes del crecimiento potencial de diversas maneras: mientras que las estimaciones de la contribución de la productividad total de los factores solo variaron ligeramente, el descenso del crecimiento potencial en el contexto de la crisis financiera se explica, en general, por las menores contribuciones de los factores trabajo y capital, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Por lo que respecta al factor trabajo, un aumento en las estimaciones de la tasa de desempleo estructural contribuyó significativamente al descenso observado en la contribución de este factor al crecimiento en ambas regiones. Además, el hecho de que los incrementos de las tasas de actividad tendenciales fueran notablemente menores contribuyó a la caída de la contribución del factor trabajo en la zona del euro, mientras que, en Estados Unidos, se estima que el crecimiento de estas tasas se ha mantenido básicamente estable durante el período de la crisis. Las menores contribuciones del *stock* de capital reflejan la caída de la inversión en el contexto de la reciente recesión económica. Este efecto fue más acusado en Estados Unidos que en la zona del euro. En conjunto, el descenso del crecimiento potencial en los años 2008-2010 tiene su origen, principalmente, en la reducción de las contribuciones de los factores trabajo y capital. En la zona del euro, fue más importante el primero de estos factores, mientras que, en Estados Unidos, dominó el segundo.

Patrones de los ciclos macro-económicos en la zona del euro y en Estados Unidos: ¿qué ha sido diferente esta vez?

Gráfico 6 Composición del crecimiento del PIB en la zona del euro y en Estados Unidos

(crecimiento interanual en porcentaje; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y Bureau of Economic Analysis.

Durante este ciclo, se han registrado dos diferencias fundamentales entre estas dos economías en la composición del crecimiento del PIB (véase gráfico 6). La contracción del consumo fue mucho más pronunciada en Estados Unidos que en la zona del euro, sobre todo en relación con la evidencia histórica, como se comentará con más detalle en la sección 5. Por otra parte, la demanda exterior neta desempeñó un papel sustancial en la desaceleración de la zona del euro, pero hasta hace poco contribuyó positivamente al crecimiento del PIB de Estados Unidos. La diferencia en cuanto a las contribuciones de la demanda exterior neta se debe, en parte, a un descenso más acusado de las importaciones en Estados Unidos durante la recesión, acorde con la mayor contracción del consumo⁹. Mientras tanto, el comportamiento de las existencias, del consumo público y, en menor medida, de la inversión (cuya reducción en Estados Unidos fue anterior y se debió, fundamentalmente, a la caída de la inversión residencial) ha sido prácticamente similar en las dos regiones.

Una última característica de la reciente crisis la constituyen las implicaciones a largo plazo para el producto potencial. Aunque la incertidumbre en torno a esas estimaciones es considerable, como se afirma en el recuadro, el impacto estimado de la crisis sobre el crecimiento potencial ha sido similar, en promedio, en las dos áreas, donde se han revisado a la baja dichas estimaciones. Además, en correspondencia con patrones anteriores, se estima que el crecimiento del producto potencial sigue siendo más elevado en Estados Unidos que en la zona del euro, un importante factor determinante de las perspectivas de recuperación.

En general las regularidades históricas parecen haberse mantenido, en su mayor parte, durante este ciclo, en cuanto a que: i) la zona del euro ha presentado un retardo con respecto a Estados Unidos (al menos en la fase recesiva); ii) la recesión en Estados Unidos fue más profunda que en la zona del euro (al menos en relación con el creci-

9 Véase R. Baldwin y D. Taglioni, *The great trade collapse and trade imbalances*, noviembre de 2009, disponible en <http://www.voxeu.org>

Patrones de los ciclos macro-económicos en la zona del euro y en Estados Unidos: ¿qué ha sido diferente esta vez?

miento potencial); iii) la recesión estadounidense fue equiparable, aunque con un pequeño desfase, a las recesiones generalizadas observadas en otros países del mundo; y iv) la recesión fue especialmente profunda, ya que coincidió con una crisis financiera. No obstante, conviene examinar con más detalle las cuestiones planteadas inicialmente, relacionadas con el fuerte grado de sincronización durante el ciclo, la profundidad de la recesión en la zona del euro y con la cuestión de si se pueden entender mejor las perspectivas económicas mediante el análisis comparativo de los principales ajustes y fundamentos económicos subyacentes de la zona del euro y de Estados Unidos.

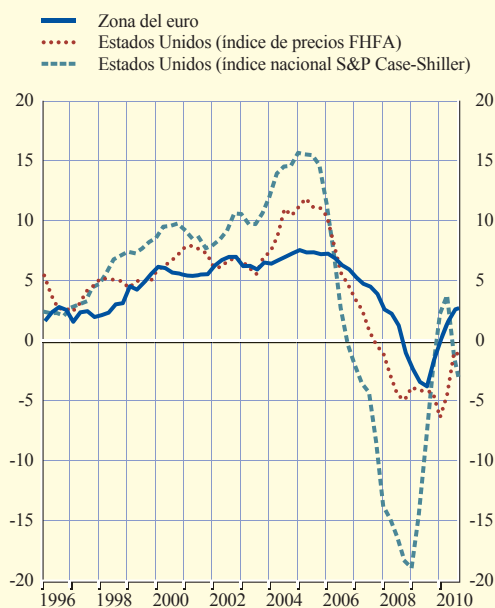
4 EL CARÁCTER DE LAS PERTURBACIONES Y SU TRANSMISIÓN A LA ECONOMÍA REAL Y ENTRE FRONTERAS

Esta sección, que se inicia con el tema de la sincronización, analiza el carácter de la perturbación y su transmisión. La recesión mundial fue provocada por la desaceleración del mercado de la vivienda en Estados Unidos, sobre todo por los problemas relacionados con el segmento de hipotecas basura o *subprime* del mercado hipotecario estadounidense. Si se compara la situación subyacente del mercado de la vivienda en la zona del euro con la de Estados Unidos se observa que el ajuste se inició antes y fue mucho más pronunciado en esta última economía (véase gráfico 7). Si bien se han observado recientemente ciertas señales de estabilización en los precios de la vivienda de la zona del euro, existen indicios, derivados del índice de precios de la vivienda S&P/Case-Shiller, de una nueva contracción en Estados Unidos, tras un período de mejora atribuible principalmente a medidas de estímulo de carácter temporal¹⁰. Estas diferencias en los precios de la vivienda de las dos regiones se reflejan en gran medida en la evolución de la inversión residencial (véase gráfico 8).¹¹

A pesar de que el sector de la vivienda en Estados Unidos ha sido el principal factor determinante de la crisis, el sistema financiero internacional —incluido el de la zona del euro— se encontraba en una situación vulnerable debido, en general, a la

Gráfico 7 Precios de la vivienda

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, Federal Housing Finance Agency y S&P Case-Shiller.

infravaloración del riesgo que había dado lugar a la reducción de los diferenciales crediticios y a elevados niveles de apalancamiento. Las implicaciones para la zona del euro fueron, por tanto, más severas a causa de la revaloración de las primas de riesgo a escala mundial, de lo que podrían haber sido si la perturbación hubiera afectado verdaderamente solo a Estados Unidos¹². La crisis pro-

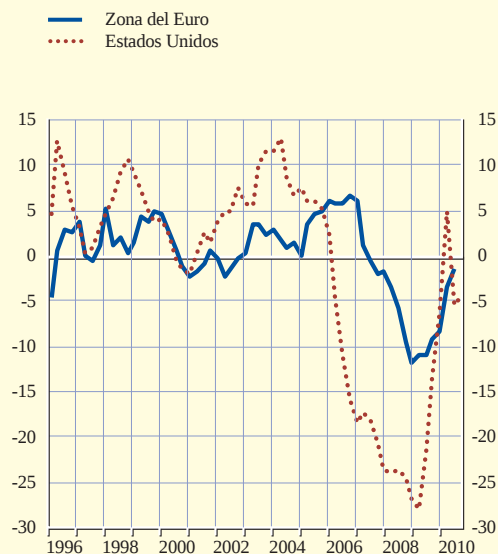
10 Para más detalles relativos al impacto de las iniciativas de apoyo a la vivienda en Estados Unidos sobre la evolución del mercado de la vivienda, véase el recuadro 1, *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, septiembre de 2010.

11 Los fuertes descensos de la inversión residencial podrían estar relacionados con una oferta de viviendas más flexible en Estados Unidos que en la zona del euro, una posible explicación de las divergentes sendas de los precios de la vivienda en las dos regiones, como se expone en P. Hiebert y M. Roma, «Relative house price dynamics across euro area and US cities: convergence or divergence?», *Working Paper Series*, n.º 1206, BCE, Fráncfort del Meno, junio de 2010.

12 S. Verick e I. Islam, «The Great Recession of 2008-2009: Causes, Consequences and Policy Responses», *Discussion Paper Series*, n.º 4934, IZA, Bonn, mayo de 2010. Los autores también argumentan que la crisis de las hipotecas basura o *subprime* en Estados Unidos estuvo en el centro de la crisis, pero que en ningún caso fue la causa. Cuatro factores principales fueron los causantes de la crisis: los desequilibrios por cuenta corriente mundiales; una política monetaria expansiva; la búsqueda de la rentabilidad y una percepción errónea del riesgo; y una regulación financiera laxa.

Gráfico 8 Inversión residencial

(tasas de variación interanual)



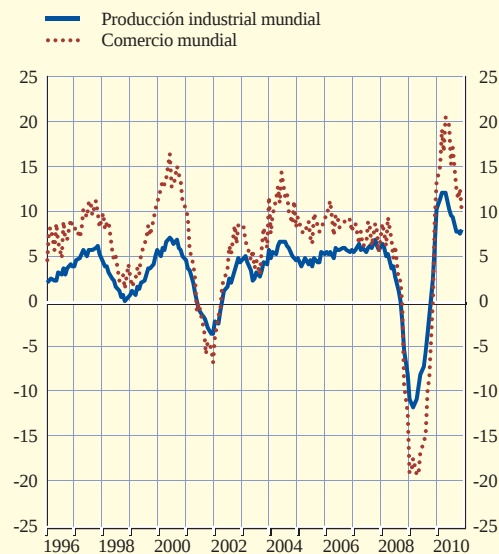
Fuentes: Eurostat y Bureau of Economic Analysis.

vocó finalmente una profunda reducción del valor de todos los tipos de activos. También afectó a los sistemas financieros de los dos economías, donde la transmisión se produjo tanto directamente a través de las grandes pérdidas sufridas por los bancos europeos como consecuencia de los bonos de titulización hipotecaria estadounidenses, como indirectamente a través del aumento generalizado de la aversión al riesgo y del impacto de la crisis en el mercado financiero y en la liquidez interbancaria.

La rápida extensión de la perturbación por todo el sistema financiero generó una incertidumbre generalizada en las economías avanzadas¹³. Debido a esta mayor incertidumbre, la demanda mundial registró un descenso inusualmente sincronizado, en el que se observó una acusada reducción de la adquisición de bienes de consumo duradero y de la inversión, que provocó el colapso del comercio mundial¹⁴. Así pues, la crisis también se transmitió a la economía global a través de la confianza y del comercio. El repentino desplome de la confianza en todo el mundo, junto con las correcciones en los mercados de la vivienda, los ajustes en los balances de los hogares y las dificultades en la finan-

Gráfico 9 Producción industrial y comercio mundiales

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y Bureau of Economic Analysis.

ciación a corto plazo, contribuyeron a una pronunciada caída del consumo de bienes de consumo duradero y de inversión. Ello causó, a su vez, un fuerte contracción de la producción industrial a escala mundial y provocó un ajuste de las existencias, hechos ambos que incidieron notablemente en el comercio internacional (véase gráfico 9).

Habitualmente la zona del euro —al igual que otras economías con un sector manufacturero relativamente grande y un elevado grado de apertura al comercio— se ha visto más afectada por la desaceleración en la industria y en el comercio que

13 Además, la crisis exacerbó los desequilibrios macroeconómicos ya existentes en algunos países de la zona del euro. Efectivamente, dos países están aplicando un programa de ajuste, mientras que se está reformando la gobernanza económica de la zona del euro en su conjunto.

14 En el caso de Estados Unidos, Robert Hall ha argumentado que la importante reducción del PIB real durante la última recesión reflejó un descenso de la inversión, que en su definición más amplia incluye la inversión en capital fijo de las empresas, así como la vivienda y las compras de bienes duraderos por parte de los hogares. Dado que todos los componentes de la inversión dependen de los mercados financieros para su financiación, el crecimiento sufrió especialmente durante la recesión. Véase R. E. Hall, «Why Does the Economy Fall to Pieces after a Financial Crisis?», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 24, n.º 4, otoño de 2010, pp. 3-20.

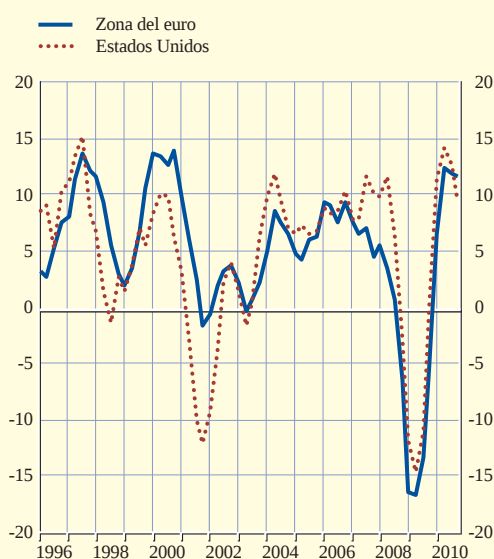
Patrones de los ciclos macro-económicos en la zona del euro y en Estados Unidos: ¿qué ha sido diferente esta vez?

Estados Unidos. La producción industrial, excluida la construcción, representa en torno al 18% del producto total de la zona del euro, frente al 15% de Estados Unidos. Dentro del sector industrial, el impacto en la zona ha sido especialmente acusado (en comparación con Estados Unidos), debido al considerable retroceso registrado en las ventas de automóviles a escala mundial en 2008 y a su posterior repunte, sustentado esto último en los planes de sustitución de automóviles adoptados en varios países¹⁵. Ello ha sido así porque la zona del euro desempeña un papel muy dominante en la industria mundial del automóvil, ya que representa alrededor del 22% de la producción mundial de turismos en 2009, año en el que la producción de Estados Unidos supuso menos del 5%¹⁶.

La evolución de las exportaciones en la zona del euro y en Estados Unidos ha sido relativamente similar en este ciclo económico (véase gráfico 10). Sin embargo, la zona del euro, al estar más abierta al comercio, correspondiéndole a la exportaciones de bienes y servicios casi el 20% del PIB nominal en 2009, frente al 11% del Estados Unidos (véase gráfico 11), se vio afectada de manera más negati-

Gráfico 10 Exportaciones

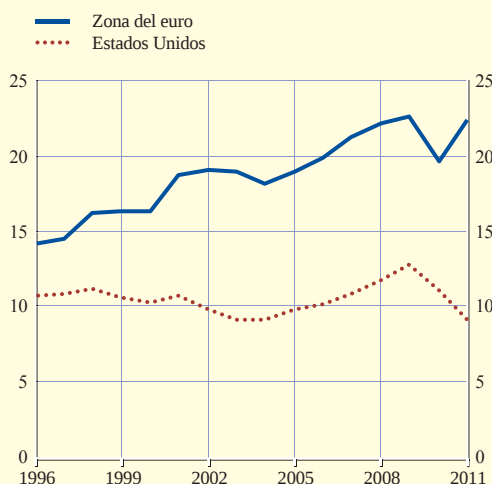
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y Bureau of Economic Analysis.

Gráfico 11 Exportaciones

(exportaciones de bienes y servicios en porcentaje del PIB nominal)



Fuentes: Eurostat y Bureau of Economic Analysis.

va por la contracción del comercio internacional en términos de crecimiento del PIB. Además, es posible que, en este ciclo económico, la composición de las exportaciones por destino geográfico haya beneficiado más a la evolución de las exportaciones de Estados Unidos que a la de la zona del euro. Como se muestra en el cuadro 1, una proporción más elevada de exportaciones estadounidenses se

15 Un análisis más detallado de la evolución del sector del automóvil en la zona del euro y en el mundo se encuentra en el recuadro 5, *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, diciembre de 2010.

16 Estos datos se basan en estadísticas publicadas por la International Organization of Motor Vehicle Manufacturers.

Cuadro 1 Destino geográfico de las exportaciones en 2009

(porcentajes del total de exportaciones)

	Zona del euro	Estados Unidos
Economías avanzadas	76,0	58,1
Países en desarrollo de Asia	4,7	11,6
Oriente Medio	3,1	3,8
Hemisferio occidental	2,2	22,5
Países no industrializados de Europa	10,0	2,1
África	2,9	1,7
Otros	1,0	0,1

Fuente: FMI.

Nota: Los agregados regionales se definen en «Perspectivas de la Economía Mundial» del FMI.

dirige a los países en desarrollo de Asia y al hemisferio occidental, donde la crisis ha tenido una menor incidencia, mientras que la mayor parte de las exportaciones de la zona del euro están destinadas a otras economías avanzadas y a los países no industrializados de Europa, es decir, a las regiones en donde la incidencia de la crisis ha sido mayor.

En conjunto, varios factores explican el elevado grado de sincronización tanto durante la fase de recesión como durante la fase de recuperación. La notable caída del crecimiento durante la recesión queda explicada por el alcance mundial de las vulnerabilidades, junto con el carácter financiero de la crisis y el debilitamiento del sector industrial a escala internacional, que dio lugar a una fuerte contracción del comercio mundial. La dinámica del comercio mundial también parece explicar por qué la actividad en la zona del euro se ha recuperado con más rapidez de lo que habría sugerido el patrón histórico. Las caídas parecen haber sido, en parte, efecto de una pérdida de confianza, de tal modo que a medida que la confianza de empresarios y consumidores ha repuntado en todo el mundo, la recuperación se ha producido con más rapidez al disminuir la incertidumbre, reactivarse las inversiones y las compras pospuestas anteriormente y recuperarse el comercio con más celeridad. Todo ello ha contribuido a la recuperación de la zona del euro.

5 AJUSTES EN EL SECTOR PRIVADO DURANTE LA RECESIÓN Y REACCIONES DE LA POLÍTICA MACROECONÓMICA

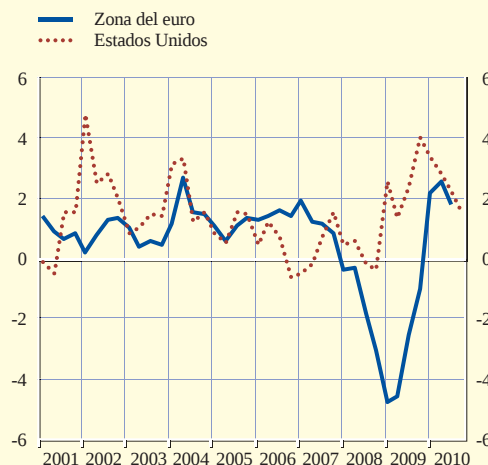
Una característica notable del ciclo económico más reciente ha sido la diferencia en el ajuste a las perturbaciones de las dos economías. En esta sección se examina la reacción del sector empresarial y de los hogares al fuerte descenso de la actividad durante la recesión. Asimismo, se considera cómo las empresas restablecieron su rentabilidad recortando el empleo, se pasa revista a los cambios en la situación de los mercados de trabajo en las dos economías en relación con el pasado y se analiza cómo todo lo anterior afectó al gasto de los hogares. Por último, en esta sección se efectúa un breve

repaso de los ajustes en la política monetaria y fiscal acometidos desde que se inició la recesión.

Aunque las caídas de actividad observadas en Estados Unidos y en la zona del euro durante la recesión fueron de un nivel prácticamente similar, los ajustes efectuados por las empresas en las dos economías con el fin de mantener la rentabilidad fueron muy diferentes. El retroceso de la actividad ejerció presiones sobre los beneficios en ambas economías, pero en Estados Unidos las empresas pudieron proteger mejor sus márgenes (véase gráfico 12). En este país, los márgenes cayeron moderadamente durante las primeras etapas de la recesión, pero posteriormente repuntaron de forma acusada. Por el contrario, las empresas de la zona del euro sufrieron una importante contracción de los márgenes durante la recesión. Estas diferencias se plasmaron, fundamentalmente, en la evolución de los costes laborales unitarios durante y después de la recesión. En Estados Unidos, las empresas se ajustaron con rapidez a la recesión, recortando los costes de forma súbita, de tal modo que los costes laborales unitarios cayeron durante la fase recesiva. En cambio, en la zona del euro los costes laborales unitarios se incrementaron en esta

Gráfico 12 Márgenes (sector empresarial)

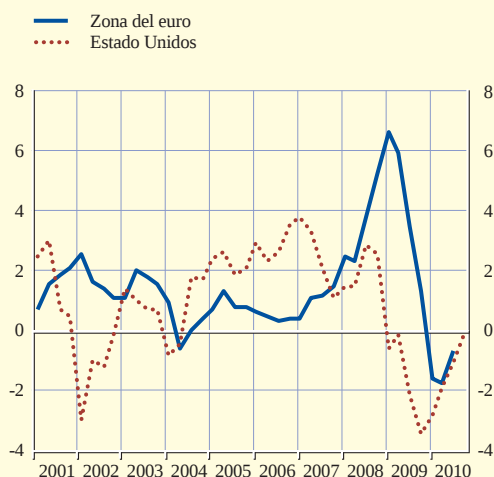
(Deflactor del PIB dividido por los costes laborales unitarios; variaciones interanuales)



Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y Bureau of Labor Statistics.
Nota: El sector empresarial excluye la sanidad, la educación y la administración pública.

Gráfico 13 Costes laborales unitarios (sector empresarial)

(tasas de variación interanual)



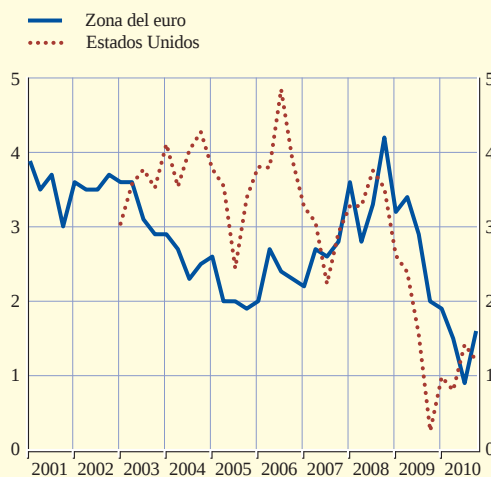
Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y Bureau of Labor Statistics.
 Nota: El sector empresarial excluye la sanidad, la educación y la administración pública.

fase y únicamente comenzaron a retroceder a partir de principio de 2010 (véase gráfico 13).

Una característica de la evolución más favorable de los costes laborales unitarios en Estados Unidos fue la mayor moderación salarial. Cuando se inició la recesión en Estados Unidos en diciembre de 2007, la inercia salarial inicial supuso que la tasa de crecimiento de los costes medios por hora siguiera aumentando hasta mediados de 2008, pero se redujo de forma acusada con posterioridad. En la zona del euro, por el contrario, las mayores rigideces salariales dieron lugar a que el crecimiento de los salarios mantuviera un ritmo más fuerte: el crecimiento de los costes laborales por hora continuó siendo más sólido y fue del 4%, en tasa interanual, en el último trimestre de 2008 (véase gráfico 14). El crecimiento salarial por hora también se vio impulsado por el uso extensivo de la organización flexible de la jornada laboral, sobre todo en Alemania, por la cual a los empleados se les permitió trabajar menos horas en épocas de menor demanda sin que este hecho afectara al total de su remuneración anual. Además, los programas públicos de sostenimiento del empleo también permitieron a las empresas redu-

Gráfico 14 Costes laborales por hora

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y Bureau of Labor Statistics.

cir las horas trabajadas por sus empleados, mientras que los Gobiernos nacionales complementaban el salario total de los empleados. Ambas políticas reforzaron automáticamente los costes laborales por hora mediante la reducción de las horas trabajadas, pero amortiguaron el impacto sobre la remuneración. En contraste, los programas de compensación de la reducción del tiempo de trabajo en Estados Unidos solo han tenido un impacto marginal sobre los salarios por hora. En primer lugar, el uso de estos programas en Estados Unidos fue más limitado: la participación sólo ascendió al 0,5% de la población activa, frente, por ejemplo, al 3,4% de la población activa en Alemania y a más del 4% en Italia¹⁷. En segundo lugar, la reducción de las horas trabajadas en virtud de estos programas también supuso una disminución proporcional de la paga semanal en Estados Unidos, que solo se vio compensada en parte por las indemnizaciones por desempleo.

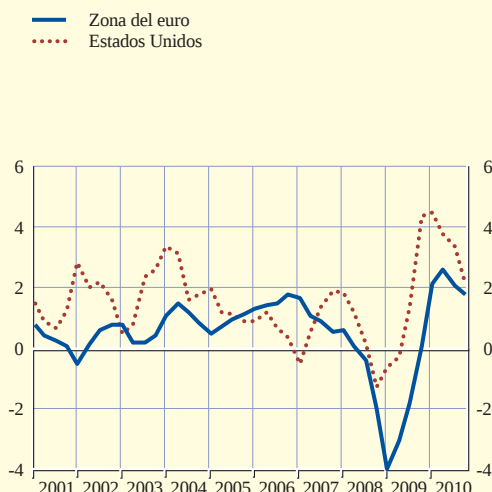
El otro elemento clave de la pronunciada reducción de los costes laborales unitarios en Estados

17 Véase «Unemployment dynamics during recessions and recoveries: Okun's law and beyond», *Perspectivas de la Economía Mundial*, capítulo 3, FMI, Washington, DC, abril de 2010.

Patrones de los ciclos macro-económicos en la zona del euro y en Estados Unidos: ¿qué ha sido diferente esta vez?

Gráfico 15 Productividad

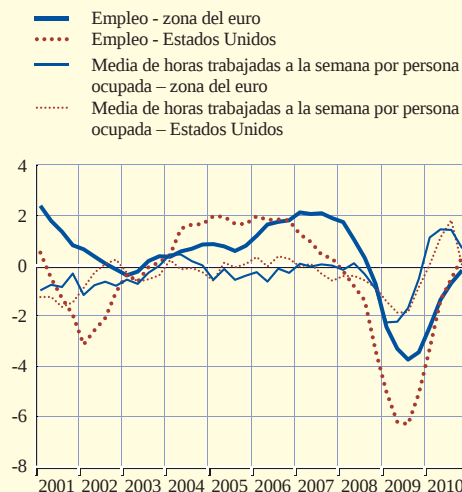
(producto por persona ocupada; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y Bureau of Labor Statistics.

Gráfico 16 Empleo y horas trabajadas

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y Bureau of Labor Statistics.

Unidos durante la recesión fue el fuerte repunte de la productividad (véase gráfico 15). Por el contrario, en la zona del euro la productividad cayó significativamente durante la recesión. El impulso de la productividad en Estados Unidos provino del marcado descenso del empleo. En este país se observó durante la recesión una mayor reducción del factor trabajo total en términos de horas trabajadas (véase gráfico 16). La mayor parte de esta reducción se debió al descenso del número de personas ocupadas, aunque también se observó un cierto retroceso del promedio de horas trabajadas. En la zona del euro, aunque las horas per cápita cayeron en una cuantía similar, la respuesta del empleo fue mucho más moderada.

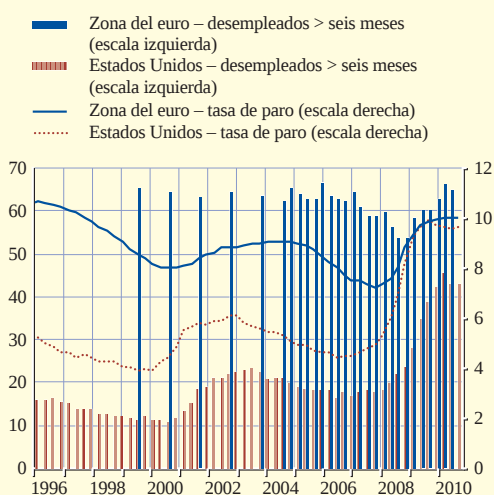
Un motivo importante de las diferencias en el ajuste del empleo entre la zona del euro y Estados Unidos parece ser el uso tan extensivo de planes de reducción de las horas trabajadas en distintos países de la zona del euro para sostener el empleo, motivado, en parte, por el deseo de las empresas de evitar pérdidas de capital humano especializado durante una crisis que se consideraba temporal. Esto se plasma en las diferencias existentes entre la evolución del empleo y del total de horas traba-

jadas en la zona del euro y en Estados Unidos ante una variación dada del PIB (o la elasticidad del factor trabajo al producto), en comparación con ciclos económicos anteriores. En Estados Unidos, esta elasticidad parece haberse correspondido, en líneas generales, con patrones históricos, mientras que en la zona del euro fue comparable, en general, con recesiones anteriores en el caso del total de horas trabajadas, pero fue más baja para el empleo, lo que indica que el empleo en la zona del euro se mantuvo inusualmente bien durante esta recesión.

Las distintas respuestas de la zona del euro y de Estados Unidos podrían haber reflejado, en parte, diferencias en el carácter de las perturbaciones observadas en las dos economías. Estados Unidos experimentó una pronunciada caída de los precios de la vivienda, junto con una crisis financiera sistémica. Las empresas parece que consideraron que la desaceleración era una perturbación estructural y ajustaron considerablemente el factor trabajo. Por el contrario, en la zona del euro en su conjunto —pese a la situación de algunos países concretos— el mercado de la vivienda se vio menos afectado y los balances de los hogares, menos ten-

Gráfico 17 Desempleo y paro de larga duración

(escala derecha: porcentajes de la población activa; escala izquierda: porcentajes de desempleados)



Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y Bureau of Labor Statistics.

sionados: la recesión reflejó en mayor medida el descenso de la demanda exterior y una fuerte, y tal vez excesiva, disminución de la confianza a escala mundial, que era más probable que condujera a una caída temporal de la demanda¹⁸.

Estos cambios han dado lugar a marcados aumentos del desempleo en ambas economías (véase gráfico 17). Sin embargo, destaca la notable subida de la tasa de paro en Estados Unidos en relación con ciclos económicos anteriores. Además, esta recesión ha contemplado un incremento excepcionalmente pronunciado del paro de larga duración en Estados Unidos (mostrado en el gráfico 17 mediante la proporción de parados que han estado sin trabajo durante más de seis meses). La subida del paro en Estados Unidos es reflejo, en parte, de las características de este ciclo —la duración y la profundidad de la recesión y la recuperación relativamente moderada hasta el momento—. Sin embargo, cabe también la posibilidad de que los factores estructurales hayan desempeñado un cierto papel¹⁹. En primer lugar, los cambios sectoriales, impulsados por las reducciones de plantilla en algunos sectores, como la construcción, la fabricación de automóviles y los servicios financie-

ros, podrían haber producido un desajuste entre las cualificaciones ofertadas y las demandadas que ha hecho más difícil que algunos colectivos de parados encuentren trabajo²⁰. En segundo lugar, la elevada incidencia de viviendas con valor negativo podría haber reducido la movilidad laboral²¹. Por último, la mayor duración de las prestaciones por desempleo podría haber contribuido también al aumento del desempleo de larga duración²².

En cuanto al sector hogares, la débil situación del mercado de trabajo afectó al gasto de los hogares en ambas economías. El consumo privado ha sido relativamente moderado durante este ciclo, en relación con el pasado. El gráfico 18, en el que se compara la evolución del consumo durante la reciente recesión y recuperación con el comportamiento medio en ciclos anteriores, sugiere una diferencia especialmente reseñable en Estados Unidos: el consumo cayó durante la recesión mucho más que en ciclos anteriores. Además, y hasta el momento, durante la fase de recuperación el gasto de los hogares en Estados Unidos ha estado bastante contenido.

El otro importante factor que ha caracterizado al sector hogares en Estados Unidos durante este ciclo ha sido la necesidad de efectuar un ajuste de los balances de mayor calado. Antes de la recesión, los niveles de endeudamiento de las familias se situaban en niveles históricamente elevados en ambas

18 El FMI observa que la respuesta del desempleo a cambios en la producción es mayor tras recesiones asociadas a crisis financieras, a importantes caídas de los precios de la vivienda y a otras perturbaciones sectoriales. Véase «Unemployment dynamics during recessions and recoveries: Okun's law and beyond», *Perspectivas de la Economía Mundial*, capítulo 3, FMI, Washington, DC, abril de 2010.

19 Véase también J. Weidner y J. C. Williams, «What is the new normal unemployment rate?», *Economic Letter* 2011-05, Federal Reserve Bank of San Francisco, 14 de febrero de 2011.

20 En apoyo de esta opinión, véase P. Chehal, P. Loungani y B. Trehan, «Stock-market-based measures of sectoral shocks and the unemployment rate», *Economic Letter* 2010-23, Banco de la Reserva Federal de San Francisco, 2 de agosto de 2010.

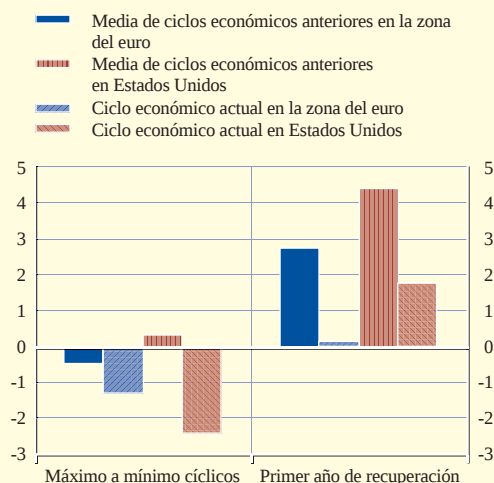
21 Según F. Ferreira, J. Gyourko y J. Tracy, «Housing busts and household mobility», *Working Paper Series*, n.º 14310, NBER, septiembre de 2008, la movilidad de los hogares en Estados Unidos es casi un 50% más baja en el caso de los propietarios cuyas viviendas tienen un valor negativo.

22 Véase, por ejemplo, R. Valletta y K. Kuang, «Extended unemployment and UI benefits», *Economic Letter* 2010-12, Banco de la Reserva Federal de San Francisco, 19 de abril de 2010.

Patrones de los ciclos macroeconómicos en la zona del euro y en Estados Unidos: ¿qué ha sido diferente esta vez?

Gráfico 18 Consumo privado durante las recesiones y recuperaciones

(tasas de variación interanual)



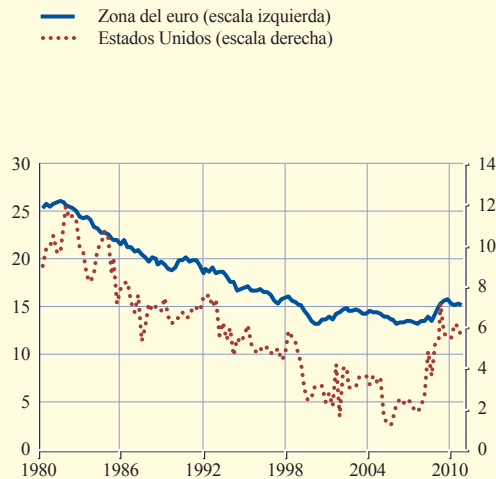
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE, y Bureau of Economic Analysis.

economías, aunque el aumento del endeudamiento fue especialmente acusado en Estados Unidos en los años anteriores a 2007. Los altos niveles de endeudamiento, junto con las importantes caídas observadas en los precios de los activos —tanto de los inmobiliarios como en los financieros—, han generado sustanciales reducciones en la riqueza neta de Estados Unidos. Estas caídas, sumadas a la intensificación de la incertidumbre relativa a las perspectivas económicas, parecen constituir un importante factor que contribuye al incremento del ahorro de los hogares en Estados Unidos (véase gráfico 19), reflejando la necesidad de las familias de sanear sus balances. Ello ha tenido como resultado un repunte de aproximadamente 4 puntos porcentuales en la tasa de ahorro de Estados Unidos desde que se inició la recesión, un aumento mayor que el observado en la zona del euro.

Por último, las respuestas de política económica ante la recesión también han sido ligeramente diferentes en la zona del euro y en Estados Unidos, debido en parte a la distinta naturaleza y manifestación temporal de la desaceleración en las dos regiones. Tanto la Reserva Federal como el BCE adoptaron significativas medidas de estímulo mo-

Gráfico 19 Tasa de ahorro de los hogares

(en porcentaje de la renta disponible de los hogares)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE, y Bureau of Economic Analysis.

netario. Se redujeron los tipos de interés (véase gráfico 20) y ambos bancos centrales ampliaron rápidamente sus balances. En Estados Unidos se observa actualmente una nueva relajación monetaria, mientras que el BCE, aunque mantiene su

Gráfico 20 Tipos de interés oficiales de los bancos centrales

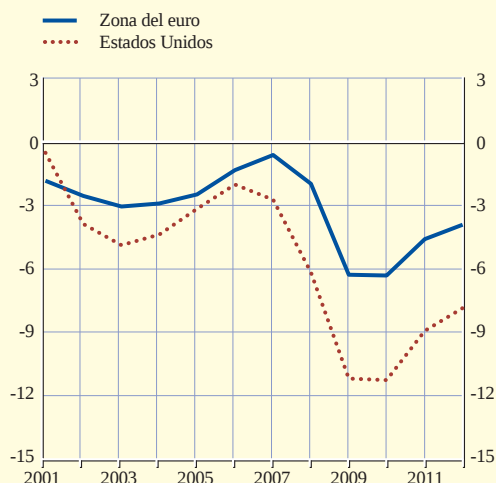
(porcentajes)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE, y Bureau of Economic Analysis.

Gráfico 21 Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Comisión Europea, noviembre de 2010.
 Nota: Las cifras para 2011 y 2012 son previsiones.

política de operaciones de mercado abierto con adjudicación plena y algunas otras medidas no convencionales, ha incrementado recientemente los tipos de interés.

En lo que se refiere a las políticas fiscales, ambos Gobiernos arrojaron mayores déficits durante la recesión (véase gráfico 21). Sin embargo, los déficits públicos en Estados Unidos han sido más abultados que en el conjunto de la zona del euro, a pesar de que se ha observado una considerable heterogeneidad en la situación de las finanzas públicas de los distintos países de la zona. Durante la recesión, el aumento de la ratio de déficit total entre 2007 y 2009 fue de 8,4 puntos porcentuales en Estados Unidos, frente a 5,6 puntos porcentuales en la zona del euro²³. Ello ha significado un marcado incremento de los niveles de endeudamiento público. Así, en 2008 la deuda bruta de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de Estados Unidos superó la de la zona del euro. Desde que terminara la recesión, los Gobiernos de las dos economías han realizado algunos esfuerzos de consolidación fiscal. Sin embargo, se ha avanzado más en este aspecto en la zona del euro, ya que la crisis de la deuda soberana ha requerido la adopción de planes de consolidación especial-

mente enérgicos en algunos países de la zona. Según la Comisión Europea, se prevé que el déficit agregado de la zona del euro se sitúe justo por debajo del 4% en 2011, mientras que se vaticina que el déficit de Estados Unidos esté próximo al 8%. El hecho de que los déficits estadounidenses sigan siendo elevados pone de manifiesto la evolución más favorable de la senda de deuda de la zona del euro en su conjunto, frente a Estados Unidos, y apunta a una necesidad significativa de efectuar esfuerzos de consolidación en este país.

6 CONCLUSIONES

En general, una serie de factores parecen haber determinado el elevado grado de sincronización y la profundidad de la recesión a ambas orillas del Atlántico. Aunque la recesión mundial fue provocada por la desaceleración en el mercado de la vivienda de Estados Unidos, la vulnerabilidad del sistema financiero mundial fue más general, debido principalmente a la infravaloración del riesgo que había causado el estrechamiento de los diferenciales de crédito y la acumulación de elevados niveles de apalancamiento. El punto de partida común de la crisis estuvo en los mercados financieros mundiales, como consecuencia de las estrechas interconexiones y de la simultánea, generalizada y acusada reevaluación general del riesgo. Este hecho se sumó a la intensa desaceleración del comercio y a la reducción de la inversión y del consumo a escala mundial. Estos factores, unidos al mayor grado de apertura y a la mayor proporción de producción manufacturera de la zona del euro, también ayudan a explicar por qué la zona se vio tan afectada por una perturbación que había tenido su origen en el mercado de la vivienda de Estados Unidos.

23 En Estados Unidos, las políticas fiscales expansivas a escala federal se vieron contrarrestadas en ocasiones por políticas a nivel estatal o local, que, durante la recesión, fueron contractivas, como consecuencia de la respuesta procíclica inducida por los requisitos de contar con un presupuesto equilibrado. Según G. Follette y B. Lutz, «Fiscal policy in the United States: automatic stabilizers, discretionary fiscal policy actions, and the economy», *Finance and Economics Discussion Series*, Reserva Federal, 2010-43, los efectos conjuntos de los presupuestos locales, estatales, así como el federal, sobre la demanda agregada fueron expansivos en 2008 y 2009.

Patrones de los ciclos macroeconómicos en la zona del euro y en Estados Unidos: ¿qué ha sido diferente esta vez?

No obstante, aunque la profundidad y la gravedad de esta recesión destacan en cierta medida frente a recesiones anteriores, la correlación observada durante este ciclo económico entre Estados Unidos y la zona del euro ha sido bastante similar a la que muestra la experiencia histórica. En su mayor parte, las regularidades históricas parecen haberse mantenido en este ciclo en cuanto a que: i) la zona del euro ha presentado un retardo con respecto a Estados Unidos (al menos en la fase recesiva); ii) la recesión en Estados Unidos fue más profunda que en la zona del euro (al menos en relación con el crecimiento medio); iii) la recesión estadounidense fue equiparable, aunque con un pequeño desfase, a las recesiones generalizadas observadas en los países avanzados; y iv) la recesión fue especialmente profunda, ya que coincidió con una crisis financiera y con el desapalancamiento asociado de los balances.

Entonces, la pregunta fundamental es la siguiente: ¿se prevé que los patrones históricos se mantengan en la fase de recuperación? ¿Se recuperará Estados Unidos de manera tan intensa como en ciclos económicos anteriores, con la zona del euro a la zaga de esta recuperación? Hasta el momento, se han observado en ambas economías recuperaciones relativamente moderadas —al menos en comparación con ciclos anteriores—. Si bien las señales de un repunte cíclico han pasado a ser más intensas, los determinantes esenciales de la evolución futura son también los fundamentos económicos subyacentes de las dos economías y el grado en el que los factores estructurales pueden frenar la recuperación del crecimiento del PIB.

Como se comentó anteriormente, las cifras similares correspondientes al PIB han ocultado ajustes y fundamentos económicos ligeramente diferentes en ambas economías. En Estados Unidos se observó una recuperación más rápida y acusada de la rentabilidad empresarial impulsada por una reducción de costes y una mejora de la productividad. Sin embargo, esta recuperación de la rentabilidad empresarial ha tenido lugar a costa de un desempleo mucho más elevado, parte del cual podría llegar a convertirse en desempleo estructural. Mien-

tras tanto, el sector hogares en Estados Unidos también ha emprendido un ajuste significativo mediante el desapalancamiento y el aumento de la tasa de ahorro. En este sentido, un factor fundamental para las perspectivas económicas radica en el grado en el que las familias estadounidenses acometerán en el corto plazo un nuevo desapalancamiento y más ajustes en el ahorro. En este sentido, el mercado de la vivienda podría ejercer una presión especial. Los últimos datos relativos a los precios de la vivienda en Estados Unidos señalan un nuevo deterioro, que podría estar relacionado con la retirada de algunas de las medidas públicas adoptadas en apoyo del mercado de la vivienda. A pesar de los recientes aumentos observados en el consumo privado, la presión conjunta del constante deterioro del mercado de la vivienda y la debilidad continua del mercado de trabajo podría ejercer más presiones a la baja sobre el gasto de los hogares estadounidenses en el corto plazo.

Por otra parte, podrían registrarse acontecimientos que perjudicaran a la recuperación de la zona del euro en relación con Estados Unidos. Se estima que Estados Unidos tiene una tasa de crecimiento potencial más elevada que la zona del euro, debido a una evolución demográfica más favorable y a un crecimiento de la productividad más elevado. Este hecho mantendría el diferencial entre la tasa de crecimiento del PIB de Estados Unidos y la de la zona del euro. Además, persisten desequilibrios en algunas partes de la zona que han de resolverse, lo que podría suponer la moderación de las perspectivas de crecimiento en algunos países en la fase de transición.

Por último, cabe recordar que ambas economías se enfrentan a situaciones fiscales, que —si no se abordan— pueden generar efectos de retroalimentación que afectarían a la economía real. Aunque en la zona del euro ya se ha iniciado el proceso de consolidación fiscal, se prevé que el proceso de equilibrar el presupuesto dure varios años. Por otra parte, y de cara al futuro, la continua expansión fiscal de Estados Unidos supone una carga aún mayor sobre la economía estadounidense.