

Situación Global

Servicio de Estudios

Julio 2003



EE.UU.: ¿inversión o inmersión?

UEM: poco motor y mucho freno

Unos tipos más de fiar

Euro: calma tras la tempestad

¿Qué desaceleración conduciría a la deflación?

¿Un ajuste corriente en EE.UU.?

Índice

Fecha de cierre: 16 de julio de 2003

1 Valoración Global	1
Recuadro: "Un indicador del riesgo económico descontado por los mercados"	3
2 Estados Unidos	4
Recuadro: "EE.UU.: ¿una política monetaria "no convencional"?"	8
3 Unión Europea	9
Recuadro: "Alemania: ¿deflación de entrada?"	13
Recuadro: "Inversión pública y consolidación fiscal"	14
Reino Unido	15
4 Asia	16
5 América Latina	18
6 Mercado	
Tipos de interés	19
Tipos de cambio	21
Materias primas	23
Recuadro: "EE.UU.: ¿qué nos está diciendo la curva de deuda?"	24
7 Artículos	
¿Qué desaceleración conduciría a EE.UU. a la deflación?	25
EE.UU.: ¿un ajuste corriente?	29
Resumen de previsiones	

Han elaborado esta publicación:

David Taguas

Mayte Ledo 34 91 374 40 75
 Sonsoles Castillo 34 91 374 44 32
 José Félix Izquierdo 34 91 374 42 00
 Montserrat Martínez 34 91 374 39 98
 Elena Nieto 34 91 537 37 76
 Xavier Torres 34 91 537 76 93

teresa.ledo@grupobbva.com
 s.castillo@grupobbva.com
 jfelix.izquierd@grupobbva.com
 montse.martinez@grupobbva.com
 enieto@grupobbva.com
 vj.torres@grupobbva.com

Con la colaboración de:

Javier Santiso 34 91 374 77 87
 Jorge Blázquez 34 91 374 31 22
 Rafael Doménech

javier.santiso@grupobbva.com
 jorge.blazquez@grupobbva.com
 rafael.domenech@uv.es

1. Valoración global

Políticas más líquidas

Transcurrida la primera mitad de 2003, las señales de recuperación económica siguen sin ser claras en las principales economías. Una situación que se repite en los últimos dos años y medio, si bien es cierto que durante este periodo algunos factores han aumentado puntualmente la incertidumbre y han servido, en diversas ocasiones, para justificar el retraso en las expectativas de crecimiento. Los atentados terroristas del 11 de septiembre, o los sucesivos escándalos empresariales son un buen ejemplo de ello. Actualmente, uno de estos factores, la incertidumbre geopolítica, se ha superado, aunque otros, como la posibilidad de que un choque de demanda negativo conduzca a una situación de recesión-deflación, siguen presentes. Además, los tipos de interés se han situado en mínimos desde, al menos, los años sesenta, con nuevos descensos de los tipos de interés oficiales en EE.UU. y en la UEM. Las políticas fiscales han mantenido un tono relajado en EE.UU., con la aprobación definitiva del plan fiscal del Presidente, mientras Europa, con las restricciones impuestas por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, está tratando de abordar reformas para reducir el gasto público actual y futuro que han chocado con una notable oposición social. A pesar de estos factores de soporte de la actividad, la recuperación de la confianza de los agentes económicos se está produciendo más lentamente de lo esperado y las expectativas de una recuperación significativa de la economía van siendo sustituidas por la previsión de que el crecimiento se mantendrá débil en los próximos trimestres. En EE.UU. la expansión fiscal y a la depreciación del dólar deben hacer esperar un repunte, cuya magnitud y duración están en cuestión.

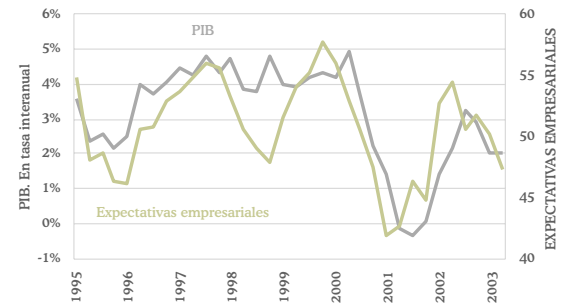
Ante las escasas señales de reactivación económica, los bancos centrales y las autoridades fiscales tratan de sostener las expectativas de los agentes económicos para evitar que un nuevo choque de demanda negativo complique aún más la situación. Pero en este proceso, los márgenes de maniobra de las políticas se van agotando.

Un caso claro es el de la política monetaria en EE.UU. Sus tipos de interés, tras descender un cuarto de punto en junio, se han situado en el 1%, muy cerca de niveles que podrían hacer peligrar la estabilidad del sistema financiero¹. Por ello, la Reserva Federal parece dispuesta a abordar medidas de política monetaria "no convencionales" (véase recuadro: "EE.UU.: ¿una política monetaria "no convencional"?"). Una de las posibilidades es la compra de deuda pública, lo que presionaría a la baja las rentabilidades de largo plazo en la economía, favoreciendo el consumo y la inversión. De hecho, una lección de la experiencia japonesa en los años noventa es que para evitar el estancamiento de la actividad y mantener la salud del sistema financiero no basta con bajar los tipos cortos, sino que también es necesario que la curva de deuda no muestre una pendiente excesiva. Las presiones al alza sobre los tipos de interés de largo plazo derivan de la expansión fiscal, a medio plazo, y de algunos datos económicos que puntualmente transmiten optimismo sobre la recuperación. Sin embargo, el temor a la deflación y la posibilidad de que se realicen compras de deuda por parte de la Reserva Federal están actuando como factores compensadores de esas presiones.

En este contexto, aumentan también los precios bursátiles, apoyados en las políticas de expansión monetaria. Si el riesgo de deflación domina en el mercado, los tipos de interés seguirán bajos en todos los

¹ Algunos autores estiman que 0,75% es el límite por debajo del cual los fondos monetarios podrían tener pérdidas. Véase, por ejemplo, Logan y Denison (2003): "Unconventional monetary policy on the horizon", Dresdner Kleinwort Wasserstein Research.

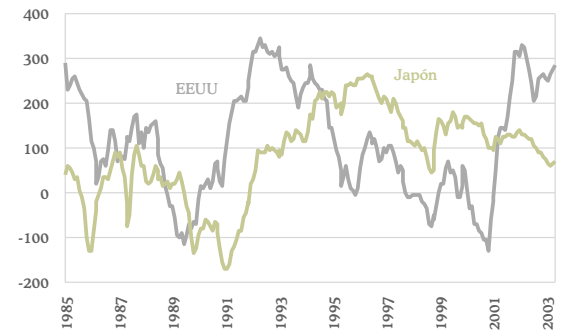
Gráfico 1.1.
EE.UU. Crecimiento y expectativas empresariales



Fuente: ISM y BEA

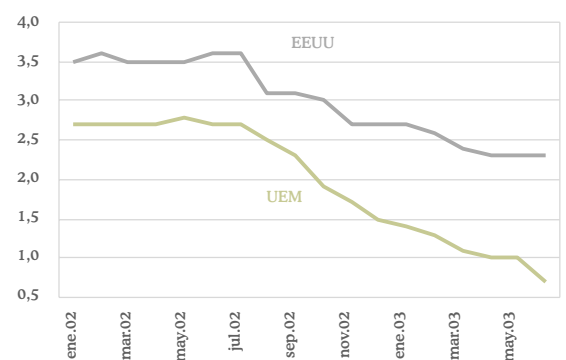
Gráfico 1.2.
Pendientes de las curvas de deuda (10 años-3 meses)

En puntos básicos



Fuente: Reserva Federal y Banco de Japón

Gráfico 1.3.
Previsiones de crecimiento para 2003 según el Consensus Forecast



Fuente: Consensus Forecast

Cuadro 1.1. Crecimiento del PIB

En tasa interanual

	2002	2003	2004
OCDE	1,8	1,6	2,3
EEUU	2,4	2,0	3,0
UEM	0,8	0,5	1,5
RU	1,9	1,7	2,4
Japón	0,1	1,0	1,0
Países en desarrollo	4,4	4,5	5,4
América Latina	-0,6	1,4	3,4
Países en transición	4,0	4,0	4,1
MUNDIAL	2,9	2,8	3,6

Fuente: FMI y BBVA

Cuadro 1.2. Inflación

En tasa interanual

	2002	2003	2004
OCDE	1,6	2,0	1,7
EEUU	1,6	2,4	1,8
UEM	2,2	2,0	1,8
RU	2,2	2,7	2,5
Japón	-0,9	-0,5	-0,4
Países en desarrollo	5,4	6,0	5,3
América Latina	9,3	11,2	8,1
Países en transición	11,1	9,5	7,4
MUNDIAL	3,5	3,9	3,3

Fuente: FMI y BBVA

plazos de la curva en los próximos meses. De hecho, actualmente, los mercados de futuros sobre tipos de interés, siguen descontando una probabilidad significativa para este escenario. Ahora bien, si finalmente ese riesgo no fuera tan importante y las señales de reactivación económica fuesen claras, podría haber una corrección al alza de las rentabilidades. La evolución bursátil habría actuado como un indicador adelantado de la recuperación. Según esto, el valor máximo de los bonos visto en la primavera no estuvo justificado por los fundamentos, sino que el comportamiento de la Reserva Federal condujo a nuevas "burbujas".

Economías menos sólidas

¿Cuál es el escenario macroeconómico previsto para los próximos trimestres? La recuperación de la actividad mundial seguirá dependiendo crucialmente del comportamiento de EE.UU. Los reducidos tipos de interés, la expansión fiscal y la depreciación del dólar, más importante de lo que se esperaba, servirán de apoyo al crecimiento de esta economía, que podría alcanzar en los próximos trimestres cifras en torno al 3%. Esto es, mientras se espera la reactivación de la inversión, un proceso que se está revelando más costoso de lo que se pensaba, las autoridades económicas se están esforzando por sostener el consumo y por favorecer las exportaciones.

Pero en el medio plazo, la economía seguirá encontrando algunas restricciones importantes para relanzar su actividad de forma sólida. La principal limitación es la escasez de ahorro nacional, derivada de que, en un entorno de desaceleración, el ahorro privado apenas ha aumentado desde los mínimos de los últimos años y el ahorro público ha descendido significativamente, como consecuencia de la expansión fiscal. Ello hace que la economía haya aumentado su dependencia del ahorro externo, ampliando el déficit de su balanza por cuenta corriente. Los niveles de déficit superan ya el 5% en términos del PIB, lo que constituye un factor de riesgo, no sólo para EE.UU., sino también para el resto del mundo. Su corrección podría producirse en los próximos años y debería evitarse que lo haga de forma brusca (véase el artículo: "EE.UU.: ¿un ajuste corriente?"). Ello hace preciso un crecimiento moderado de EE.UU. y una depreciación adicional del dólar, si bien esta última tiene límites dada la situación de las economías europea y japonesa.

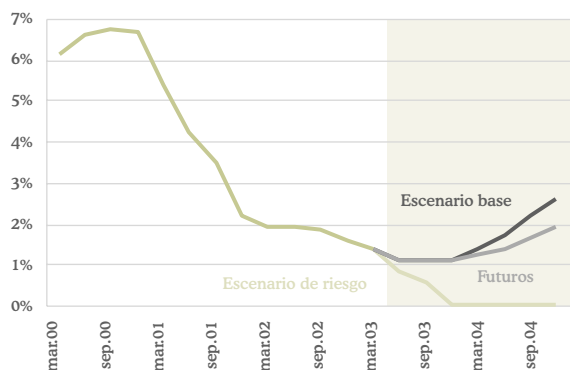
En definitiva, difícilmente la economía estadounidense entrará en una zona en la que los crecimientos superen significativamente su tendencia de largo plazo. Ahora bien, salvo nuevos choques de demanda negativos, no es previsible que el componente cíclico de la actividad se haga más negativo, evitándose así uno de los factores que podrían conducir a elevar la probabilidad de deflación.

En Europa, continúa decepcionando el reducido crecimiento de la actividad. De hecho, en 2003, se situará en el 0,5%, la cuarta parte del que se espera en EE.UU., y la revisión a la baja de sus expectativas de actividad está siendo más importante incluso que la observada para la economía estadounidense en los últimos meses. Lo cierto es que junto a los choques negativos, como la sobreinversión en tecnología o las pérdidas derivadas de las inversiones en EE.UU., la recuperación económica se ve frenada por la apreciación del euro y no encuentra mucho apoyo en las políticas de demanda. El crecimiento en 2004 se situará en el 1,5%, siempre que mejore el entorno económico internacional y se recupere la confianza de consumidores y empresarios.

Por tanto, en un entorno de crecimiento moderado, los tipos de interés a corto plazo se mantendrán en mínimos hasta finales de este año, con un nuevo descenso de los tipos oficiales europeos tras el verano. En 2004, las subidas de tipos serán muy moderadas y tendrán como objetivo corregir parte del elevado volumen de liquidez actual.

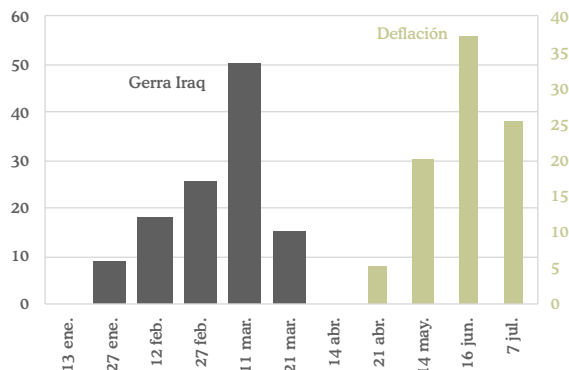
Un indicador del riesgo económico descontado por los mercados

EE.UU. Tipos de interés a tres meses previstos



Fuente: Reuters y BBVA

Indicador de riesgo económico en los mercados



Fuente: BBVA

Los precios de los activos financieros reaccionan rápidamente a cambios en las expectativas de los agentes económicos sobre la actividad y la inflación. Esto es, responden al escenario económico que los inversores consideran como más probable, pero también incorporan información sobre el escenario de riesgo que en cada momento se está considerando. Ello es especialmente relevante en un contexto de incertidumbres como el que se ha vivido desde 2000, que ha generado una significativa volatilidad en las cotizaciones de los activos financieros. Pese a que el escenario base de la mayoría de los analistas apunta hacia una recuperación de la actividad económica, los tipos de interés que cotizan en el mercado se sitúan por debajo de los que corresponderían a esta expectativa, incorporando así las incertidumbres sobre la recuperación. De esta forma, si fuera posible identificar en cada momento la probabilidad que el mercado está asignando al escenario de riesgo, se obtendría un indicador del recorrido adicional al alza o la baja que podrían tener los precios en caso de que las incertidumbres se despejaran o se acentuaran. Con este objetivo, se ha construido un indicador del riesgo económico descontado por los mercados.

Para construir este indicador, se han seguido diversos pasos. En primer lugar, es necesario tomar un mercado financiero como referencia. En este caso se utiliza el mercado de futuros sobre tipos de interés de corto plazo de la economía estadounidense, que muestra tener una notable flexibilidad para recoger las expectativas sobre la actividad y la inflación de los agentes económicos. En particular, se consideran los contratos de vencimiento a un horizonte de 9 a 12 meses desde la fecha en la que se estima la probabilidad, horizonte que se considera razonable.

En segundo lugar, se identifica el escenario base previsto para la economía y se estima el nivel de los tipos de interés de corto plazo que corresponden a este escenario. En el caso particular de EE.UU., el consenso de economistas¹ espera una recuperación paulatina de la actividad, de forma que tras crecer ligeramente por encima del 2% en 2003, la economía alcance tasas del 3,6% en 2004. Para la inflación, tras el repunte de comienzos de 2003, ligado al aumento del precio del petróleo, se espera una estabilización de esta tasa en torno al 2%. Dado este escenario, mediante la utilización de una regla de Taylor, se estima que los tipos de interés deberían situarse a comienzos del próximo año en el 1,5% e ir ascendiendo hacia el 2,1% en el segundo trimestre.

En tercer lugar, es preciso identificar el escenario de riesgo que domina en cada momento y estimar nuevamente los tipos de interés que serían los adecuados si este escenario se materializase. En los primeros meses de 2003, la incertidumbre geopolítica fue la que centró el interés de los mercados. Aunque estaba en cuestión la duración y la dimensión del conflicto bélico entre EE.UU. e Iraq, se asumía que el escenario de riesgo estaba caracterizado por una ralentización del crecimiento y por un aumento de las tensiones inflacionistas. Sin embargo, desde abril, se ha producido un cambio en el escenario de riesgo. La deflación es la incertidumbre que domina en el mercado. En particular, se asume que el escenario que el mercado identifica como deflacionista es tal que la inflación se iría reduciendo hacia el 1%, en un contexto de desaceleración de la actividad, similar al observado a comienzos de los años noventa. Con ello, los tipos de interés estimados con una regla monetaria serían nulos² al comenzar el año 2004. Para alcanzar una tasa de inflación negativa se requiere un choque de demanda negativo de mayor intensidad, que condujera a una desaceleración similar a la observada a comienzos de los ochenta (véase el artículo "¿Qué desaceleración conduciría a EE.UU. a la deflación?"). Pero este escenario más agresivo únicamente afectaría a la velocidad con la que se alcanzarían los tipos nulos.

Identificados y caracterizados estos escenarios, el siguiente paso en la construcción del indicador de riesgo es estimar la probabilidad de cada uno de los escenarios que subyace en las cotizaciones actuales de los mercados de futuros, utilizando para ello la siguiente expresión:

$$i_t^f = p_t i_t^r + (1-p_t) i_t^b$$

donde i_t^f es el tipo de interés³ que cotiza en el mercado de futuros, i_t^b e i_t^r son los tipos de interés estimados en el escenario base y en el escenario de riesgo, respectivamente y p es la probabilidad asignada al escenario de riesgo.

Como se observa en el gráfico adjunto, la probabilidad del escenario de riesgo geopolítico alcanzó un máximo a comienzos de marzo y desde entonces fue descendiendo. La deflación pasó a convertirse en el riesgo principal de la economía, aumentando paulatinamente su probabilidad hasta alcanzar un máximo a mediados de junio. Tras la reducción de tipos de interés de la Reserva Federal el 25 de junio y el comunicado posterior, que redujo la incertidumbre sobre este escenario, se produjo un leve retroceso de la probabilidad. Ahora bien, mientras el mercado siga asignando una probabilidad significativa a este factor, es previsible que los tipos de interés se mantengan por debajo de los niveles que indicaría el escenario base para la economía estadounidense.

¹ Se han tomado las previsiones del Consensus Forecast.

² A este horizonte se obtienen ya tipos negativos, que técnicamente son poco probables y que, por tanto, se han considerado como nulos.

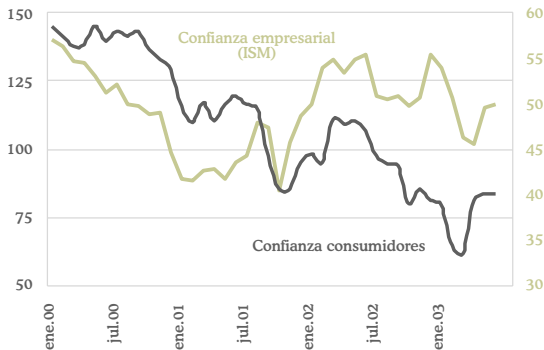
³ El tipo de interés es siempre el promedio de los dos contratos de futuros o de las dos previsiones que se realizan a un horizonte entre 9 y 12 meses.

2. Estados Unidos

Transcurridos más de dos años desde el inicio de la recesión, y superada la incertidumbre geopolítica, la economía estadounidense sigue inmersa en un contexto de bajo crecimiento. La mejoría de las condiciones financieras está permitiendo una reestructuración de los balances empresariales y la deuda de las familias, pero las señales de recuperación continúan siendo escasas. Tras la caída de la inversión y el deterioro de las expectativas en el primer trimestre de 2003, se puede constatar que el deterioro de las condiciones económicas se ha frenado, aunque el PIB está creciendo muy por debajo de su potencial. Con todo, la economía seguirá beneficiándose de un *policy-mix* muy expansivo que crea un contexto favorable para impulsar la actividad a corto plazo. Así, el tercer trimestre se convierte en el momento de contrastar la capacidad de recuperación de una economía en la que preocupan el retraso en la recuperación de la inversión, la destrucción de empleo y la acumulación de algunos desequilibrios difícilmente sostenibles a medio plazo (véase artículo: "EE.UU.: ¿un ajuste corriente?").

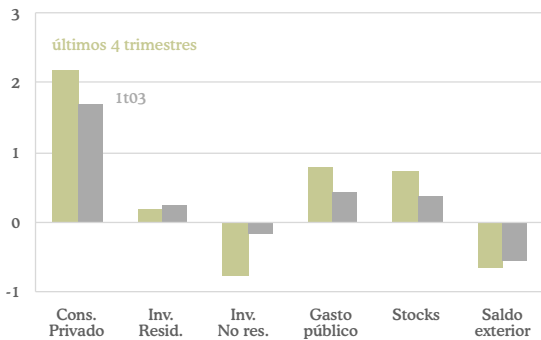
A las dudas sobre la recuperación se ha sumado en el último trimestre el temor a la deflación. La desaceleración de la inflación, que ya se situaba en niveles históricamente bajos, ha puesto en alerta a la Reserva Federal ante la posibilidad de que se produjeran sorpresas a la baja en los precios que pudieran traducirse en un escenario de deflación (véase artículo: "¿Qué desaceleración conduciría a EE.UU. a la deflación?"). De ahí que la autoridad monetaria no haya dudado en inyectar en el sistema toda la liquidez necesaria para prevenir una situación de este tipo.

Gráfico 2.1.
EE.UU. Índices de confianza



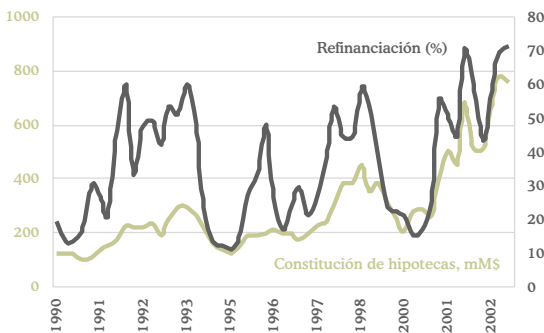
Fuente: Conference Board e ISM

Gráfico 2.2.
EE.UU. Contribución al crecimiento del PIB



Fuente: BEA

Gráfico 2.3.
EE.UU. Préstamos hipotecarios y refinanciación de hipotecas



Fuente: Mortgage Bankers Association of America

Un pobre balance en el primer semestre

En el primer trimestre el PIB creció a tasa similar a la de los últimos meses de 2002, 1,4% en tasa trimestral anualizada. Siguiendo el patrón que se ha observado en los trimestres anteriores, el crecimiento estuvo basado en el consumo privado y en la inversión residencial. A diferencia de los últimos trimestres, el gasto público se ha desacelerado, los inventarios han caído y el sector exterior ha reducido su contribución negativa al crecimiento. Con todo, la sorpresa negativa se produjo por el lado de la inversión no residencial y concretamente por el componente de equipo de transporte, que registró la primera caída después de tres trimestres consecutivos de avances. En el segundo trimestre, previsiblemente la actividad seguirá la misma tónica, con bajas tasas de crecimiento, cercanas al 1%. Los índices de confianza han repuntado, primero la confianza del consumidor y, posteriormente y a un ritmo más lento, la confianza empresarial, pero sólo han conseguido recuperar niveles preguerra. Además, el rebote no ha sido tan intenso como se preveía una vez superada la incertidumbre geopolítica.

El interés de la reestructuración de la deuda

A la relativa fortaleza del gasto de las familias han contribuido fundamentalmente unas favorables condiciones de financiación, sobre todo para la adquisición de bienes duraderos, la refinanciación de hipotecas y el aumento de la riqueza inmobiliaria y financiera. La evolución de la renta personal disponible ha sido más moderada.

La acentuada caída de los tipos de interés hipotecarios en el último trimestre, en torno a 70 puntos básicos en los tipos a 30 años, ha contribuido a mantener el *boom* de refinanciación de hipotecas que parecía agotado el año pasado. La negociación de los préstamos hipotecarios, en un contexto de tipos reducidos, permite una reducción de las cuotas mensuales liberando renta. No obstante, el *cash-out*, esto es, el dinero que las familias consiguen por refinanciar su hipoteca es el concepto clave para el consumo. En el primer trimestre, el volumen de *cash-out* se situó en torno a los 200 mil millones de dólares, aproximadamente el 2% del PIB, duplicando el volumen de principios de 2002. La Reserva Federal estima que aproximadamente el 50% del *cash-out* se destina a gasto, lo que traducido en cifras supondría una cuantía de 100 mil millones que podrían haberse destinado a consumo por este motivo. No obs-

tante, la evolución del gasto en equipamiento del hogar, uno de los principales capítulos a los que se destina el *cash-out*, ha crecido a tasas muy moderadas. De ello se deduce que el impulso directo sobre el consumo podría estar siendo más moderado de lo esperado y que el destino de estos fondos podría ser otro.

Más bien, las familias podrían estar siendo más cautas a la hora de emplear estos recursos, utilizándolos para cancelar o reducir otro tipo de deudas contraídas a tipos de interés más elevados. Gracias a ello, se aprecia una reducción de la carga de intereses de la deuda y, por tanto, una mejora en las condiciones de endeudamiento de las familias. Aunque el endeudamiento de las familias se sitúa en niveles máximos, hay algunos aspectos que permitirían matizar este dato. El crecimiento de la deuda es, en parte, reflejo del incremento en el número de propietarios de viviendas y se está viendo acompañado de una reestructuración hacia pasivos, tales como la deuda hipotecaria, con mejor tratamiento fiscal y más garantías.

A nivel empresarial, también se han producido cambios que permiten una situación más saneada de sus balances. Por un lado, en los últimos meses se ha producido una recuperación de los precios bursátiles, tras el mal comportamiento en los primeros meses del año y, al tiempo, se ha mantenido la senda de reducción de los diferenciales de crédito, tanto para los bonos de alto rendimiento como los de alta calidad crediticia. Por otro lado, los reducidos tipos de interés también están permitiendo a las empresas acometer una reestructuración de sus balances. En este sentido, la refinanciación de antiguos préstamos a tipos más bajos permite una reducción en su carga de intereses. Y adicionalmente, las empresas han aprovechado para aumentar la duración de la deuda, al sustituir la deuda a corto plazo por deuda a más largo plazo. Con ello, la reestructuración de la deuda en el sector empresarial parece haber dado como resultado un saneamiento de sus balances, lo cual constituye un buen punto de partida para apoyar la esperada recuperación de la inversión.

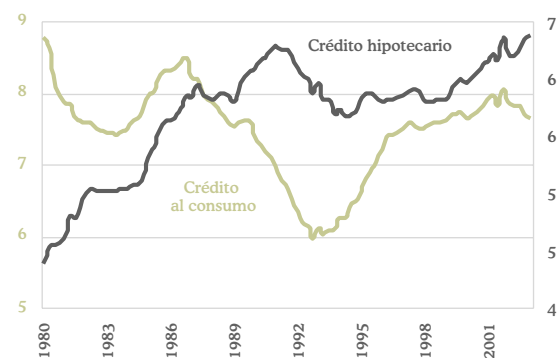
¿Inflexión en la inversión?

El sector empresarial está desempeñando un papel ciertamente atípico respecto a ciclos anteriores. Ya en la fase recesiva, la inversión se empezó a desacelerar antes de que lo hiciera el consumo (sobreinversión) y después de dos años las empresas siguen reacias a acometer planes de inversión. A pesar de la mejora de las condiciones financieras y de la reducción de la incertidumbre geopolítica, las señales de recuperación de la inversión son muy escasas. Descontando la recuperación de la confianza empresarial a niveles todavía por debajo del nivel de referencia de 50, el resto de indicadores adelantados de la inversión apenas muestran síntomas de estancamiento: la producción industrial, tras tocar

Gráfico 2.4.

EE.UU. Servicio de la deuda de las familias

En porcentaje de la renta disponible

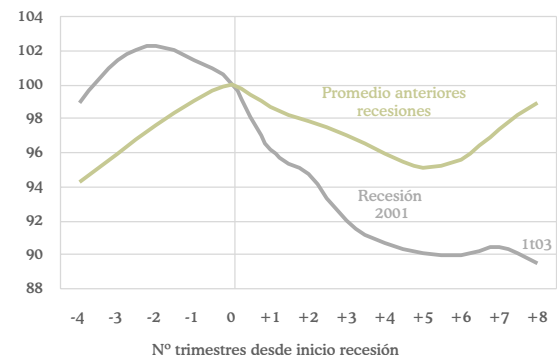


Fuente: Reserva Federal

Gráfico 2.5.

EE.UU. Inversión no residencial

Inicio recesión = 100



Fuente: BEA y BBVA

Cuadro 2.1. EE.UU.: cuadro macroeconómico y previsiones

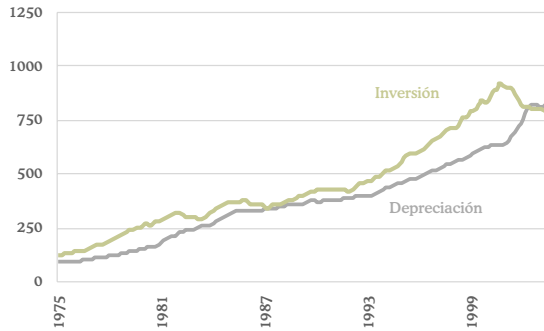
Variación interanual	1tr03	2tr03	3tr03	4tr03	1tr04	2tr04	3tr04	4tr04	2001	2002	2003	2004
Consumo privado	2,4	2,5	2,0	2,1	2,6	3,0	3,0	3,1	2,5	3,1	2,3	2,9
Consumo público	2,3	3,2	3,5	2,8	3,2	2,7	2,3	2,3	3,7	4,4	3,0	2,6
Formación B.C.F.	0,4	1,7	2,3	2,5	3,8	3,8	4,5	4,4	-4,0	-3,5	1,7	4,1
Inversión residencial	5,7	5,3	6,3	4,8	3,0	3,2	1,5	0,5	0,3	3,9	5,5	2,0
Inversión no residencial	-1,4	0,5	1,0	1,7	4,1	4,0	5,5	5,8	-5,2	-5,7	0,5	4,8
Variación de existencias (*)	0,5	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,4	0,7	0,2	0,0
Demanda nacional (*)	2,7	2,7	2,5	2,5	3,0	3,2	3,3	3,4	0,2	3,0	2,6	3,2
Exportaciones de b.y s.	2,7	-1,2	-1,0	3,0	5,4	7,5	7,5	6,0	-5,4	-1,6	0,8	6,6
Importaciones de b.y s.	6,2	2,3	2,9	2,0	5,5	6,2	6,6	7,0	-2,9	3,7	3,3	6,3
Saldo exterior (*)	-0,7	-0,5	-0,6	0,0	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5	-0,2	-0,8	-0,4	-0,3
PIB a p.m.	2,0	2,2	1,9	2,5	2,7	3,0	3,0	2,9	0,3	2,4	2,0	3,0
PIB tr/tr anualizado	1,4	1,3	3,1	3,2	3,4	2,9	2,7	2,5				
IPC	2,9	2,1	2,2	2,2	1,8	1,8	1,7	1,7	2,8	1,6	2,4	1,8

(*) aportación al crecimiento

Fuente: BEA y BBVA

Gráfico 2.6.
EE.UU. Inversión empresarial y depreciación

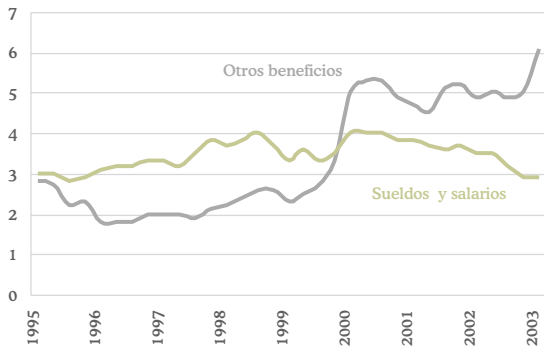
En miles de millones de dólares



Fuente: Reserva Federal

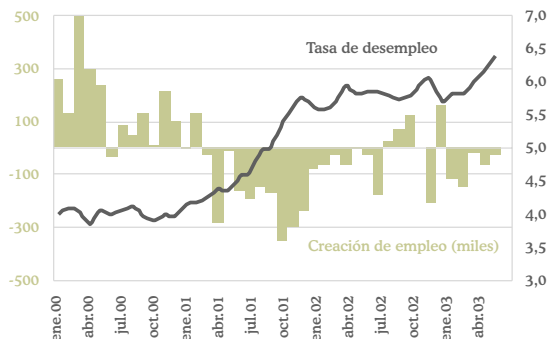
Gráfico 2.7.
EE.UU. Costes salariales

En tasa interanual



Fuente: BLS

Gráfico 2.8.
EE.UU. Tasa de desempleo y creación de empleo



Fuente: BLS

fondo en tasas mensuales en marzo, sigue desacelerándose en tasas interanuales; la capacidad utilizada permanece anclada en niveles mínimos de las dos últimas décadas; los pedidos de bienes duraderos acumulan dos meses de crecimientos negativos; y, adicionalmente, en los últimos meses se está produciendo una liquidación de inventarios. Estos datos indican que, de momento, las empresas no parecen percibir una demanda lo suficientemente fuerte como para reponer sus *stocks* y hacer un uso mayor de su capacidad instalada. De hecho, superada la incertidumbre de la guerra, las encuestas empresariales siguen mostrando como principal factor de incertidumbre la sostenibilidad de la demanda. En los últimos meses, el repunte del precio del gas natural ligado a problemas de oferta se ha convertido en un nuevo factor de incertidumbre, sobre todo para aquellos sectores más dependientes.

Con todo, además de la reducción del coste de capital, de la recomposición de inventarios y de la inversión de reposición, necesaria para mantener el *stock* de capital hay otros factores que favorecen la recuperación de la inversión. Por un lado, los incentivos fiscales recientemente aprobados suponen un incentivo para el gasto en capital. Por otro, la mejoría en los beneficios empresariales que, a pesar del bajo crecimiento, están mejorando a costa de reducciones en los costes. Y finalmente, la productividad.

La costosa creación de empleo

Mientras el output crece y la inversión se mantiene prácticamente estancada, se sigue destruyendo empleo. Las peticiones semanales por desempleo y la tasa de desempleo, que ha repuntado hasta el 6,4% en junio, siguen deparando sorpresas negativas. Una posible explicación a la falta de contratación se puede encontrar en la evolución de los costes salariales. En los últimos trimestres, la desaceleración del crecimiento de la productividad ha venido acompañada por una aceleración de las remuneración salarial por hora, que ha dado lugar a un crecimiento positivo de los costes laborales unitarios, por primera vez tras cuatro trimestres de caídas pronunciadas. En la evolución de los costes laborales cabe distinguir una evolución diferenciada entre lo que son estrictamente los sueldos y salarios, que están desacelerándose, y el resto de componentes salariales (seguridad social, seguro desempleo, seguro médico, entre otros, que representan casi un tercio de coste salarial total), que ejercen una presión creciente sobre los costes empresariales.

Previsiblemente, en los próximos meses el empleo podría empezar a estabilizarse. Los indicadores adelantados, como el empleo temporal, el número de horas de trabajo semanales o los componentes de empleo de algunos indicadores de expectativas apuntan en esta dirección.

¿Un impulso fiscal a tiempo?

Bush ha impulsado el nuevo recorte fiscal cuya magnitud ha sido finalmente de 350 mm \$, en los próximos diez años, aunque la mayor parte (cerca de 200 mm \$) se concentra en el período 2003-2005. El capítulo más importante (casi dos tercios del total) es la rebaja del IRPF que se materializa en el adelanto a este año del recorte de impuestos previsto para 2004 y 2006. Los incentivos a empresas, que permiten una aceleración de la depreciación y mayores posibilidades para deducir sus inversiones, representan en torno al 20%. Por último, la eliminación de la doble imposición por dividendos se ha quedado en una reducción transitoria del tipo aplicable a las ganancias de capital y dividendos. Con ello, el déficit público se ampliará hasta superar los 400 mm \$ (4% del PIB) en los años fiscales 2003 y 2004, permaneciendo en números rojos durante al menos cuatro años más. Ello significa que hay un notable deterioro de las perspectivas fiscales a medio plazo.

Los contribuyentes empezarán a notar los efectos de la rebaja fiscal de forma inmediata, estimándose que las familias verán reducidos sus impuestos en 5 mm\$ por mes de aquí a finales de año. El impacto positivo sobre el PIB se estima en 0,8 puntos porcentuales entre el tercer trimestre de 2003 y las elecciones presidenciales de noviembre de 2004. Un impulso que podría verse minorado si los Estados Fede-

rales acometen recortes del gasto público o aumentos de impuestos, dada la situación comprometida en la que quedan tras la reforma y que puede suponer un menor crecimiento para años posteriores.

Resistencia en la inflación de servicios

A pesar de la reducción del temor a la inflación y el temor a la deflación que ha dominado en los últimos meses, la inflación se ha mantenido alta, si se tiene en cuenta el contexto de desaceleración. La inflación interanual, tras el repunte hasta el 3% en el primer trimestre, ha caído hasta el 2,2% por la corrección parcial de los precios de los productos energéticos. La inflación subyacente, tras caer cerca de un punto desde el inicio de la desaceleración, alcanzó tasas mínimas del 1,5% no observadas desde 1966, siendo la principal fuente de preocupación de las autoridades monetarias. Para alcanzar este mínimo, los precios de las manufacturas no energéticas han agudizado ligeramente su deflación hasta el 1,8% interanual, es decir 0,5 puntos porcentuales más de lo previsto, y los precios de los servicios se han desacelerado ligeramente hasta el 3%. No obstante, el mantenimiento de las expectativas de inflación del componente de los servicios en tasas similares a las actuales y la recuperación progresiva de los precios de las manufacturas parecen haber frenado las expectativas de caída de la inflación subyacente, que aunque para 2003 registrará un crecimiento del 1,7%, en 2004 se recuperará hacia tasas del 2,2%. Por otro lado, los precios del petróleo, que después del conflicto de Iraq corrigieron hacia niveles de 24\$/b (Brent), han evolucionado al alza hasta alcanzar los 28\$/b a finales de junio por problemas de *stocks* y oferta, aunque las expectativas son de una ligera caída hacia los 26\$/b y 23\$/b a finales de 2003 y 2004. Con ello, las expectativas de inflación se mantienen en el 2,4% en promedio de 2003 y en el 1,8% para 2004. Esto es, se descarta la deflación.

En este contexto, los riesgos al alza se concentran en la debilidad del dólar y en el tono expansivo de las políticas que podrían elevar las expectativas de los agentes económicos. En sentido contrario, la debilidad de la actividad y la dificultad de las empresas para trasladar a precios los aumentos de costes frenan las tensiones inflacionistas.

La Fed busca alternativas

La Reserva Federal hizo público su temor a la deflación tras la reunión del 6 de mayo, que marcó un antes y un después en la estrategia de la autoridad monetaria. La Fed ha considerado necesario afinar más su pronóstico sobre los riesgos de la economía, sobre todo en cuanto a una caída de los precios se refiere. Actualmente se establece un triple balance de riesgos: uno sobre el crecimiento, otro sobre la inflación y un tercer balance global que evalúa a su vez estos dos riesgos. Así, las decisiones de política monetaria se han basado en este nuevo esquema.

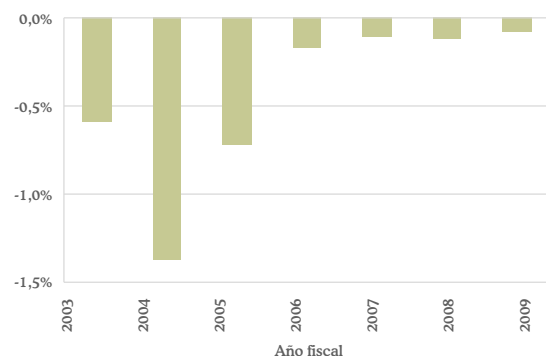
Con una economía débil y, sobre todo, con una inflación en mínimos, descendiendo y que podría generar sorpresas negativas a la baja sobre los precios, el objetivo de la Reserva Federal ha sido el de inyectar liquidez en el sistema¹. Los tipos de los fondos federales se sitúan tras el último recorte de 25 puntos básicos en el 1% (mínimo del último medio siglo), una rebaja que el mercado consideró como escasa, dado que los futuros de los fondos federales llegaron a descontar con una probabilidad cercana al 25% un recorte de 50 pb. La política monetaria mantiene un sesgo bajista, no descartándose recortes adicionales. Dada la proximidad de los tipos oficiales al límite del 0%, y siendo la deflación un escenario posible, aunque remoto, la Fed ha analizado en detalle las denominadas opciones de política monetaria "alternativas" (véase recuadro "EE.UU.: ¿una política monetaria "no convencional"?"). En definitiva, el cambio de discurso en la política monetaria, se interpreta como una garantía de que los tipos de interés permanecerán en niveles reducidos en tanto en cuanto no se aprecien signos evidentes de fortaleza en el crecimiento. En este sentido, no se prevén subidas en 2003 y serán moderadas en 2004, tan sólo 50 pb en el primer semestre.

¹ Desde principios de año está funcionando una nueva "dicount window" que pretende incentivar la demanda de dinero por parte de los bancos. No obstante, su utilización está siendo muy limitada.

Gráfico 2.9.

EE.UU. Variación de los ingresos públicos debidos al nuevo recorte fiscal

En porcentaje del PIB

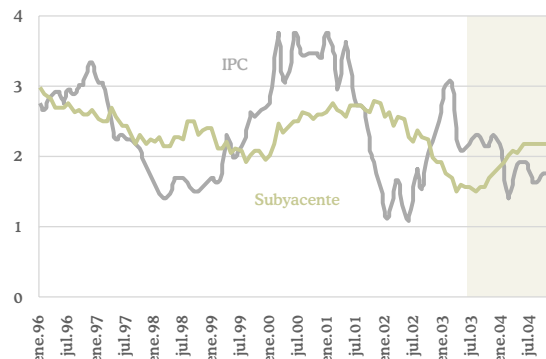


Fuente: Congressional Budget Office

Gráfico 2.10.

EE.UU. Inflación

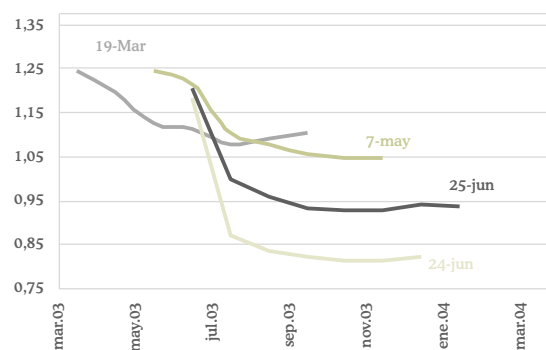
En tasa interanual



Fuente: BLS

Gráfico 2.11.

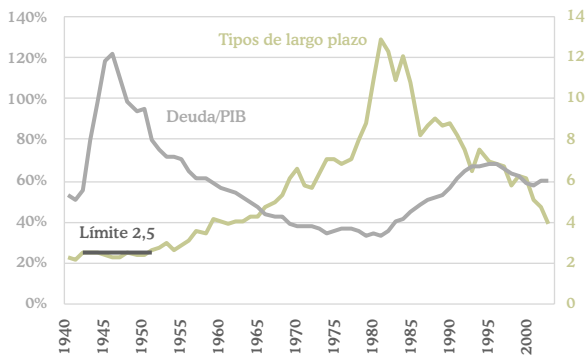
EE.UU. Tipos de interés descontados por los futuros de los Fondos Federales



Fuente: Bloomberg

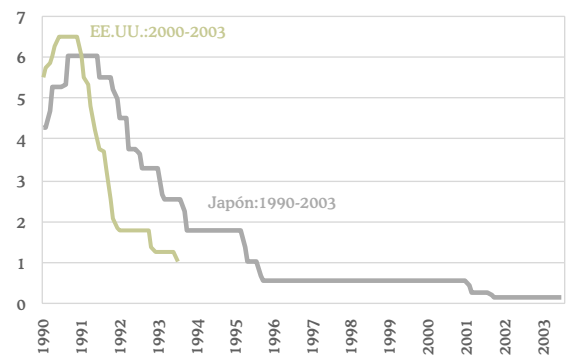
EE.UU.: ¿una política monetaria “no convencional”?

EE.UU. Tipos de largo plazo y volumen de deuda sobre PIB



Fuente: Reserva Federal y Tesoro de EE.UU.

Tipos de interés oficiales en EE.UU. y Japón



Fuente: Reserva Federal y Banco de Japón

Como consecuencia de los bajos niveles de tipos de interés alcanzados por los fondos federales en EE.UU., se ha empezado a cuestionar la potencial pérdida de efectividad de la política monetaria para estimular la demanda agregada y la economía. La preocupación aumenta ante la posibilidad de que la Reserva Federal tuviera que actuar de forma preventiva para evitar un escenario de deflación, como ha señalado Bernanke (2002)¹. Se plantea entonces una doble cuestión. La primera es determinar cuál es el límite inferior de los tipos de interés nominales. La segunda, establecer cuáles serían las medidas que podría adoptar la autoridad monetaria para poder expandir su política monetaria, si se agota el margen en tipos de interés.

En torno a la primera cuestión, en general, se asume que el límite a los tipos de interés nominales es cero. Pero, en EE.UU. es probable que no se alcancen tipos tan bajos, ya que algunos mercados financieros, que actualmente ofrecen un rendimiento inferior al tipo de interés oficial, podrían comenzar a tener problemas. Es el caso de los fondos del mercado monetario o de algunos depósitos. Por ello, Logan y Denison (2003)² proponen que el límite para el cual no se desestabiliza el sistema financiero se sitúa en torno al 0,75%. Pero desde la Reserva Federal, Reinhart (2003)³ defiende que los mercados e instituciones financieras estadounidenses podrían adaptarse sin grandes problemas. Incluso, algunos autores como Goodfriend (2000)⁴ afirman que es posible eliminar el “límite cero”, simplemente estableciendo un “impuesto” en los depósitos de los bancos o de la Reserva Federal. No parece sencillo llevar esto a la práctica de forma generalizada, aunque es cierto que recientemente, algunas entidades bancarias japonesas han realizado transacciones a tipo de interés negativo.

En torno a la segunda cuestión, esto es, a las opciones de política monetaria en el caso de que se agote el margen de los tipos de interés, hay diversos instrumentos que teóricamente podrían utilizarse, aunque su puesta en práctica no está exenta de problemas, y en algunos casos, exige una coordinación entre instituciones y países que reduce su viabilidad. Entre estas medidas menos convencionales de política monetaria destacan: establecer objetivos cuantitativos (incluso se ha especulado con un objetivo flexible de inflación), comprar activos extranjeros, realizar una expansión fiscal financiada con monetización de la nueva deuda emitida o actuar sobre la estructura de la curva de deuda.

Con tipo de interés cero, una posibilidad inmediata es aumentar la oferta de reservas, como ha hecho el Banco de Japón o como hizo la Reserva Federal entre 1979 y 1982. Anticipar la efectividad de esta medida no es claro: en el caso japonés ha sido limitada, pero en parte ello es un reflejo de los problemas de su sistema financiero.

La compra de activos extranjeros afectaría a un buen número de mercados, entre ellos, al del tipo de cambio. No se está contemplando como una opción clara, no sólo por la débil coyuntura internacional, sino también porque la Reserva Federal no es la responsable de la política de tipo de cambio. El precedente histórico de este tipo de medida hay que buscarlo en la devaluación del dólar frente al oro en un 40%, que tuvo lugar en 1933-34, durante el gobierno de Roosevelt.

Sólo con una coordinación entre autoridades monetarias y fiscales se podría poner en práctica la opción de la expansión fiscal financiada con un programa de compras de la nueva deuda emitida por parte de la Reserva Federal. De esta forma, se evitaría el aumento de los tipos de interés. Esta estrategia, propuesta por Friedman (*helicopter drop*) no sólo exigiría modificar el Acta de la Reserva Federal, sino que además la escala de la operación requerida para estimular la economía sería de una magnitud suficientemente elevada como para que su puesta en práctica sea muy compleja.

Una actuación que afectase a la estructura de la curva de deuda se plantea como la principal opción. La Reserva Federal podría ponerla en práctica mediante un acuerdo para mantener bajos los tipos *overnight* durante un periodo de tiempo, a través incluso de la utilización de opciones (como se hizo para superar el “efecto 2000”) o poniendo un techo a los tipos de interés a un determinado plazo, esto es, comprometiéndose a comprar deuda de forma ilimitada a ese plazo. También existe la posibilidad de adquirir deuda de agencias garantizada por el gobierno. Ahora bien, una operación de este tipo no se realiza desde el periodo de 1942-51, en el que los tipos de largo plazo tenían un techo en el 2,5% (y el porcentaje de deuda sobre PIB era mayor que el actual).

En ausencia de nuevos choques negativos en la economía es previsible que finalmente no haya que adoptar ninguna de estas medidas, sobre todo porque, a diferencia del banco de Japón, la Reserva Federal ha bajado sus tipos de interés muy rápidamente, como se observa en el gráfico adjunto. Pero es claro que cualquiera que fuese la opción que hubiera que adoptar, exigiría un análisis no sólo de su efectividad para impulsar la actividad, sino también de dos cuestiones adicionales: no debería erosionar la credibilidad de la autoridad monetaria y sería necesario que pudiera revertirse con relativa facilidad.

¹ Véase Bernanke, B.S. (2002): “Deflation: making sure “it” doesn’t happen here”, discurso ante el Club de Economistas Nacional

² Logan, K. y E. Denison (2003): “Unconventional monetary policy on the horizon”, Dresdner Kleinwort Wasserstein Research, US Economics for Investors.

³ Véase Reinhart, V. (2003): “Tools for combating deflation”, presentación en NABE.

⁴ Véase Goodfriend, M. (1991): “Overcoming the zero bound on interese rate policy” *Journal of Money, Credit and Banking*, 32:4, pps 1007-35

3. Unión Europea

UEM

Nueva decepción en crecimiento

Las perspectivas de crecimiento en la UEM han vuelto a empeorar. El sector exterior se está deteriorando más de lo previsto, y ni la actividad ni las confianzas de los agentes han registrado un repunte significativo una vez disipada la incertidumbre geopolítica. Todo apunta a que la recuperación va a ser más lenta de lo que se esperaba, ayudada por la mejora del escenario internacional y por unas condiciones financieras más favorables, en un contexto en el que la inflación permanece bajo control. Así, se espera que la UEM registre un crecimiento en 2003 de apenas el 0,5%, el más bajo desde 1993, apoyado básicamente en el consumo privado. En 2004 la economía europea podría crecer un 1,5%, todavía muy por debajo de su potencial. A corto plazo, la evolución del tipo de cambio, la magnitud del ajuste empresarial y la recuperación de la economía alemana son las principales incertidumbres. A medio plazo, preocupan el ritmo de avance en las reformas estructurales y la consolidación fiscal.

Pocos impulsos y muchas incertidumbres

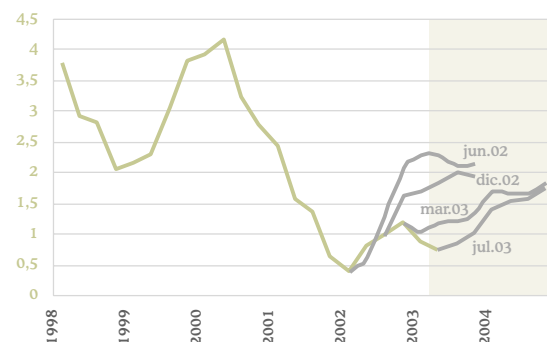
En un entorno de elevada incertidumbre, en gran parte asociado al conflicto bélico, la economía europea prácticamente se estancó en el primer trimestre de 2003, con varias economías prácticamente en recesión (Alemania, Portugal, Países Bajos). El sector exterior registró un significativo deterioro como consecuencia de la apreciación del euro y la debilidad de la demanda externa. La inversión también mostró una importante caída, en buena parte explicada por la reversión de factores excepcionales en Alemania e Italia que habían impulsado la inversión el trimestre anterior. La mayor aportación al crecimiento vino de la elevada acumulación de inventarios. Un dato que sorprendió tras ocho trimestres de caídas consecutivas, y que puede estar relacionado con cierto aprovisionamiento ante la guerra de Iraq. De los indicadores disponibles (confianza, producción industrial, ventas) se desprende que la actividad durante el segundo trimestre del año se mantuvo débil. Con todo, los modelos de previsión e indicadores de actividad apuntan a una paulatina recuperación en los próximos meses, aunque todavía se mantienen importantes incertidumbres.

La primera se refiere a la evolución del tipo de cambio. El deterioro de la competitividad derivado de la apreciación acumulada del euro, a juzgar por los datos de comercio exterior y pedidos externos, está pesando de forma importante sobre las exportaciones, si bien se espera que lo largo del año la paulatina mejora del escenario internacional propicie una ligera recuperación de las mismas. Las previsiones actuales apuntan a que el sector exterior tendrá una contribución negativa al crecimiento en 2003 y 2004. Una apreciación más acusada del euro no sólo podría suponer

Gráfico 3.1.

UEM. PIB y previsiones ISA-BBVA

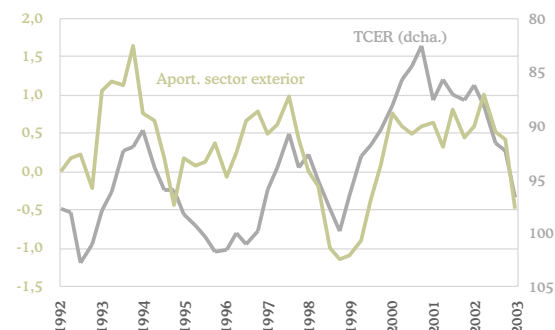
En tasa interanual



Fuente: Eurostat y BBVA

Gráfico 3.2.

UEM. Aportación del sector exterior al PIB y TCER deflactado con precios de exportaciones



Fuente: Comisión Europea y Eurostat

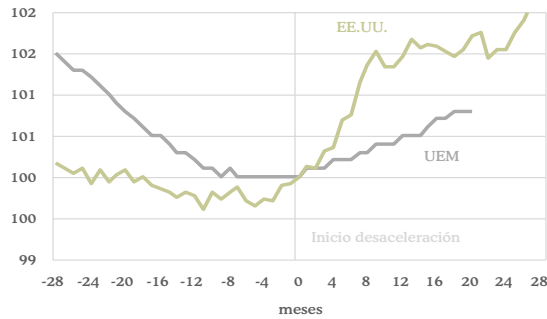
Cuadro 3.1. UEM. Cuadro macroeconómico y previsiones

Var. interanual	1tr03	2tr03	3tr03	4tr03	1tr04	2tr04	3tr04	4tr04	2001	2002	2003	2004
Consumo Privado	1,5	1,4	1,1	1,1	1,0	1,3	1,6	1,8	1,8	0,5	1,3	1,5
Consumo Público	1,9	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	2,2	2,7	1,5	1,4
Formación B.C. Fijo	-2,3	-0,7	-0,6	-0,2	1,5	2,2	3,1	3,6	-0,6	-2,6	-0,9	2,6
Var. Existencias (*)	0,6	0,0	0,0	-0,5	-0,8	-0,2	0,2	0,8	-0,4	-0,1	0,0	0,0
Demanda Interna(*)	1,4	1,0	0,8	0,3	0,4	1,3	2,1	3,0	0,9	0,2	0,8	1,7
Exportaciones	3,1	1,6	0,7	1,9	3,6	3,7	3,7	3,8	3,0	1,2	1,8	3,7
Importaciones	4,8	3,0	1,8	1,5	2,5	4,0	4,8	6,3	1,7	-0,4	2,7	4,4
Saldo Exterior(*)	-0,5	-0,5	-0,4	0,2	0,5	0,0	-0,3	-0,8	0,5	0,6	-0,3	-0,2
PIB	0,8	0,5	0,4	0,5	0,9	1,3	1,7	2,1	1,5	0,8	0,5	1,5
Inflación	2,3	2,0	2,0	1,9	1,6	1,8	1,8	1,9	2,4	2,2	2,0	1,8

(*) Aportación al crecimiento del PIB

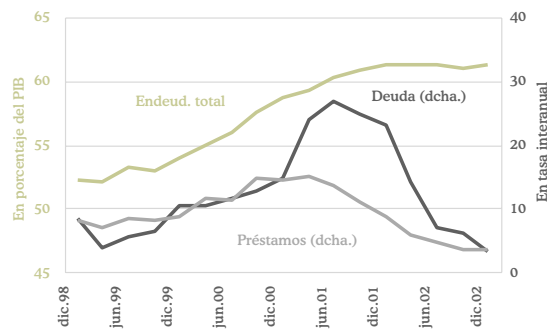
Fuente: Eurostat y BBVA

Gráfico 3.3.
Evolución de la tasa de desempleo en EE.UU. y la UEM



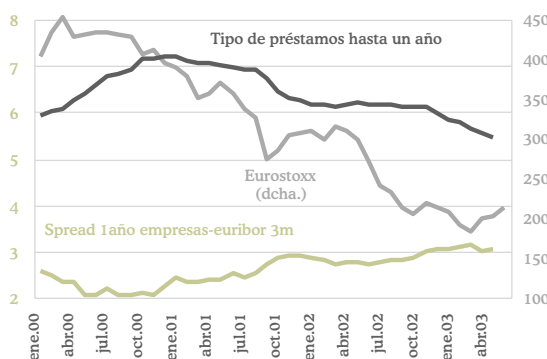
Fuente: Eurostat y BBVA

Gráfico 3.4.
UEM. Endeudamiento de las empresas



Fuente: BCE

Gráfico 3.5.
UEM. Condiciones financieras de las empresas



Fuente: BCE

una aportación más negativa del sector exterior, sino que incluso podría poner en riesgo la recuperación de la confianza empresarial. No obstante, este escenario se considera poco probable.

Otra incógnita se refiere a la capacidad del consumo privado para mantener su relativa fortaleza. Ha sido el componente del PIB que se ha comportado relativamente mejor en los últimos trimestres, y el indicador de consumo BBVA (que incorpora indicadores monetarios, de gasto, de empleo y de confianza) señala que seguirá registrando crecimientos positivos. La ligera mejoría de la confianza de los consumidores, aunque todavía muy preliminar, y la recuperación de las expectativas de los comerciantes, son indicios alentadores. Además, los tipos de interés reales en mínimos, la moderación de la inflación, por su efecto positivo sobre la renta real disponible, y en menor medida, los recortes impositivos previstos en algunos países del área, pueden servir de soporte al consumo. No obstante, no cabe esperar un fuerte repunte a corto plazo, toda vez que el ajuste del empleo no parece haber terminado, según se deduce de las perspectivas de empleo de las encuestas empresariales.

En el sector empresarial, no hay evidencia de que haya concluido el proceso de saneamiento financiero y recuperación de márgenes. Por un lado, el ajuste del empleo ha sido más lento en la UEM que en EE.UU., entre otras razones, por una mayor rigidez¹. Por otro, resulta difícil saber si las empresas dan por finalizado el importante esfuerzo de consolidación de deuda que han estado llevando a cabo, y con el que han conseguido estabilizar el ratio de endeudamiento sobre PIB. El importante nivel de endeudamiento de partida, acumulado a finales de los años noventa, ha pesado sobre los resultados de las empresas en la presente desaceleración, entre otras razones porque ha acentuado el aumento de sus costes de financiación, sobre todo en aquellas con balances más desfavorables. Un factor que, sin duda, ha contribuido a deprimir la inversión en el área. En los últimos meses, en cambio, se aprecia una mejora de las condiciones financieras de las empresas. Los spreads corporativos se han reducido respecto a los máximos de 2002 y los precios bursátiles se están recuperando, todo ello en un contexto de tipos de interés en mínimos en todos los tramos de la curva. Los tipos de préstamos a las empresas, aunque se están reduciendo, tienen más margen de bajada, toda vez que los diferenciales con los interbancarios se mantienen en niveles elevados, reflejando la persistencia de cierta aversión al riesgo. Las mejores condiciones financieras facilitarán una recuperación de la inversión, que en todo caso será paulatina, ya que los indicios en las encuestas empresariales de un repunte de las expectativas económicas y de producción son todavía muy preliminares, y las perspectivas de inversión, muy moderadas.

Alemania, un motor que no funciona

A todo esto se une la preocupación por la debilidad de la economía alemana, amplificada por el temor a que pueda caer en una espiral de deflación (véase recuadro: "Alemania: ¿deflación de entrada?"). El primer trimestre de 2003 el PIB alemán registró un crecimiento trimestral negativo, lo que unido al ligero descenso del trimestre anterior sitúa a la economía prácticamente en recesión técnica.

Ciertos factores limitan el optimismo sobre la recuperación en Alemania. Primero, la apreciación acumulada del euro, dado el elevado porcentaje de exportaciones (67%) que destinan a países fuera de la UEM. Segundo, unos tipos de interés reales más elevados de lo que aconsejarían sus condiciones de inflación y crecimiento, y por último, un margen de política fiscal muy reducido, como consecuencia de la insuficiente consolidación fiscal en períodos de mayor crecimiento. Pese a esto último, el gobierno alemán ha decidido adelantar la tercera fase de la reforma impositiva, prevista para 2005, a 2004, lo que representa una

¹ Véase Comisión Europea (2003): "Quarterly Report on the Euro Area", II/2003.

inyección de fondos adicional en la economía de aproximadamente 15.000 millones de euros (0,7% del PIB), que se estima que tenga un impacto sobre el crecimiento del 0,2%.

Así, cabe esperar que la economía alemana apenas crezca un 0,1% en 2003, con un moderado repunte en 2004 ligado a la recuperación internacional. La ligera mejora de los indicadores de consumo y de las expectativas empresariales aporta cierto optimismo al respecto. El crecimiento previsto para 2004, 1,2%, está por debajo del promedio de los últimos diez años, y eso que incorpora tanto el efecto del estímulo fiscal como el impacto del mayor número de días laborables respecto a 2003.

Moderada expansión fiscal en 2004

La caída de ingresos fiscales en Alemania derivada del recorte impositivo sólo se contrarrestará parcialmente con ingresos por privatizaciones y recorte de subvenciones. El grueso de la financiación se realizará con nuevas emisiones de deuda. Así, el ejecutivo alemán ha reconocido que su previsión de situar el déficit por debajo del límite del PEC en 2004 depende de que se cumpla su previsión de crecimiento (2%), que se puede calificar de muy optimista. Pero Alemania no es el único país que, incluso habiendo superado los límites de déficit establecidos por el PEC y encontrarse, por tanto, con un procedimiento de déficit excesivo en curso, ha planteado recortes impositivos para estimular la economía. El gobierno francés también ha manifestado su intención de reducir impuestos, así como que con elevada probabilidad su déficit volverá a superar el límite del 3% en 2004.

Italia, otro país tradicionalmente partidario de la flexibilización fiscal, ha convertido en una prioridad de su presidencia de la UE el lanzamiento de un plan de infraestructuras que podría ser financiado parcialmente por el Banco Europeo de Inversiones y contar con la participación del sector privado. El gobierno italiano, que busca que la mayor parte de la inversión pública no compute en el déficit (véase recuadro: "Inversión pública y consolidación fiscal"), pretende potenciar así un capítulo en el que Europa va muy por detrás de EE.UU. Este tipo de medidas destinadas a sacar "fuera de balance" ciertas partidas, sin embargo, no dejan de entrañar riesgos para la sostenibilidad de las cuentas públicas.

En definitiva, parece que en 2004 la política fiscal en la UEM será más expansiva de lo previsto, al tiempo que se acentúa el debate sobre la flexibilidad/credibilidad del Pacto de Estabilidad.

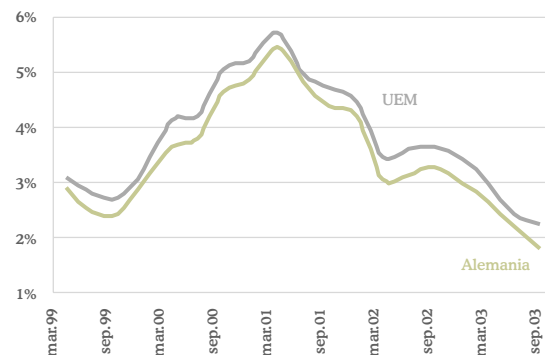
Tímidos avances en las reformas

A pesar de que el avance sigue siendo todavía muy lento, el estancamiento de la actividad y el escaso margen de políticas de demanda parecen haber impulsado a los gobiernos europeos a emprender ciertas reformas estructurales. Un ejemplo es la Agenda 2010 en Alemania, que aborda dos de los principales problemas de esta economía: la rigidez del mercado laboral y un sistema de protección social demasiado generoso. En los últimos meses la resistencia dentro del partido del gobierno al plan de reformas parece haberse reducido, lo que junto a la actual debilidad de los sindicatos, con el poderoso IG-Metall en una profunda crisis agravada por luchas de poder internas, facilita la puesta en práctica y el desarrollo de las medidas propuestas.

Asimismo, varios países de la zona (Austria, Francia y Portugal) están planteando reformas de sus actuales sistemas de pensiones, basados en un esquema de reparto, para adaptarlos a los cambios demográficos, sociales y laborales en curso. En la mayoría de los casos, se pretende solventar el problema de sostenibilidad a medio plazo del sistema con medidas dirigidas a reducir gastos e incrementar ingresos (aumentando el período de cotización, reduciendo la indiciación de las pensiones, recortando los privilegios de algunos sectores), y a fomentar las aportaciones voluntarias a fondos privados de pensiones. En Francia, por ejemplo, tras superar una fuerte oposición social y parlamentaria, el

Gráfico 3.6.

Tipos de interés a tres meses estimados con la Regla de Taylor



Fuente: BCE y BBVA

Cuadro 3.2.

Alemania. Cuadro macroeconómico y previsiones

Variación interanual	2001	2002	2003	2004
Consumo Privado	1,6	-0,6	0,8	1,3
Consumo Público	0,8	1,5	0,5	1,3
Formación B.C.F.	-4,9	-6,5	-1,6	1,6
B. Equipo	-4,0	-7,7	0,9	2,6
Construcción	-5,7	-5,6	-3,7	0,7
Var.Existencias (*)	-0,6	0,1	0,0	0,0
Dd Nacional (*)	-0,7	-1,4	0,2	1,3
Exportaciones	5,5	2,7	3,1	4,0
Importaciones	1,3	-2,1	3,9	4,8
Saldo Exterior (*)	1,4	1,6	-0,1	-0,1
PIB a p m	0,7	0,2	0,1	1,2
Inflación	2,0	1,4	1,2	1,0

(*) Aportación al crecimiento del PIB.

Fuente: Bundesbank y BBVA

Cuadro 3.3.

Francia. Cuadro macroeconómico y previsiones

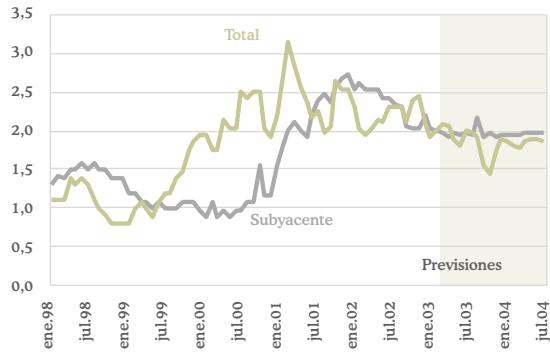
Variación interanual	2001	2002	2003	2004
Consumo Privado	2,8	1,4	1,5	1,7
Consumo Público	2,9	4,1	2,0	2,0
Formación B.C.F.	2,1	-1,4	-0,5	2,6
Var.Existencias (*)	-0,7	-0,4	0,0	0,0
Dd Nacional (*)	1,9	1,1	1,1	1,9
Exportaciones	1,8	1,2	1,0	3,3
Importaciones	1,4	0,7	2,6	4,5
Saldo Exterior (*)	0,1	0,2	-0,4	-0,3
PIB a p m	2,1	1,2	0,7	1,6
Inflación	1,6	1,9	2,0	1,7

(*) Aportación al crecimiento del PIB.

Fuente: INSEE y BBVA

Gráfico 3.7.
UEM. IPCA

En tasa de variación interanual



Fuente: Eurostat y BBVA

ejecutivo ha conseguido sacar adelante una iniciativa que busca aumentar la participación en el mercado laboral de los grupos de mayor edad mediante el incremento del período de cotización e incentivos a retrasar la jubilación. Con todo, las medidas propuestas no parecen suficientes para evitar el fuerte desequilibrio que se prevee, a medio plazo, en el sistema de pensiones francés.

Esta es la tónica general de los procesos de reforma que se están planteando en Europa. Representan un paso positivo para abordar los problemas a medio plazo a los que se enfrenta la UEM, pero todavía queda mucho por hacer.

Inflación, por debajo del 2% en 2004

Después de registrar un 2,4% durante el primer trimestre del año, en el segundo trimestre la inflación se ha estabilizado en torno al 2%, gracias fundamentalmente a la evolución favorable de los precios de la energía, y a la fuerte apreciación del euro frente al dólar. Pero lo más relevante ha sido el cambio de expectativas para el presente año 2003, que se han visto rebajadas en dos décimas hasta el 2%. La previsión para 2004 se mantiene en el 1,8% debido a la importante subida de los impuestos indirectos sobre el precio del tabaco aprobadas en Alemania y Francia.

Por su parte, la inflación subyacente se ha mantenido estable en el 2% durante el primer semestre, con una caída de la inflación del componente de servicios desde el 2,9 al 2,5%, y un aumento en la inflación de bienes elaborados no energéticos del 1,3% al 1,6%. Las expectativas para la inflación subyacente se mantienen estables en torno al 2% para lo que resta de 2003 y 2004. La actual debilidad de la economía europea junto la fuerte apreciación del euro frente al dólar, han sido más que suficientes para contrarrestar el cambio de tendencia observado en el precio del petróleo desde la finalización del conflicto con Iraq e inclinar la balanza de riesgos de las expectativas a permanecer por debajo del 2%.

BCE, más por llegar

En un contexto de ausencia de presiones inflacionistas, el BCE ha hecho más explícita su preocupación por el bajo crecimiento y las escasas señales de recuperación. Un discurso que combina con llamadas a los gobiernos para que "asuman su parte" en la reactivación económica, vía reformas estructurales y consolidación fiscal, y no hagan recaer todo el peso en la política monetaria. En la medida en que se anticipa que la recuperación económica sea lenta, y las expectativas de inflación se mantengan, cabe esperar un nuevo recorte de tipos oficiales de 25 puntos básicos después del verano, que cerraría el actual ciclo de bajadas. No hay que olvidar que aunque los tipos de interés reales se sitúen en mínimos de los últimos 50 años, las condiciones monetarias se encuentran en niveles de principios de 2001, debido a la apreciación del euro.

Éste sería el último movimiento de tipos bajo la presidencia de Duisenberg. El 1 de noviembre el francés Trichet toma el relevo, sin que se esperen cambios significativos de su mandato. El nuevo presidente se encontrará con una estrategia de política monetaria recientemente revisada, en la que se han clarificado los aspectos más controvertidos, como la definición de estabilidad de precios y el papel del agregado monetario M3. Así, se ha especificado que el objetivo de estabilidad de precios es una inflación "por debajo, pero cerca del 2%", lo que deja un margen de seguridad contra la deflación. Asimismo, se ha redefinido el papel del pilar monetario, que incluye no sólo M3 sino también otros agregados monetarios y crediticios, como un indicador de medio y largo plazo que complementa el análisis del resto de indicadores, y que puede resultar muy útil, por ejemplo, en la detección de burbujas. En suma, se han confirmado las pautas que en la práctica parecía estar siguiendo el banco central, con lo que se ha desaprovechado la oportunidad para realizar una revisión de mayor calado.

Con una inflación bajo control, y una actividad que despegará lentamente, no se producirán subidas de tipos hasta mediados de 2004.

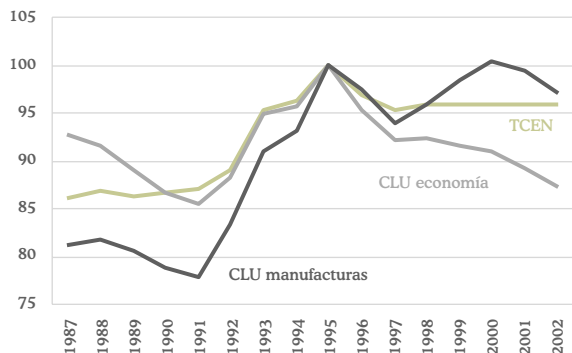
Gráfico 3.8.
UEM. Índice de condiciones monetarias (ICM) y tipo de interés real



Fuente: BCE y BBVA

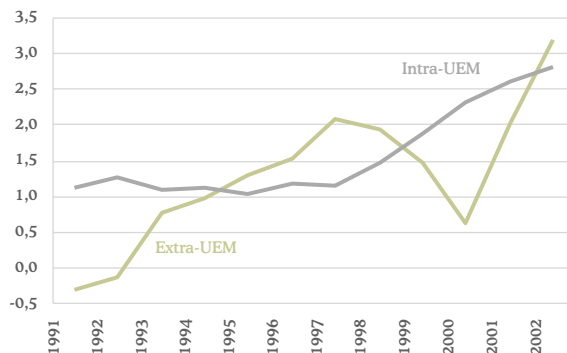
Alemania: ¿deflación de entrada?

Alemania. TCEN y TCER frente al resto de la UEM



Fuente: Comisión Europea

Alemania. Saldo comercial intra y extra UEM En porcentaje del PIB



Fuente: Bundesbank

La Reserva Federal ha sido el banco central que más preocupación ha manifestado, públicamente, por el riesgo de deflación. Pero, a juzgar por los indicadores, sería Alemania y no EE.UU. el país industrializado con mayor riesgo de acercarse a esta situación. Así se desprende de un reciente estudio del FMI¹. Ciertamente, en Alemania, al igual que en EE.UU., se siguen sufriendo las consecuencias del estallido de la burbuja bursátil, la actividad crece por debajo del potencial, los indicadores de precios muestran la ausencia de presiones inflacionistas y las empresas y familias presentan un elevado nivel de endeudamiento. Pero además, la probabilidad de una restricción al crédito, aunque pequeña, es mayor en Alemania que en EE.UU., habida cuenta de la relativamente peor situación del sistema financiero alemán. A esto se une el escaso margen de políticas de demanda en Alemania, con una política monetaria que el BCE fija en función de las condiciones del conjunto de la UEM, y una política fiscal que debido a la escasa consolidación en períodos de mayor crecimiento, ha conducido al déficit a superar los límites establecidos en el Pacto de Estabilidad. La apreciación acumulada del euro en los últimos meses es otro factor de presión deflacionista en Alemania. En el lado positivo, no existen indicios de una posible burbuja inmobiliaria en Alemania.

Sin embargo, ni las autoridades alemanas ni el BCE parecen mostrar preocupación por la deflación. En primer lugar, porque estiman que la probabilidad de incurrir en un escenario de deflación severa es muy pequeña. El Instituto Kiel, por ejemplo, utilizando su modelo de predicción, cifra esta probabilidad en el 7,4%². Asimismo, utilizando una curva de Phillips, se obtiene que para llegar a un escenario de deflación es necesario la combinación de un componente cíclico muy negativo (del -4%), una caída del precio de importación del -6% (incluso mayor que la registrada tras la crisis asiática o a principios de los 90) y una reducción del precio del petróleo del 25%.

En segundo lugar, se considera que dado que Alemania pertenece a una unión monetaria, es difícil que entre en una espiral de deflación-recesión si el resto de países de la zona sigue registrando inflaciones positivas. Por un lado, importaría inflación de estos países vía precios de importación, y por otro, ganaría competitividad frente a ellos por el diferencial negativo de inflación, lo que repercutiría positivamente sobre las exportaciones y, por tanto, sobre la actividad. Es más, algunos autores defienden que las bajas tasas de inflación de Alemania no son más que el reflejo de la necesidad de este país de recuperar competitividad por haber entrado en la UEM con un tipo de cambio del marco respecto al euro demasiado sobrevalorado.

Efectivamente, la competitividad alemana respecto al resto de países de la UEM, medida a través del tipo de cambio efectivo real, se deterioró significativamente tras la reunificación. Por un lado, el marco, que actuaba de moneda ancla del SME, se apreció significativamente en la primera mitad de los 90 a raíz de las intensas devaluaciones de la lira, la peseta y el escudo. Por otro lado, el diferencial de costes laborales e inflación evolucionaron al alza. Según cálculos de la Comisión Europea, los mayores costes laborales unitarios relativos (CLUs) de Alemania Oriental (los salarios más bajos no compensaban el diferencial de productividad), llevaron en 1991 a unos CLUs medios en Alemania un 2,7% más elevados que los de Alemania Occidental³. A esto hay que unir la falta de moderación salarial durante la primera mitad de los 90 en comparación con sus socios europeos (en parte debido a la convergencia salarial de Alemania del Este). De hecho, la competitividad empeoró no sólo respecto al resto de países de la futura UEM, sino también respecto a un conjunto más amplio de países industrializados.

Parte de este deterioro se corrigió los años previos al inicio de la UEM, tanto a través de una ligera depreciación del marco, como de una evolución del diferencial de costes y precios más favorable. Con todo, Alemania llegó a la fecha de la introducción del euro en una situación relativamente peor, en términos de competitividad, que antes de la reunificación. Con el agravante de que, a partir de entonces, las ganancias adicionales de competitividad respecto al resto de países miembros sólo podían recaer en el ajuste relativo de salarios y productividad. La evidencia sobre la evolución de la competitividad alemana desde entonces es mixta. Según datos de la Comisión Europea, si se considera el comportamiento relativo de los CLUs en el sector de manufacturas, la mejora de competitividad ha sido prácticamente nula desde 1999 respecto al resto de países de la zona. Únicamente la depreciación del euro permitió mejorar la posición competitiva de Alemania respecto al área extra-UEM. En cambio, si se considera los CLUs del conjunto de la economía⁴, prácticamente se habrían recuperado los niveles de competitividad previos a la reunificación⁵. El creciente saldo comercial positivo de Alemania con el resto de la zona euro puede ser reflejo de cierta ganancia de competitividad en los últimos años, pero también de la comparativamente mayor debilidad de la demanda interna alemana.

En definitiva, parece que la probabilidad de deflación en Alemania es pequeña. La propia rigidez nominal contribuye, en un primer momento, a paliar este riesgo. Además, al formar parte de un área monetaria común, la probabilidad de caer en una espiral deflacionista se reduce. Por un lado, porque importa inflación a través de los precios de importación, y por otro porque el crecimiento más bajo de los precios se traduce en ganancias de competitividad, algo que le viene bien a la economía alemana, habida cuenta del deterioro que experimentó tras la reunificación. Cabe esperar que estos canales, que funcionan de forma inmediata en una economía pequeña y muy abierta, también tengan cierto efecto en una de dimensión más grande como la alemana.

¹ "Deflation: Determinants, Risks and Policy Options, Findings of an Interdepartmental Task Force", FMI, April 2002.

² Probabilidad de que el IPC caiga durante tres trimestres consecutivos más de un 1%. Véase "Die Weltwirtschaft, Heft 2", June 2003. Este informe también señala que la probabilidad de pequeña reducciones en el IPC es mayor (del 34%), lo que estaría en línea con la probabilidad (20-30%) que otorga Deutsche Bank, a partir de una tabla de indicadores, a un escenario de este tipo. Véase "Deflation: low probability - high costs", Deutsche Bank Research, June 2003

³ Véase "Price and cost competitiveness report", Comisión Europea, 1Q2000.

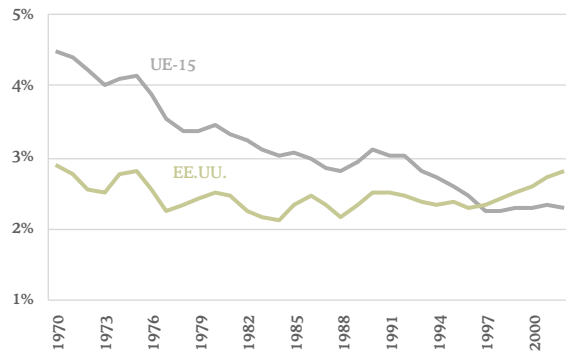
⁴ Según el Bundesbank, los CLUs de manufacturas no son la mejor medida para comparar la competitividad entre países ya que no tiene en cuenta que el sector de manufacturas en Alemania utiliza relativamente más productos de otros sectores domésticos e importados que sus socios comerciales.

⁵ También el FMI coincide en que la mejora de competitividad es mayor si se consideran los CLUs del total de la economía que los CLUs de manufacturas, aunque la diferencia entre ambas medidas es menor que la que proporcionan los datos de la Comisión Europea. Véase "Germany, Selected Issues.", IMF Country Report 02/240, October 2002.

Inversión pública y consolidación fiscal

Formación bruta de capital público

En porcentaje del PIB



Fuente: Comisión Europea

	Crecimiento medio anual del peso de la formación bruta de capital pública en el PIB		Correlación entre el crecimiento del peso de la formación bruta de capital público y el impulso fiscal	
	1970-2002	1990-2002	1970-2002	1990-2002
Bélgica	-2,6%	-1,0%	-26,5%	-5,5%
Dinamarca	-2,7%	0,0%	2,5%	28,3%
Alemania	-2,4%	-2,5%	-27,7%	-17,4%
Grecia	1,8%	2,0%	-15,1%	6,0%
España	1,9%	-0,9%	-41,1%	-46,4%
Francia	-0,3%	-0,2%	-19,8%	-27,7%
Irlanda	1,2%	7,8%	-58,1%	-43,1%
Italia	-0,9%	-3,3%	-36,1%	-20,2%
Países Bajos	-0,3%	1,1%	-17,4%	-12,6%
Austria	-4,0%	-6,8%	21,1%	9,8%
Portugal	1,6%	1,6%	-40,1%	15,0%
Finlandia	-1,2%	-1,4%	-45,2%	-65,9%
Suecia	-2,3%	1,5%	-24,8%	-42,9%
Reino Unido	-3,1%	-3,3%	-35,4%	-41,1%
Promedio UE	-1,5%	-1,8%	-28,2%	-24,3%

Fuente: Comisión Europea y BBVA

En la última desaceleración, algunos países de la UEM, como por ejemplo Alemania, Francia y Portugal han alcanzado niveles de déficit público sobre PIB superiores al límite máximo del 3% establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), y otros países como Italia podrían superarlo en 2004. Los límites de déficit del PEC no tienen en cuenta la composición del gasto. En este sentido, algunos autores¹ defienden que deberían modificarse las reglas del PEC para flexibilizar los criterios de consolidación fiscal cuando el gasto se destina a inversión pública. La justificación de este argumento es análoga a la que se utiliza en el ámbito de la contabilidad empresarial: dado que la inversión genera retornos en el futuro, tiene sentido distribuir sus costes a lo largo del tiempo, en lugar de atribuirlos al momento en el que se realiza el gasto. La idea de incorporar esta «regla de oro de la inversión» en los criterios de medición del gasto público ha sido objeto de debate en los últimos meses, especialmente tras las declaraciones de algunos líderes políticos en favor de la misma. En este contexto, cabe plantearse en qué medida el proceso de consolidación fiscal de la última década en Europa ha supuesto una limitación para la inversión pública.

El peso de la inversión pública en el PIB se ha reducido. Un repaso a los datos muestra que el peso sobre el PIB de la inversión pública ha disminuido en buena parte de las economías desarrolladas en las últimas décadas. La reducción de la inversión pública podría deberse a la necesidad de consolidación fiscal en economías con elevado endeudamiento. Por lo general, resulta complejo reducir partidas de gasto corriente, que en buena medida está comprometido (salarios, prestaciones sociales, etc.), en contraste con el gasto en inversión, que se puede diferir con un coste político reducido. En este sentido, la evidencia muestra que en Europa el mínimo de la inversión pública respecto del PIB se alcanzó en 1998, coincidiendo con el máximo histórico de la carga de intereses sobre PIB (5,5%) y con la revisión definitiva de los criterios de ingreso en la UEM. Con todo, existen otros factores que podrían explicar la tendencia decreciente del peso de la inversión pública². Entre ellos, cabe destacar que a medida que aumenta el nivel de desarrollo de las economías y se realizan las infraestructuras básicas, la productividad marginal del capital público decrece. Por último, los procesos de privatización se han generalizado en las dos últimas décadas y se han desarrollado mecanismos de cooperación entre el sector público y el privado, mediante empresas mixtas y entes de distinta naturaleza jurídica cuya inversión no se contabiliza como gasto público.

Como se observa en el cuadro adjunto, en la mayoría de países europeos la tasa de crecimiento promedio del cociente entre la formación bruta de capital del sector público y el PIB fue negativa durante el período 1970-2003, excepto en los países con un menor nivel de renta *per capita* inicial, como España, Portugal, Grecia e Irlanda. Con todo, esta media es aún más negativa en el período 1990-2002, lo cual es consistente con un impacto negativo del proceso de consolidación fiscal de los años noventa sobre la inversión pública (aunque los comportamientos difieren notablemente entre países). Alternativamente, es posible analizar el efecto de la consolidación fiscal, entendida como reducción del déficit estructural, mediante la correlación entre el cambio en dicho déficit y el incremento del peso de la formación bruta de capital del sector público en el PIB. En la mayoría de países se aprecia una correlación negativa para el período 1970-2002, que no parece haber cambiado significativamente en la última década³. Estos resultados suponen cierta evidencia de un efecto negativo de la consolidación fiscal sobre la inversión pública. Con todo, en el período posterior a la implantación del euro se ha producido un leve repunte de la inversión pública (su peso en el PIB creció un promedio del 1% en el período 1999-2002). Por lo tanto, el efecto del actual marco de la política fiscal en Europa sobre la inversión pública resulta ambiguo. En este sentido, un reciente trabajo de la Comisión Europea concluye que el marco del PEC habría tenido dos efectos contrapuestos sobre la inversión pública. Por una parte, los requerimientos de disciplina fiscal habrían llevado a algunos gobiernos a reducir su gasto en inversión. Por otra parte, las expectativas de un menor endeudamiento (y de una menor carga de intereses en el futuro), habría tenido un efecto positivo sobre la inversión pública.

La propuesta de compatibilizar el PEC con una «regla de oro de la inversión» resulta difícilmente discutible desde una perspectiva teórica. Sin embargo, su implantación supondría, al menos, tres importantes problemas. El primero de ellos es que dicha regla generaría incentivos para contabilizar un mayor número de partidas como inversión, lo que permitiría un aumento del déficit público hasta niveles indeseables. El segundo es que al primar la inversión en capital físico sobre la educación (capital humano) o la I+D (capital tecnológico), que se contabilizan como gasto corriente, se introduciría una distorsión con potenciales consecuencias negativas para el crecimiento a largo plazo. Por último, la visión de la «regla de oro» no tiene en cuenta que los gastos de capital tienen asociados gastos corrientes. A todo ello cabe añadir que, como se ha visto anteriormente, la evidencia de un efecto negativo del actual marco de política fiscal sobre la inversión pública en la UE es poco concluyente⁴. En definitiva, los beneficios de flexibilizar la contabilización del gasto en inversión en el PEC podrían ser menores que sus costes.

¹ Véase, por ejemplo, Blanchard y Giavazzi (2003): "Improving the SGP through a proper accounting of public investment".

² Véase Comisión Europea (2003): "Public Finances in EMU-2003". *European Economy*, nº 3.

³ Con todo, este resultado debe tomarse con precaución porque la mayoría de correlaciones para este último subperíodo son no significativas, dado el reducido número de observaciones.

⁴ Véase Galí y Perotti (2003): "Fiscal policy and monetary integration in Europe". *CEPR*, DP3933.

Reino Unido

El consumo pierde gas

En los últimos años, el Reino Unido ha crecido más que el resto de las grandes economías europeas. Este buen comportamiento se ha basado en el crecimiento del consumo público y, sobre todo, en el dinamismo del consumo privado, soportado por la favorable evolución de la renta disponible y de la riqueza inmobiliaria. Por el contrario, la inversión ha se ha mantenido débil (creció un -1,0% en 2002) y el sector exterior ha tenido una notable aportación negativa al crecimiento.

Sin embargo, este patrón de crecimiento parece haber cambiado en la primera mitad de 2003. En el primer trimestre, el crecimiento fue del 0,1% trimestral, mínimo desde 1992. Dicha desaceleración, se debió fundamentalmente a la moderación del consumo, que creció a una tasa del 0,2%, en contraste con el 1% del cuarto trimestre de 2002. Los datos del segundo trimestre apuntan en la misma dirección. A pesar del repunte de la confianza de los consumidores, las ventas minoristas han moderado su crecimiento desde un 6,1% interanual en diciembre de 2002 hasta un 3,1% en mayo. En los próximos meses, la renta disponible crecerá a tasas muy moderadas, cercanas al 2%, en un contexto de práctico estancamiento del empleo y de moderación de los salarios. Por otra parte, cabe esperar que continúe la tendencia a la desaceleración de los precios inmobiliarios de los últimos meses (del 30,1% interanual en octubre de 2002 al 18,8% en junio de 2003, según Halifax), lo que moderará el crecimiento de la riqueza inmobiliaria. Con todo ello, a pesar de que los tipos de interés se encuentran en mínimos, cabe esperar una desaceleración progresiva del consumo privado, que en promedio crecerá un 2,3% en 2003, en contraste con el 3,7% de 2002. El consumo público, en cambio, mantendrá un dinamismo similar al de los últimos años, creciendo a una tasa del 3,5% en 2003. El tono expansivo de la política fiscal supondrá un aumento notable del déficit estructural, que aumentará aproximadamente un 1% en términos de PIB, situándose ligeramente por debajo del 2%.

La inversión, por su parte, continuará con la tónica de debilidad de los últimos años, a pesar de que el coste de financiación se encuentra en mínimos históricos. Se espera que en el conjunto del año crezca un 0,9%, con un ligero repunte a finales de año, en parte por la reactivación de las ventas al exterior. En este sentido, se espera una reducción de la aportación negativa del sector exterior, por la ligera recuperación de las exportaciones, apoyadas en la depreciación de la libra, que alcanzó un 5% en términos efectivos nominales en la primera mitad de 2003.

En conjunto, se espera que el PIB de Reino Unido crezca un 1,7% en 2003, ligeramente por debajo del 1,9% de 2002. De cara a 2004, se espera una recuperación moderada del crecimiento, que en media se situará en el 2,4%, todavía por debajo del potencial de la economía británica.

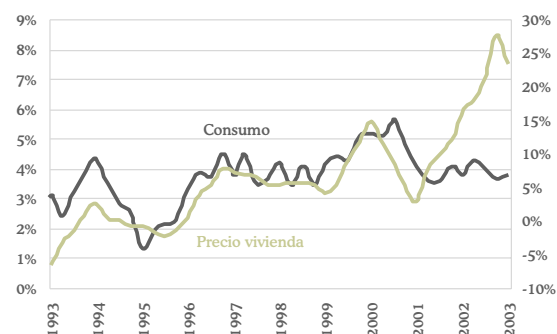
Recientemente, el Banco de Inglaterra (BoE) ha recortado los tipos de interés oficiales hasta el 3,50%. Con ello, el BoE siguió los movimientos de la Reserva Federal y del BCE y situó los tipos de interés en su nivel mínimo desde 1955. Dicha decisión se justificó por las señales de debilidad de la demanda interna y por las expectativas de moderación de la inflación¹. Actualmente ésta se mantiene por encima del objetivo del 2,5% (2,8% en junio de 2003), pero se espera una desaceleración progresiva de los precios de la vivienda y de los servicios, que la situarán en un 2,7% en el promedio del año. En este contexto, cabe esperar que los tipos de interés se mantengan en el 3,50% durante todo el año 2003 y que no se producirán nuevas subidas hasta el primer trimestre de 2004.

¹ El BoE toma como referencia la inflación RPIX, que no tiene en cuenta las hipotecas.

Gráfico 3.9.

Reino Unido. Consumo y precios de la vivienda

En tasa interanual



Fuente: Oficina Nacional de Estadística y Halifax

Cuadro 3.4.

Reino Unido. Cuadro macroeconómico y previsiones

Variación interanual	2001	2002	2003	2004
Consumo Privado	4,1	3,7	2,3	2,0
Consumo Público	2,5	3,3	3,5	3,5
Form.B.C.Fijo	1,0	-1,0	0,9	2,9
Var.Existencias (*)	-0,6	0,0	0,1	0,0
Dd. Nacional (*)	2,6	2,8	2,4	2,4
Exportaciones	0,9	-0,9	0,3	3,2
Importaciones	2,3	2,1	2,2	2,9
Saldo Exterior (*)	-0,6	-1,1	-0,8	-0,2
PIB a p.m.	2,2	1,9	1,7	2,4
Inflación	2,1	2,2	2,7	2,5

(*) Aportación al crec. del PIB.

Fuente: Oficina Nacional de Estadística y BBVA

4. Asia

Japón: ¿más inversión?

En el primer trimestre de 2003, la economía japonesa creció un 0,1% en tasa trimestral, lo que supone una desaceleración respecto al trimestre anterior, en el que la economía nipona creció un 0,4%. A pesar de ello, el dato fue ligeramente mejor de lo esperado. La moderación del crecimiento se debió en buena parte al comportamiento de la inversión, que cayó un 0,4% trimestral tras tres trimestres consecutivos de crecimiento positivo, y del sector exterior. Ambos componentes se vieron negativamente afectados por la incertidumbre asociada con el conflicto de Iraq. En el lado positivo, cabe destacar el comportamiento del consumo privado, que creció por encima de las expectativas (un 0,2% trimestral).

Algunos de los datos conocidos en el segundo trimestre han sorprendido positivamente, especialmente los relacionados con la evolución empresarial. Entre ellos cabe destacar la fuerte subida del índice Tankan de grandes empresas, que recoge el sentimiento de las empresas de más de 1000 trabajadores. Este índice aumentó de -10 a -5, el mayor nivel desde el primer trimestre de 2001, debido a la buena evolución de las bolsas (el índice Nikkei 225, que se encontraba en valores mínimos de los últimos 20 años, aumentó un 14% en el segundo trimestre de 2003), la práctica erradicación del Síndrome Respiratorio Agudo Severo (SARS) y disminución de la incertidumbre geopolítica. Además, la encuesta mostró la disposición de las empresas a incrementar su gasto en inversión. Las buenas noticias del Tankan vienen a unirse a otros datos positivos como son el incremento de la producción industrial, el repunte de las exportaciones en abril y mayo y el aumento de la capacidad utilizada, que se sitúa en el 97,2%, máximo desde marzo de 2001. Todo ello ha hecho que mejoren las expectativas de inversión en la economía japonesa.

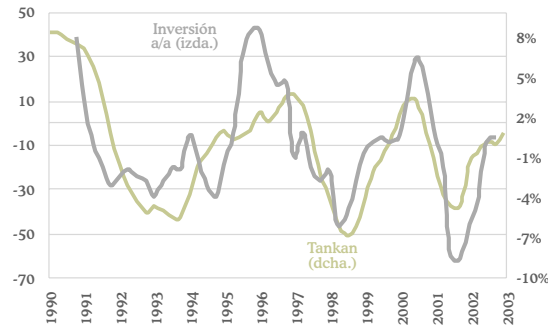
Mucho menos optimista es el balance en cuanto al consumo. La confianza de los consumidores se ha mantenido prácticamente estancada en los últimos meses, a pesar de la finalización de la guerra en Iraq, la desaparición del temor al SARS y la recuperación de las bolsas. Ello se ha debido en buena medida al aumento del desempleo, que se sitúa en el 5,4%, a una décima de su máximo histórico, y que se espera que siga aumentando en los próximos meses. En este contexto, el gasto de los consumidores se ha mantenido prácticamente estancado y tanto las ventas minoristas, como las ventas en grandes superficies siguen sin mostrar señales de recuperación.

Para el conjunto del año se espera una moderación progresiva del consumo, que en promedio crecerá un 0,7%, en contraste con el 1,3% de 2002. El consumo público también se desacelerará, a pesar de que déficit público podría superar 8,5% el PIB. Por el contrario, la inversión registrará un crecimiento positivo del 0,6%, tras la fuerte caída de 2002. La aportación positiva del sector exterior se reducirá respecto a 2002 por la notable desaceleración de las exportaciones. En conjunto, el PIB de Japón crecerá un 1% en 2003, con un cambio muy notable en la aportación de la demanda interna, que pasará a tener una aportación positiva gracias al comportamiento de la inversión, y una menor aportación al crecimiento del sector exterior. En 2004, el crecimiento podría situarse a la misma tasa que en 2003.

La deflación continúa en Japón. En los primeros 5 meses de 2003 los precios al consumo cayeron un 0,2% en promedio, lo que supone una moderación de la deflación respecto a meses anteriores (en 2002 el IPC creció un -0,9%). Sin embargo, este comportamiento se debe en buena parte a factores transitorios, como el aumento de los precios del petróleo, el encarecimiento del gas y de la electricidad. Por lo tanto, en los próximos meses cabe esperar una desaceleración adicional de los precios, que se situarán en tasas cercanas el -1,0% a finales de 2003.

En este contexto, la política monetaria ha mantenido su carácter expansivo. En mayo, el Banco de Japón aumentó el nivel de referencia para las cuentas corrientes en el Banco Central hasta un máximo de 30 billones de

Gráfico 4.1. Japón. Tankan grandes empresas e inversión



Fuente: ESRI y Banco de Japón

Gráfico 4.2. Japón. Tasa de desempleo. Porcentaje de la población activa



Fuente: Oficina Nacional de Estadística

Cuadro 4.1. Japón. Cuadro macroeconómico y previsiones

Variación interanual	2001	2002	2003	2004
Consumo Privado	1,7	1,3	0,7	0,5
Consumo Público	2,5	2,3	1,3	0,9
Form.B.C.Fijo	-1,2	-4,8	0,6	1,6
Var.Existencias (*)	0,0	-0,4	0,1	0,0
Dd. Nacional (*)	1,1	-0,6	0,9	0,8
Exportaciones	-6,1	8,1	4,8	5,5
Importaciones	0,1	2,0	4,0	4,0
Saldo Exterior (*)	-0,7	0,7	0,2	0,2
PIB a p.m.	0,4	0,1	1,0	1,0
Inflación	-0,7	-0,9	-0,5	-0,4

(*) Aportación al crec. del PIB.

Fuente: ESRI y BBVA

yenes (en los primeros meses del año este límite era de 22 billones). Adicionalmente, en junio se decidió dar luz verde a la compra de títulos respaldados por activos de las empresas, lo que supone un nuevo canal para la inyección de liquidez en la economía que se pondrán en marcha a finales de julio.

China mantiene el ritmo

Tras crecer un 8% en 2002, diversos factores apuntan a una desaceleración de la economía china en 2003. En primer lugar, la aparición del SARS ha generado incertidumbre que ha afectado a los intercambios comerciales en el segundo trimestre y ya retrasado algunas decisiones de inversión directa. En segundo lugar, aunque las exportaciones crecen a buen ritmo, la debilidad de la demanda en los principales países importadores de productos chinos, como EE.UU. y Japón, supondrá una moderación de las exportaciones respecto a 2002, a pesar de que se mantienen las ventajas competitivas de esta economía como son unos costes salariales reducidos y un tipo de cambio estable¹ en términos reales. En este contexto, cabe esperar que las importaciones crezcan más que las exportaciones y que se reduzca el superávit corriente que podría pasar del 1,9% del PIB en 2002 al 1,5% en 2003. En tercer lugar, el gasto público tendrá una contribución al crecimiento menor que en 2002. En los últimos años, el gobierno chino ha realizado un importante esfuerzo de inversión pública en infraestructuras. Sin embargo, las previsiones apuntan a una reducción de este gasto en 2003, por la incertidumbre que ha comenzado a generar un posible endeudamiento excesivo del gobierno chino, preocupado por su capacidad para responder a posibles problemas en el sistema financiero. Con ello, el déficit público podría reducirse desde el 3,0% de 2002 al 2,8% en 2003. Todo ello contribuirá a que el PIB Chino crezca un 6,8% en 2003, con una aceleración moderada en 2004 basada en la mejoría del entorno internacional.

Tras registrar una inflación negativa en 2002 (-0,8%), ésta parece volver al terreno positivo en los últimos meses (en promedio, la inflación ha sido de un 0,7% interanual en el segundo trimestre de 2003). Sin embargo, continúan las presiones deflacionistas en la economía provocadas por las reducciones en los precios de importación asociados al ingreso en la OMC, el aumento de la productividad y el exceso de capacidad en algunos sectores. Para el conjunto del año se espera que la inflación continúe siendo ligeramente positiva y se sitúe en el 0,5% en promedio.

Dinamismo relativo en el resto de Asia

Las economías asiáticas sorprendieron por su buen comportamiento en 2002 y se espera que mantengan un notable dinamismo en 2003 y 2004. El crecimiento en el conjunto del área será del 5,7% en 2003, un punto porcentual menor que en 2002. Esta desaceleración del crecimiento se debe a la incertidumbre geopolítica en los primeros meses del año y a la epidemia de SARS, que afectó notablemente a economías como Hong Kong. Con todo, existen comportamientos distintos dentro de la región. Así, la mayor desaceleración del crecimiento se produce en los Nuevos Países Industrializados (NPI) del sudeste asiático, especialmente en Corea, donde el consumo se está desacelerando y la confianza de los inversores podría verse dañada por la incertidumbre geopolítica derivada la situación en Corea del Norte. Por el contrario, en la economías menos desarrolladas de la zona el crecimiento será muy similar al del año anterior, apoyado por una políticas de demanda expansivas y el buen comportamiento del sector exterior.

Las presiones deflacionistas continuarán presentes en la zona. Hong Kong continuará registrando un crecimiento de los precios negativo, consecuencia de una integración cada vez mayor con la economía china y el descenso de los precios inmobiliarios de los últimos años, mientras que Singapur y Taiwan podrían dejar atrás la deflación. En el lado contrario, la inflación continuará disminuyendo en Indonesia desde tasas cercanas el 12% hasta el 8%.

¹ China mantiene un tipo de cambio fijo de 8,3 Rmb/\$.

Gráfico 4.3.

China. Grado de apertura



Fuente: IIF

Cuadro 4.2.

Asia. PIB e inflación en los países asiáticos

	Previsiones de crecimiento			
	2001	2002	2003	2004
NPI	0,8	4,6	3,4	4,2
ASEAN	2,6	4,3	4,1	4,3
China	7,3	8,0	6,8	7,3
TOTAL*	5,3	6,7	5,7	6,2

	Previsiones de inflación			
	2001	2002	2003	2004
NPI	2,0	1,0	1,7	1,9
ASEAN	6,7	6,1	5,4	4,9
China	0,7	-0,8	0,5	1,5
TOTAL*	2,1	0,8	1,6	2,2

* Agregación de los países NPI, ASEAN y China. Nuevos Países Industrializados: Corea, Hong Kong, Taiwan y Singapur. Países ASEAN: Malasia, Tailandia, Indonesia y Filipinas.

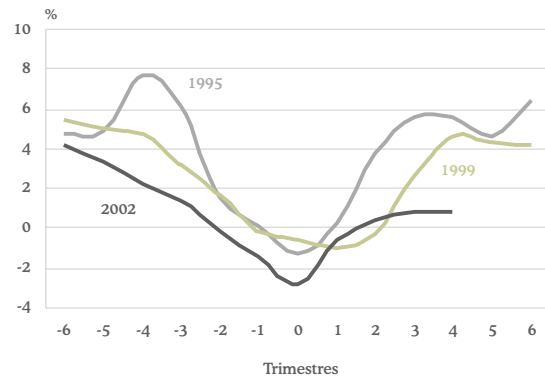
Fuente: FMI y BBVA.

Cuadro 5.1.
América Latina. Crecimiento del PIB
En puntos porcentuales

	2001	2002	2003	2004
Argentina	-4,4	-10,9	5,7	4,0
Brasil	1,5	1,5	1,5	2,9
Chile	3,1	2,1	3,0	4,4
Colombia	1,4	1,7	2,5	2,8
México	-0,3	0,9	1,6	2,7
Perú	0,2	5,3	3,8	3,5
Uruguay	-3,4	-10,8	-3,6	5,0
Venezuela	2,7	-8,9	-12,3	8,2
LATAM ¹	0,4	-0,6	1,4	3,4

1. Media de los ocho países mencionados
Fuente: BBVA

Gráfico 5.1.
Comportamiento del PIB en las
recesiones



Fuente: BBVA

Cuadro 5.2.
Correlaciones del componente cíclico del
PIB
(a partir de datos trimestrales)

	1969:1 - 2003:1*			1997:1 - 2003:1			
	UEM	EE.UU.	Es- paña	Mé- xico	La- tam	Mé- xico	La- tam
UEM	41%	79%	25%	26%	83%	52%	
UEM(-1)	26%	71%	17%	12%	63%	44%	
UEM(-2)	8%	62%	15%	-3%	35%	32%	
EEUU	41%		12%	15%	45%	80%	44%
EEUU(-1)	51%		17%	18%	48%	89%	57%
EEUU(-2)	57%		23%	16%	41%	83%	65%
España	79%	12%		15%	15%	78%	37%
España(-1)	82%	9%		18%	4%	67%	33%
España(-2)	76%	5%		22%	1%	48%	31%
México	25%	15%	15%		60%		74%
Latam	26%	45%	15%	60%		74%	

* En España y México sólo se dispone de datos desde 1980. La serie de Latinoamérica comienza en 1991.
En negrita las correlaciones máximas entre los ciclos de distintos países.
Fuente: BBVA

5. América Latina

Las entradas de capitales extranjeros se estabilizarán en 2003

La recuperación de América Latina sigue siendo lenta. La comparación de los perfiles de salidas de crisis, en términos de crecimiento, durante los años 1995, 1999 y 2002-2003, corrobora esta lentitud como lo muestra el gráfico adjunto. Si bien la dispersión de tasas de crecimiento es amplia, con Argentina y Perú en un extremo y Venezuela en el otro, el crecimiento promedio de la región no debería superar el 1,5% en 2003. En el primer trimestre, el crecimiento del PIB regional fue de 0,7%, Argentina y Perú fueron los líderes con tasas superiores al 5% anual y Venezuela experimentó una contracción récord (-29% anual). La región sigue a la espera de la confirmación del repunte de EE.UU. Este factor llevará a un repunte del crecimiento del América Latina hasta el 3,4% en 2004.

De hecho, América Latina es una de las regiones más sensibles a las transmisiones de choques negativos o positivos de la economía estadounidense. Argentina y México, según un reciente estudio econométrico que abarca el período 1980-2002¹, fueron las dos economías latinoamericanas más sensibles a estos shocks, siendo las balanzas comerciales y las tasas de inflación las variables que más fluctúan en respuesta a choques estadounidenses. En el otro extremo están economías como la chilena, más dependiente de las fluctuaciones internacionales y no sólo de las estadounidenses.

El análisis de las correlaciones cíclicas entre las principales economías desarrolladas y las economías emergentes, con datos trimestrales, también corrobora que los vínculos se han estrechado a lo largo del período 1991-2003. Así, la correlación entre el área latinoamericana y EE.UU. pasó de 48% a 65%. El caso de México es aún más llamativo con una correlación cíclica con EE.UU. que fue aumentando de manera significativa a lo largo de los últimos años, hasta situarse en niveles cercanos al 90%. Estos datos confirman lo ya apuntando por el Banco de México y por el Servicio de Estudios de BBVA en estudios anteriores². De recuperarse la economía estadounidense, la economía mexicana sería una de las primeras en acelerarse. En el caso contrario, y combinándose con un eventual *sudden stop* reformador, México sería una de las más afectadas.

Merece una mención especial, el vínculo entre las tasas de interés estadounidenses y los flujos de capitales hacia América Latina³. Durante el primer semestre 2003 y paralelamente a la caída de IED, los inversores de cartera, en búsqueda de rendimientos en un entorno internacional con tasas de interés en mínimos históricos, incrementaron significativamente su demanda por activos emergentes. Esto originó un rally en toda la clase de activos, siendo el principal motor el exceso de liquidez. El repunte de las tasas y el incremento de los beneficios empresariales en EE.UU. podrían sin embargo agotar este rally. De hecho se atisban las primeras señales que sugieren que podríamos estar experimentando si no el fin por lo menos el agotamiento de dicho rally: los niveles de posiciones cash de los fondos de renta fija emergente subieron al 4,1% en mayo (2% en abril); se inició una reducción de la exposición a emergentes de los fondos de renta fija internacional (del 2,8% en abril a un 2,6% en mayo); por último, desde mediados de junio, hubo salidas de capital de los fondos de renta fija emergentes por primera vez desde el inicio del rally, en octubre 2002 (durante la última semana de junio estas salidas representaron el 0,33% del total de los activos de estos fondos).

¹ Ver, para mas detalle, Fabio Canova, "The transmission of US shocks to Latin America", *CEPR Discussion Paper Series*, número 3963, Julio 2003.

² Ver A. Cuevas, M. Messmacher y A. Werner, "Sincronización macro entre México y sus socios comerciales del TLCAN", *Banco de México, Doc Investigación*, Enero 2003, <http://www.banxico.org.mx/gPublicaciones/DocumentosInvestigacion/docinvves/doc2003-1/doc2003-1.pdf>; J. Blázquez y J. Santiso, "México: ¿un ex emergente?", *Documento de Trabajo, Servicio de Estudios, BBVA*, Abril 2003, http://ws1.grupobbva.com/TLWA/esp/servicio_estudios/documentos_trabajo.html

³ Para un análisis más completo sobre los impactos de EE.UU. en los emergentes, ver C. Reinhart y V. Reinhart, "What hurts most? G-3 exchange rate or interest rate volatility", *NBER Working Paper Series*, 8535, 2001 y 2002 (versión reducida).

6. Mercados

Tipos de interés

Del riesgo geopolítico al temor a la deflación

Finalizado el periodo de incertidumbre consecuencia de la guerra de Iraq, el mercado ha vuelto a centrar la atención en los datos económicos a la espera de noticias que permitan apostar por una recuperación de la actividad. Sin embargo, el decepcionante ritmo de crecimiento y las bajas tasas de inflación hicieron resurgir el temor a la deflación en los mercados. Así, el riesgo de deflación, aunque se le asigna una probabilidad mínima, se ha convertido en el centro de atención de las autoridades monetarias, de los organismos internacionales y de los mercados (véase recuadro “Un indicador de riesgo económico descontado por los mercados”). En este contexto de incertidumbre, desde principios del mes de marzo, se observó una notable divergencia entre la evolución de los distintos mercados de activos. Mientras el riesgo de deflación y la relajación de la política monetaria situaron los tipos de interés en mínimos históricos, lo que permitió importantes ganancias en el mercado de deuda, los precios bursátiles aumentaron y los diferenciales de crédito se redujeron. Al comenzar el verano, un tono más optimista de la Reserva Federal hizo que los tipos de interés a largo plazo abandonaran los niveles mínimos y volvieran a situarse más próximos a los valores medios de finales de 2002 y principios de 2003, corrigiendo en gran parte esta divergencia. Con todo, surgen dudas sobre el mantenimiento de esta tendencia en los próximos meses en la medida en que la corrección de un excesivo temor a la deflación y no la mejoría de las expectativas de actividad parece ser el principal determinante del aumento de los tipos de interés.

Tipos a corto plazo más reducidos todavía

La escasez de datos económicos favorables y las escasas presiones inflacionistas motivaron nuevas reducciones de los tipos de interés oficiales por parte de los principales bancos centrales¹. En este contexto, los tipos de interés del mercado interbancario volvieron a reducirse, a la vez que descendían las expectativas de tipos de interés a tres meses descontadas en el mercado de futuros. En EE.UU. los tipos a corto plazo se sitúan en niveles tan bajos que se cuestiona la efectividad y viabilidad de nuevas reducciones. Para el futuro, se siguen descontando aumentos de los tipos de interés que tendrían lugar en la segunda mitad de 2004. En la UEM, por su parte, todavía se espera un nuevo descenso de los tipos oficiales. De hecho, la pendiente de la curva monetaria permanece negativa. El progresivo deterioro de las perspectivas de crecimiento y la escasez de presiones inflacionistas, en un contexto de notable apreciación del euro, parecen ser los factores que subyacen a esta situación.

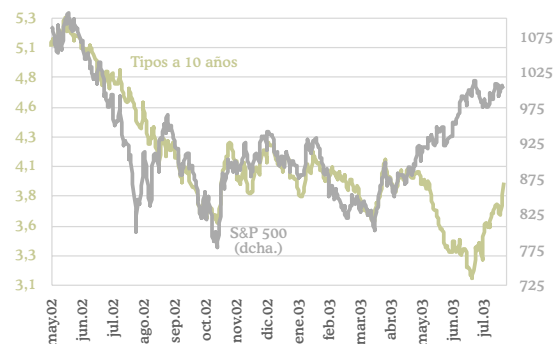
Deuda corporativa, la búsqueda de rentabilidad

Desde principios de año, incluso en los momentos de incertidumbre en los que el riesgo de deflación centraba la atención de los mercados, los diferenciales de crédito han mostrado un progresivo descenso tanto en EE.UU. como en Europa. En un entorno de reducidas rentabilidades de la deuda pública y elevada liquidez, la búsqueda de activos con mayor rentabilidad parece haber sido uno de los determinantes de la mayor preferencia por deuda corporativa. En este sentido, el esfuerzo realizado por las empresas para sanear los balances habría sido bien recibido. Sin embargo, es necesario que se produzca una mejora de las perspectivas empresariales para que el proceso continúe. De hecho, surgen peticiones de cautela ante una posible sobrevaloración dado el actual entorno de elevada liquidez. Una situación que también se observó en los mercados emergentes, donde tras un *rally* significativo en los diferenciales de su deuda, se impone la precaución a la espera de datos positivos.

¹ Este fue el caso de la Reserva Federal, del BCE, del Banco de Inglaterra y de los bancos centrales de Suecia, Noruega o Nueva Zelanda. El Banco Central de Canadá, por el contrario, volvió a aumentar los tipos de interés en 25 pb.

Gráfico 6.1.

EE.UU. Tipos a largo plazo y bolsa



Fuente: Bloomberg y BBVA

Gráfico 6.2.

EE.UU. Spreads de crédito

En puntos básicos

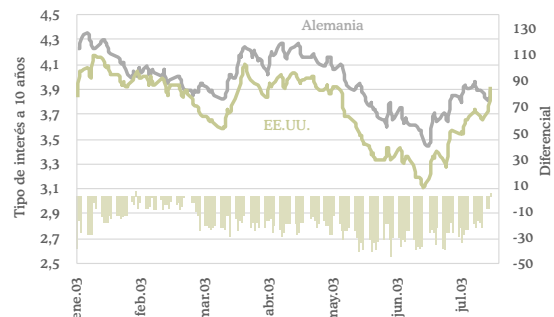


Fuente: Reserva Federal

Gráfico 6.3.

Tipos de interés a 10 años

En puntos porcentuales



Fuente: Reserva Federal y BBVA

Gráfico 6.4.
EE.UU. Pendiente de la curva de deuda: diferencial entre el tipo de interés a 10 y 2 años
 En puntos básicos



Fuente: Reserva Federal

Gráfico 6.5.
Japón. Tipos de interés a largo plazo
 En puntos porcentuales



Fuente: Bloomberg

Gráfico 6.6.
EE.UU. Tipos de interés a 10 años
 Observados y estimados



Fuente: Reserva Federal y BBVA

Mercado de deuda, ¿se acabó lo que se daba?

Durante el segundo trimestre del año y como resultado del mantenimiento de la incertidumbre sobre la recuperación económica, el mercado de deuda volvió a ser el gran beneficiado. Así, los tipos de interés, tanto en EE.UU. como en la UEM, alcanzaron mínimos históricos a lo largo de la curva de deuda. El tipo de interés a dos años en EE.UU. alcanzó niveles de 1,07%, mientras el dos años alemán disminuyó hasta el 1,9%, inferior al tipo de interés oficial. El descenso de los tipos a largo plazo, por su parte, fue notable. En concreto, en EE.UU. en apenas mes y medio, éstos descendieron unos 80 puntos básicos desde tasas próximas al 3,9% hasta el 3,1%, niveles mínimos de los últimos cuarenta años. En Alemania el descenso también fue significativo, alcanzando unos tipos de interés inferiores al 3,5%.

Las razones de este descenso no parecen encontrarse en un deterioro significativo de las perspectivas de crecimiento e inflación, sobre todo en lo que a la economía de EE.UU. se refiere. Los modelos de tipos a largo plazo para EE.UU., que consideran la evolución de variables económicas, no consiguen explicar este descenso. El movimiento parece responder más bien al riesgo de deflación expresado por la Reserva Federal y otros organismos internacionales, junto con el deseo explícito de la Reserva Federal de mantener reducidos los tipos a largo plazo con el objetivo de favorecer la recuperación de la actividad. Destaca en este sentido, la referencia al uso de medidas como la compra de bonos para impedir que los tipos a largo plazo aumenten de forma significativa.

Precisamente, el cambio de tono de la Reserva Federal respecto a la deflación ha hecho que, en el mes de julio, los tipos de interés a largo plazo hayan corregido el descenso observado, sobre todo en EE.UU., lo que ha permitido reducir, a su vez, el diferencial de rentabilidades con Alemania. La última reunión de política monetaria de la Reserva Federal y el reciente Testimonio de Greenspan han sido las dos fechas claves. En concreto, los tipos de interés a largo plazo en EE.UU. se sitúan de nuevo próximos al 3,9%, mientras la rentabilidad del Bund alemán ha aumentado 45 puntos básicos hasta situarse también próximo al 3,9%. El nivel alcanzado por la pendiente de la curva de deuda en EE.UU., medido como el diferencial entre el dos y el diez años, ha superado los 240 puntos básicos, situándose cercana a los niveles de mediados de 1992. Muy significativo ha sido el incremento de tipos de interés en la economía nipona, donde los tipos a largo plazo han aumentado 60 puntos básicos, del 0,4% al 1% en el que se mantienen actualmente. Aunque en este caso los motivos son distintos y se encuentran en una mejoría de las perspectivas de crecimiento apoyada en los últimos datos de expectativas.

Llegados a este punto no parece probable que el aumento observado en las rentabilidades sea el comienzo de una corrección más intensa. El análisis de los factores que subyacen a este movimiento aconseja mantener la cautela. En un principio, no se observa una mejoría significativa de los fundamentos económicos que permita sustentar el incremento de rentabilidades. El movimiento responde más bien a una reducción del temor a la deflación puesta en precio por los mercados. A raíz del favorable Testimonio de Greenspan en términos de crecimiento, los tipos de interés a largo plazo aumentaron más de 20 puntos básicos en tan sólo un día. Cabe decir que el incremento de las necesidades de financiación es un factor adicional que subyace y que presiona los tipos al alza, tanto en EE.UU. como también en Europa. En concreto, además del aumento de las necesidades de financiación del Tesoro estadounidense tras la última reforma fiscal, en Europa el Gobierno alemán ha aprobado un aumento del endeudamiento de 7mM de € para 2004. En conjunto, el reciente aumento de los tipos de interés se interpreta como consecuencia de la reducción del temor a la deflación y como una normalización de los niveles excesivamente reducidos de tipos de interés, que alertaban sobre una sobrevaloración en el mercado de deuda.

¿Seguirán aumentando los tipos de interés?

Las perspectivas para los próximos meses reflejan cautela. Por un lado, es cierto que el mercado aún descuenta una probabilidad demasiado ele-

vada de deflación (véase artículo “¿Qué desaceleración conduciría a EE.UU. a la deflación?”). En consecuencia, la corrección al alza de los tipos a largo plazo, en la medida en que desaparezca la prima de riesgo por deflación, podría ser algo mayor. La magnitud de esta corrección puede aproximarse a partir de las estimaciones de un modelo de tipos de largo plazo para EE.UU., donde se estiman las rentabilidades en función de la evolución de variables de crecimiento, inflación, tipos de interés a tres meses y déficit público. En concreto, el modelo estima unos tipos de interés que deberían haber sido entre 50 y 100 puntos básicos superiores a los observados durante el último año. De esta forma, restaría recorrido adicional al alza, pero éste sería muy moderado.

A corto plazo no parece que vaya a producirse un cambio de escenario. Dado que no se esperan grandes sorpresas positivas en los datos de actividad, lo más probable, tal y como se deduce de las últimas declaraciones de Greenspan, es que la Reserva Federal siga inyectando liquidez en el sistema, manteniendo los tipos de interés en niveles reducidos durante el tiempo que considere necesario. De esta forma, el temor a la deflación puede mantenerse en los mercados en los próximos meses, lo que limita el recorrido al alza de los tipos de interés. A medio plazo, dado que los bonos se mantienen sobrevalorados y considerando el aumento de las necesidades de financiación, el aumento podría ser mayor, hacia niveles del 4,2% a finales de año y del 4,5-4,7% en la primera mitad de 2004 en el caso de la deuda estadounidense. En Alemania, con unas perspectivas de crecimiento más reducidas y con la posibilidad de nuevas reducciones de tipos oficiales por parte del BCE, estos se mantendrían en niveles del 4% a finales de año, aumentando moderadamente hacia tasas del 4,2-4,5% a mediados de 2004.

Tipos de cambio

Depreciación del dólar, ¿agotada en términos de euro?

De forma similar al resto de los mercados financieros, el fin de la tensión bélica no supuso el fin de la incertidumbre en los mercados de tipo de cambio. El temor a un escenario de deflación pasó a centrar la atención de los inversores. Así, la depreciación observada en el dólar durante el conflicto con Iraq (una de las divisas más perjudicadas por la prima de guerra), se vio incrementada.

En concreto, si durante los primeros meses de 2003 el tipo de cambio dólar-euro se mantuvo en el rango 1,05-1,10, a finales de mayo el dólar llegó a alcanzar el cruce de 1,19 con el euro, máximos desde el nacimiento de la divisa europea. La apreciación del euro sorprendió en magnitud e intensidad. De hecho, el movimiento acumulado durante el mes de mayo fue el de mayor magnitud en un mes en la historia del euro. Pero los factores que determinaron la notable apreciación del euro respecto al dólar no hay que buscarlos en la economía europea, sino más bien en la economía de EE.UU. Éstos son varios. Por un lado, el temor a un posible escenario de deflación en EE.UU. apoyó la depreciación de la divisa. La prima de riesgo existente en los mercados situó las rentabilidades en mínimos históricos, con lo que el diferencial de tipos de interés entre EE.UU. y Alemania alcanzó niveles máximos. A su vez, la depreciación del dólar, en la medida en que es una vía para importar un mayor crecimiento de los precios, y que permite impulsar el crecimiento de las exportaciones y de la actividad en su conjunto, parece clave para EE.UU.¹ Por otro lado, las declaraciones realizadas por el secretario del Tesoro constataron el sentimiento de conformidad por parte de las autoridades monetarias con un dólar depreciado, dejando en un segundo plano la política de dólar fuerte de los últimos años.

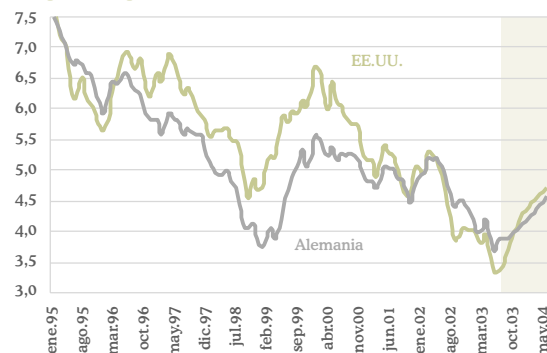
Pero en tan sólo un mes, el escenario cambió, corrigiéndose parte de la apreciación del euro. Así, en el mes de julio el dólar-euro parece mantenerse próximo al límite inferior del rango 1,10-1,15. Este movimiento se entiende como una corrección de la excesiva penalización que existía sobre la divisa estadounidense. Por un lado, la reducción del riesgo de

¹ De hecho, una de las lecciones de la experiencia japonesa es que la apreciación de la divisa nipona fue un factor que agravó el choque negativo de demanda que sufría la economía.

Gráfico 6.7.

EE.UU. y Alemania. Tipos de interés a largo plazo y previsiones

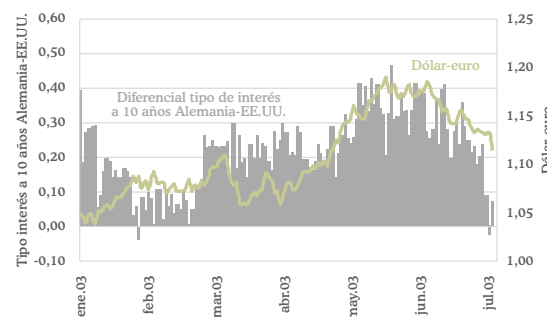
En puntos porcentuales



Fuente: Bloomberg y BBVA

Gráfico 6.8.

Tipo de cambio dólar-euro y diferencial de tipos de interés a largo plazo Alemania-EE.UU.

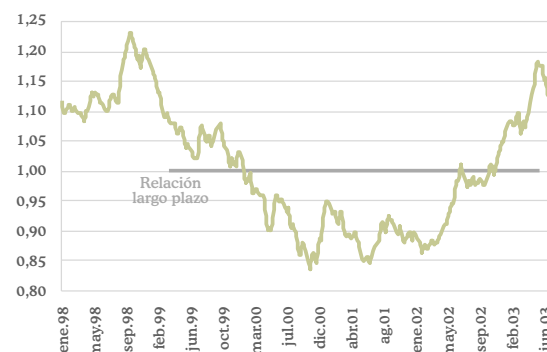


Fuente: Reserva Federal y BCE

Gráfico 6.9.

Tipo de cambio dólar-euro

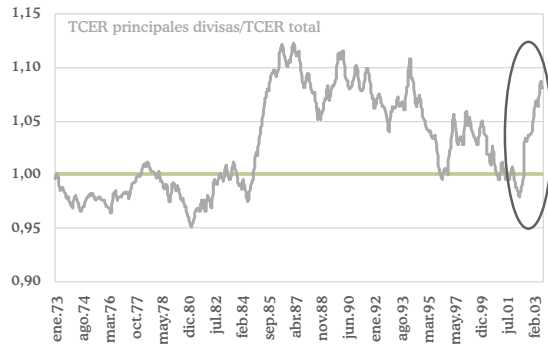
Medias semanales



Fuente: BCE y BBVA

Gráfico 6.10.

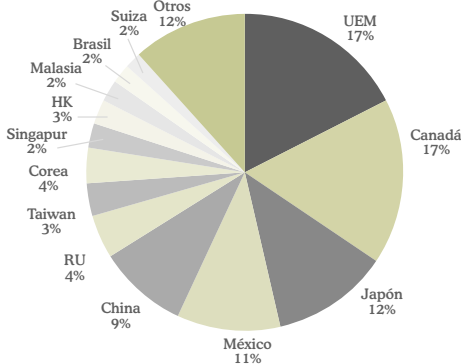
Dólar. Indicador de asimetría
TCER principales divisas/TCER total



Fuente: Reserva Federal y BBVA

Gráfico 6.11.

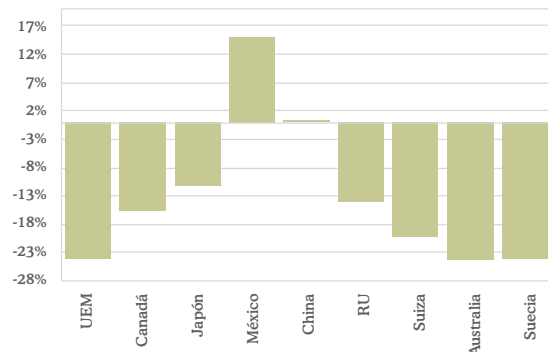
Peso de las distintas divisas en el tipo de cambio efectivo del dólar



Fuente: Reserva Federal

Gráfico 6.12.

Apreciación (-)/depreciación (+) de las principales divisas con el dólar
Desde febrero de 2002



Fuente: Reserva Federal

deflación, es uno de los factores que ha favorecido al dólar. Por otro lado, desde distintos organismos europeos han empezado a escucharse las primeras voces de alerta ante una excesiva apreciación del euro y la consecuente pérdida de competitividad, dadas las decepcionantes perspectivas de crecimiento para el área en los próximos dos años. Y es que, según estimaciones de la Comisión Europea, una apreciación del 10% del dólar-euro puede reducir el crecimiento del PIB de la UEM en más de medio punto en un año.

A medio plazo, varias fuerzas actúan sobre el dólar-euro. Por una parte, el mantenimiento de las ganancias de productividad y la evolución prevista del diferencial de tipos de interés a largo plazo, favorecen a la divisa estadounidense. Pero por otra parte, se mantiene la preocupación por el elevado déficit por cuenta corriente estadounidense, acentuado a su vez por el deterioro de las cuentas públicas tras el último paquete fiscal de la Administración Bush. Tendiendo en cuenta que la relación de largo plazo del dólar-euro se estima próxima a la paridad, las perspectivas apuntan a ciertos límites en la depreciación del dólar. En concreto, el modelo de previsión para el dólar-euro que recoge la evolución de estos factores, estima un dólar que se mantiene en el rango 1,10-1,15 en 2003 y 2004, alrededor de un 18% depreciado respecto a la media observada durante 2002.

La asimetría del dólar

A diferencia que hace unos años, preocupan las elevadas necesidades de financiación de la economía de EE.UU., con un déficit por cuenta corriente próximo al 5%. La depreciación del tipo de cambio es una de las vías que permiten ajustar este déficit (véase artículo: "EE.UU.: ¿un ajuste corriente?"). De momento, la depreciación del dólar no se ha producido de forma simétrica respecto a las distintas divisas.

Esto se puede observar en el distinto comportamiento de los dos índices efectivos reales del dólar que publica la Reserva Federal. Por un lado, el *Broad Dollar Index*, que recoge, en términos reales, los cruces con las monedas de 26 países ponderadas según la relación comercial con EE.UU. Por otro lado, el *Major Currency Index*², que sólo considera las divisas que cotizan en los mercados financieros más líquidos (que no coinciden necesariamente con las de mayor importancia comercial con EE.UU. recogidas en el gráfico adjunto). Desde febrero de 2002, cuando la divisa europea empezó a apreciarse, el dólar se ha depreciado en términos efectivos alrededor de un 20% con las principales divisas, pero apenas un 10% con el conjunto de divisas. El gráfico 6.10. recoge la evolución del cociente entre ambos índices. Cuanto más dista el ratio de la unidad, más asimétrica es la evolución del dólar entre ambos grupos de divisas. Se puede observar que, de forma similar a lo que sucedió a principios de los ochenta, la depreciación se ha producido de forma asimétrica entre las distintas divisas.

Por divisas, se observa que el euro ha sido una de las divisas que más se ha apreciado con el dólar. Además, esta divisa tiene a su vez un peso importante dentro del índice, el 17%. Pero también destacan otras como el dólar australiano, la corona sueca o el franco suizo, que se han apreciado alrededor de un 20% con el dólar, pero que apenas pesan el 1,2%, 0,8% y el 1,7% respectivamente. Sin embargo, el dólar apenas se ha depreciado con divisas como el yen, donde las autoridades monetarias japonesas han realizado un gran esfuerzo interviniendo en el mercado de divisas para mantener la divisa nipona depreciada. O con divisas como el peso mexicano, el yuan chino, o otras divisas asiáticas, cuya importancia en términos comerciales para la economía de EE.UU. es significativa.

A corto plazo, es difícil que se observe un cambio en el patrón de movimientos del dólar, pero se empiezan a observar las primeras señales de alerta. Así, la depreciación del dólar parece limitada en términos de euro, mientras parece existir mayor margen de depreciación con las divisas asiáticas. En este sentido, las propias autoridades estadounidenses se han encargado de pedir la flexibilización del régimen cambiario en China, algo que desde China se han encargado de desmentir rápidamente.

² Éste índice recoge las divisas de los siguientes países: Australia, Canadá, UEM, Japón, Suecia, Suiza y Reino Unido.

Materias primas

Tensiones a corto plazo en el mercado de petróleo

El precio del crudo tipo Brent ha cotizado, en promedio, en 27,3 dólares por barril (d/b) en el mes de junio, frente a los 25,2 d/b de los meses de abril y mayo. Es más, en los primeros días del mes de julio el precio se sitúa en 28 d/b, poniendo de reflejo las tensiones alcistas que vive este mercado en las últimas semanas. Esta subida se debe a varios factores de corto plazo. En primer lugar está la situación de Nigeria, el mayor productor africano de crudo. Así, algunos analistas temen que la huelga general en Nigeria -provocada por la subida de los carburantes- pueda poner en peligro la exportación regular de petróleo. El segundo factor tiene que ver con las expectativas sobre la capacidad de producción iraquí. Hasta hace unas semanas se anticipaba un rápido retorno de Iraq al mercado de crudo. Ahora está claro que dicho retorno será más lento. A modo de ejemplo y según las últimas estimaciones, la producción de crudo iraquí ascendió a 640 mil barriles diarios en junio frente a una producción de 2,5 millones de barriles diarios (mbd) en febrero. Por último, se ha producido una caída de la producción de los países de la OPEP, liderada por Arabia Saudí. Este país podría haber reducido su producción en alrededor de 550 mil barriles diarios durante el mes de junio. De esta forma, el cártel petrolero en junio habría, prácticamente, cumplido con las cuotas de producción acordadas en abril.

A estos tres factores se suma el hecho de que los *stocks* de crudo siguen en niveles reducidos, a pesar del aumento que han experimentado en los últimos meses. Los *stocks* en los países de la OCDE ya han salido de los niveles mínimos que alcanzaron a comienzos de este año, pero todavía persiste la necesidad de recomponer inventarios. En este contexto, los shocks de oferta negativos, como los que están golpeando al mercado en las últimas semanas, tienen un impacto mayor sobre el precio, ya que no hay capacidad para absorber dichos shocks.

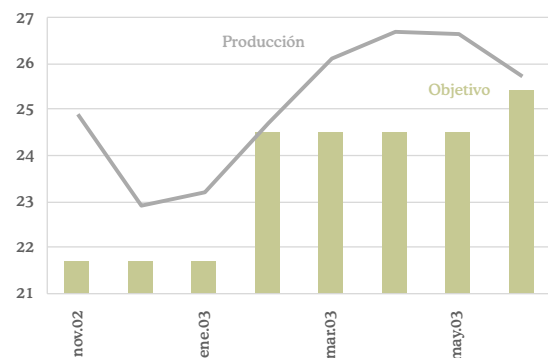
Presiones bajistas en el medio y largo plazo

A pesar de las tensiones alcistas que vive el mercado de crudo en el corto plazo, mantenemos nuestra opinión acerca de unos menores precios de cara a 2004. Esta hipótesis se basa tanto en factores de oferta como de demanda. Por el lado de la demanda, el crecimiento de la actividad y, por tanto, de las necesidades de crudo no será vigoroso. Esperamos un crecimiento de la demanda de petróleo de 1,6% en 2004, lo que llevaría a una demanda de 79,4 mbd, frente a 78,2 mbd en 2003 y 76,9 mbd en 2002. La ausencia de una recuperación mayor en Estados Unidos, Europa o Japón impide que seamos más optimistas sobre la demanda de crudo en 2004.

Así, frente a un aumento de la demanda de apenas 1,2 mbd, la oferta crecerá, posiblemente con más intensidad. Según nuestros cálculos, los países productores no adscritos a la OPEP aumentarán la producción en 2004 en 1,1 mbd. Este incremento, en términos porcentuales, es similar a los que vienen teniendo lugar en los últimos 4 años. La OPEP, por tanto, debe mantener la producción prácticamente estancada para evitar que un exceso de oferta haga bajar los precios. Sin embargo, la OPEP-10 no sólo debe mantener su producción actual, además va a tener que absorber la producción iraquí. En resumen, si Iraq aumenta su producción en 2 mbd, lo que permitiría a este país alcanzar el nivel anterior a la guerra, los 10 restantes países se enfrentan a la situación de reducir su producción. Pero este escenario lo vemos poco probable. Desde nuestro punto de vista, la OPEP aumentará, aunque moderadamente, la producción en 2004 (400 mil barriles diarios), lo que permitirá una recomposición de inventarios.

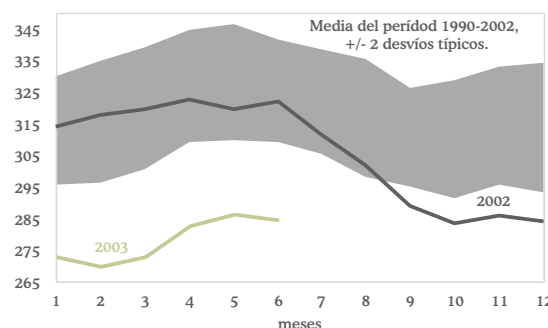
En este escenario de moderado exceso de oferta de crudo anticipamos una caída en el precio del petróleo desde los 27 d/b de media de 2003 hasta los 23 d/b (un precio que está dentro de la banda objetivo de precio fijada por la OPEP). Si bien es cierto que esta estimación es necesario tomarla con cautela, ya que, a pesar de todo, la OPEP sigue teniendo la llave del mercado.

Gráfico 6.13.
Producción y objetivos de la OPEP
Millones de barriles diarios



Fuente: Reuters

Gráfico 6.14.
Inventarios de crudo en EE.UU.
Millones de barriles



Fuente: BBVA en base a API

Cuadro 6.1.
Previsiones anuales
Media anual

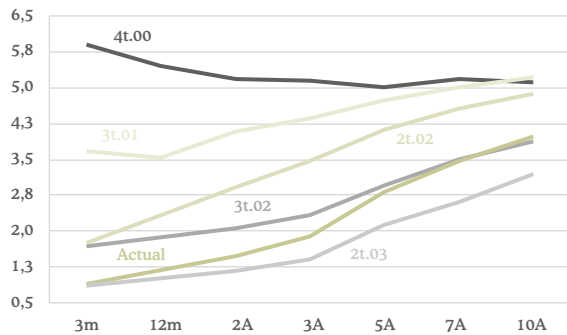
	2001	2002	2003
Índice BBVA-MAP			
LATAM	98	98	103
Petróleo Brent (\$/b)	25	25	27
Cobre (¢/lb)	72	71	75
Café (¢/lb)	73	65	66
Soja (¢/bush)	448	504	576
Oro (\$/onza)	271	311	343

Fuente: BBVA

EE.UU.: ¿qué nos está diciendo la curva de deuda?

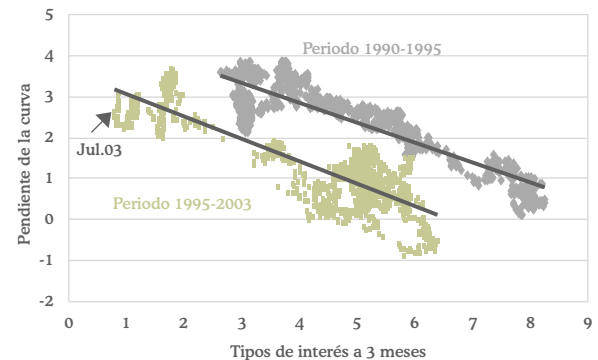
Curva de deuda 2000-03

En puntos porcentuales



Fuente: Reserva Federal y BBVA

EE.UU. Relación nivel tipos de interés y pendientes de la curva



Fuente: Reserva Federal y BBVA

Desde finales de 2000 y exceptuando el periodo de principios de 2002, los tipos de interés de la economía estadounidense han mostrado una senda descendente, hasta alcanzar niveles mínimos en los que se encuentran en la actualidad. En un principio, la reducción se centró en el tramo corto de la curva, con sustanciales reducciones de los tipos oficiales por parte de la Reserva Federal. Así, en tan solo un año los tipos oficiales se redujeron 475 puntos básicos. Posteriormente, los tipos a largo plazo empezaron a descender de forma significativa. El resultado ha sido un descenso de los tipos de interés generalizado, tanto en el tramo corto como en el medio y largo plazo. Sin embargo, no sólo se ha observado una reducción en el nivel de los tipos de interés, sino que destaca el cambio observado en la pendiente de la curva, actualmente en niveles elevados respecto a los últimos años. ¿Qué factores subyacen detrás de estos movimientos?

La estructura temporal de tipos de interés, esto es, la relación entre los tipos de interés a corto, medio y largo plazo en un momento determinado del tiempo, contiene información sobre las perspectivas de crecimiento y de variación de los precios de la economía. En líneas generales, puede decirse que si la actividad económica se encuentra en una fase de desaceleración, las decisiones de consumo se posponen y aumenta la demanda de bonos, lo que eleva su precio y reduce sus tipos de interés, y viceversa en fases de expansión. En otras palabras, los tipos de interés a corto plazo constituyen básicamente cambios en las decisiones de política monetaria que responden, a su vez, a las expectativas de crecimiento e inflación de la economía en cuestión. Por otro lado, en la medida en que los movimientos de los tipos de interés a largo plazo están determinados en gran parte por las expectativas futuras de los tipos de interés a corto plazo, éstos responden también a cambios en las expectativas macroeconómicas (además de otras variables de oferta de bonos como el saldo de las cuentas públicas). Los movimientos de tipos en distintos plazos no tienen por qué ser similares en magnitud, lo que comporta, además de cambios en el nivel de tipos de interés, cambios en la pendiente de la curva. Así, cambios en variables de actividad afectan en mayor medida a los tipos de interés de plazo más corto, mientras los cambios en las expectativas de inflación tienen un efecto mayor en los tipos de interés de medio y largo plazo. Esto es, que la respuesta a los cambios en el crecimiento decae con el plazo del tipo de interés¹. En concreto, los movimientos que se observan en la curva de deuda pueden interpretarse básicamente de tres formas distintas: como cambios de nivel - movimientos paralelos de los tipos de interés -; cambios de pendiente - cuando, por ejemplo, los tipos a corto plazo responden en mayor magnitud que los tipos a largo plazo -; y cambios en la curvatura de la curva - cuando se produce un choque que eleva, por ejemplo, el tramo intermedio de la curva².

Existe una correlación entre las decisiones de política monetaria, esto es, los movimientos de tipos cortos, y los movimientos en la pendiente de la curva. Así, se observa que una restricción de la política monetaria aumenta los tipos de interés a corto plazo y, en la medida en que, a su vez, reduce las expectativas de inflación futura, los tipos de interés a largo plazo aumentan en una cuantía, si cabe, menor. En consecuencia, en momentos de restricción de la política monetaria la pendiente de la curva se aplatana y viceversa. La relación entre la pendiente de la curva y las variables de actividad ha permitido desarrollar una amplia literatura sobre la capacidad predictiva de la pendiente. Una de sus aplicaciones ha sido la predicción de periodos de recesión de la economía³. En consecuencia, según lo comentado y dada la situación actual de la pendiente de la curva en EE.UU., que se sitúa en niveles máximos desde principios de la década de los noventa, la pendiente estaría señalando expectativas de recuperación de la actividad. Esta parece la interpretación más probable dada la actual situación de la economía de EE.UU., pero es cierto que hay que considerar estas relaciones con cierta cautela pues un aumento de la pendiente también podría ser el reflejo de expectativas de aumentos de los tipos a corto plazo por recalentamiento inflacionista en la economía; o como resultado de una política monetaria demasiado laxa; o incluso como consecuencia del aumento de la prima de riesgo.

Por otra parte, una misma pendiente de la curva puede ser consecuencia de unos niveles de tipos muy distintos. Así, actualmente, la pendiente de la curva se mantiene en niveles similares a los observados en 1992-93 pero el nivel de los tipos de interés es sustancialmente inferior. El gráfico adjunto recoge la estructura temporal de tipos de interés en distintos momentos del tiempo. A excepción de los primeros meses de 2002, la curva de deuda se ha ido desplazando hacia abajo reduciendo el nivel de los tipos de interés. De hecho, como se observa en el segundo gráfico, se percibe un cambio sustancial en el nivel de tipos de interés en la segunda mitad de la década de los noventa. Determinar las variables que han conducido a este cambio de nivel en los tipos de interés no es sencillo. De hecho, la evidencia empírica respecto a la relación entre los cambios en las variables macroeconómicas y los cambios de nivel en la curva no es concluyente. Por un lado, Ang y Piazzesi (2001) sostienen que las variables macroeconómicas no permiten explicar de forma significativa los cambios observados en el nivel de los tipos. Por otro, Evans y Marshall (2001) encuentran que las variables macroeconómicas de largo plazo sí que explican los movimientos en los tipos de interés a largo plazo y que cambios en el nivel se corresponden con cambios en dichas variables. Así, por ejemplo un cambio en las expectativas de inflación a largo plazo reduciría el nivel de tipos de interés. A su vez, Evans y Marshall (2001) muestran como cambios en las preferencias de consumo afectan el nivel de tipos de interés, aunque los efectos son menos claros en casos de choques tecnológicos y fiscal.

¹ Véase, A. Estrella y F.S. Mishkin "The Term Structure of Interest Rates and its role in Monetary Policy for the European Central Bank"

² Véase "What Makes the Yield Curve Move?", Number 2003-15, *FRBSF Economic Letter*, Reserva Federal de San Francisco

³ Véase entre otros Hamilton J.D. y Heon Kim D. (2000), "A Re-examination of the Predictability of Economic Activity Using the Yield Spread", *Working Paper 7954*, NBER y A. Estrella y F.S. Mishkin (1996) "The Yield Curve as a Predictor of U.S. Recessions" *Current Issue in Economics and Finance*, Federal Reserve of New York.

7. Artículo

¿Qué desaceleración conduciría a EE.UU. a la deflación?^a

Rafael Doménech* y Mayte Ledo**

* Universidad de Valencia

** Servicio de Estudios BBVA

1. Introducción

La prolongada desaceleración que están viviendo las economías industrializadas, combinada con los bajos niveles de inflación que se habían alcanzado tras la desinflación de los años noventa, han generado inquietud sobre la posibilidad de que se pudiera producir una deflación. Con una baja tasa de inflación, situada en torno al 2% en EE.UU. y la UEM, una actividad que se sitúa por debajo de su tendencia de largo plazo genera presiones a la baja sobre la tasa de inflación y eleva la probabilidad de una deflación. Lo paradójico de esta situación es que el temor a la deflación surge en la recesión más moderada a la que se han enfrentado las economías industrializadas en los últimos treinta años, como se observa en el Gráfico A1.1.

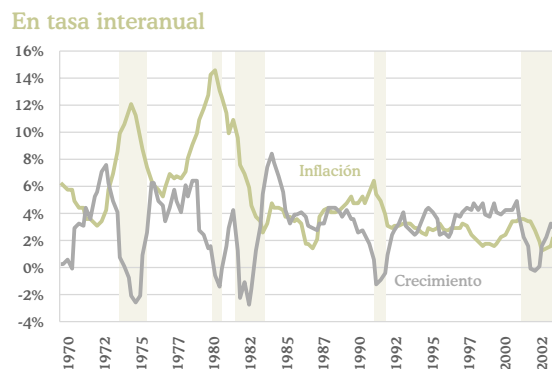
Esta incertidumbre respecto a la deflación aumenta a medida que se retrasan las expectativas de recuperación económica. Por una parte, esta situación lleva a adoptar políticas de demanda expansivas que, tratando de prevenirla, podrían también estar generando nuevos desequilibrios en los precios de algunos activos, tal y como señalan Ahearn *et al* (2002). En este caso, su corrección podría deprimir adicionalmente la demanda y los precios en el futuro. Por otra parte, podría elevar la aversión al riesgo de los agentes, que limitarían su participación en los mercados de bienes, servicios y activos financieros, acentuando la actual debilidad de la actividad. Estos dos factores de riesgo, que afectan principalmente a EE.UU., están detrás de la evolución de los mercados financieros que parecen otorgar una probabilidad significativa a un escenario de deflación en los próximos meses.

La cuestión que cabe plantearse es cuál debería ser la reducción adicional de la actividad que conduciría a una deflación y, en particular, si bastaría con una recesión similar a la de principios de los años noventa para que esto ocurriese. Para responder a esta cuestión hay que estimar la posición cíclica compatible con una deflación en esta economía. Pero antes hay algunas cuestiones que deben resolverse. En primer lugar, la deflación puede derivar de un choque positivo de oferta o de un choque negativo de demanda. Ambos implicarían distintos resultados sobre la posición cíclica de la economía y tendrían lecturas distintas en términos de sus consecuencias. Una deflación generada por un descenso de la demanda puede tener costes significativos y es la que ahora mismo preocupa en los mercados financieros. En segundo lugar, es complejo dar una definición concreta de deflación. Habitualmente, la deflación se identifica con un descenso sostenido del nivel de precios agregado, medido a través de indicadores como el índice de precios de consumo (IPC). Pero estos índices no están exentos de sesgos en la medición de la inflación, lo que podría significar que un crecimiento de los precios por debajo del 1% bastaría para considerar que la economía está ya cerca de la deflación. En particular, para EE.UU., se va a considerar que la economía se encuentra en deflación si la tasa de variación del IPC se sitúa entre el 0 y el 0,5%¹.

En tercer lugar, algunas de las variables necesarias para el análisis de la inflación son difíciles de evaluar y en muchos casos requieren de predicciones que sesgan los resultados. Así, no existe una única metodología para estimar la posición cíclica de la economía o las expectativas de

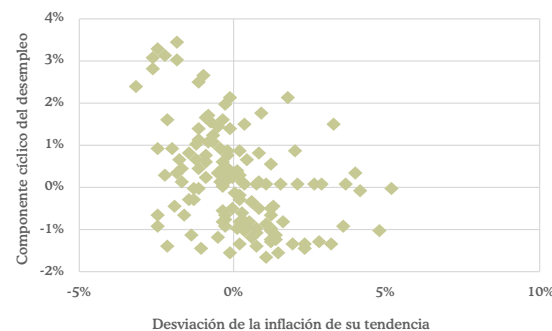
^a Los autores agradecen los comentarios y sugerencias de Víctor Gómez.
¹ Según el FMI (2003) el sesgo de medición del IPC en EE.UU. podría alcanzar el 1,1%, pero algunos autores como Hausman (2002) consideran esta cifra excesivamente elevada.

Gráfico A1.1.
EE.UU. Crecimiento e inflación*



* Sombreadas las desaceleraciones de la actividad
 Fuente: OCDE

Gráfico A1.2.
EE.UU. Relación entre el desempleo cíclico y la desviación de la inflación de su tendencia



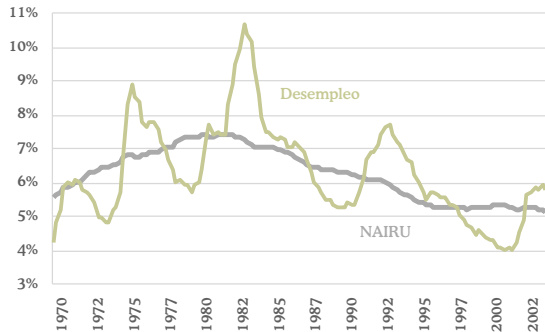
Fuente: BBVA

Cuadro A1.1.
Situación cíclica de EE.UU.

	sep-02	dic-02	mar-03
Crecimiento del PIB*	4,0	1,4	1,4
Ouput gap	-1,1	-1,3	-1,4
Tasa de desempleo	5,8	5,9	5,8
NAIRU	5,2	5,1	5,1
Inflación	1,6	2,2	2,8
Inflación tendencial	2,4	2,4	2,4
Tasa de inversión	15,2	15,4	15,1
Tasa de inversión tendencial	16,1	16,1	16,1

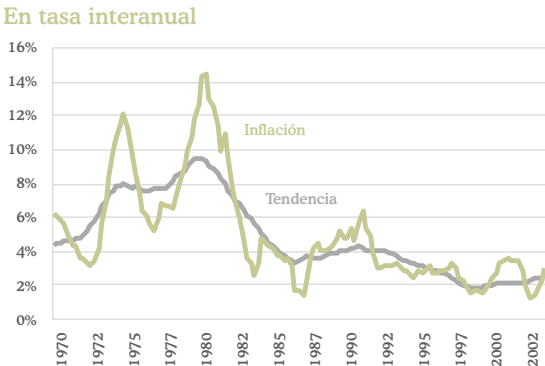
* Tasa trimestral anualizada
 Fuente: BBVA

Gráfico A1.3.
EE.UU. Desempleo y NAIRU
 En porcentaje de la población activa



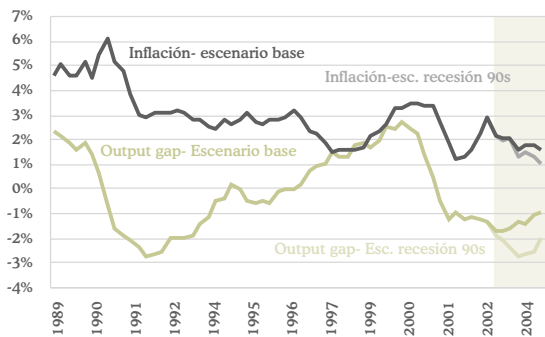
Fuente: BBVA

Gráfico A1.4.
EE.UU. Inflación y su componente tendencial
 En tasa interanual



Fuente: BBVA

Gráfico A1.5.
EE.UU. Componente cíclico del PIB e inflación si se repitiese la recesión de los noventa



Fuente: BBVA

inflación de los agentes. Aunque es habitual utilizar el filtro de Hodrick-Prescott, éste presenta la limitación de que hace muy sensibles los resultados en los extremos del periodo muestral a las previsiones incorporadas. Ello es un inconveniente cuando se pretende realizar escenarios que toman como punto de partida el final del periodo para el que se dispone de datos. Por último, la metodología habitualmente utilizada para diseñar este tipo de escenarios es la utilización de los parámetros estimados en una curva de Phillips, que obtiene las variaciones de la inflación a partir de la inflación pasada, de la tendencia de la inflación² y de indicadores del ciclo económico, como puede ser el componente cíclico de la actividad o del desempleo.

Sin embargo, resulta útil usar simultáneamente la información cíclica que ofrecen variables como el deterioro en el mercado de trabajo o la corrección del proceso de inversión en una desaceleración. Con ello se puede determinar qué deterioro adicional de la actividad, el desempleo y la tasa de inversión tendría que producirse para que la economía entrase en un escenario de deflación. Ello permitiría además aprovechar la información sobre el ciclo económico que contienen estas variables. Con ese objetivo se ha utilizado como referencia el modelo de componentes no observables de Doménech y Gómez (2003) en el que se estiman simultáneamente los componentes cíclicos de la inflación, el desempleo, la actividad y la tasa de inversión.

En este artículo se analizan cuáles son las condiciones cíclicas que conducirían a EE.UU. a una deflación en los próximos meses, con el fin de tratar de concluir en que medida sería probable este escenario. El artículo se organiza de la siguiente forma. En la sección 2 se analiza la situación cíclica actual de la economía estadounidense. En la sección 3 se diseña un escenario de deflación. Las conclusiones forman la sección 4.

2. La posición cíclica actual

Las características típicas de un ciclo económico pueden analizarse a partir de la descomposición en tendencia y componente cíclico de algunas de las variables básicas de la economía. En particular, hay tres relaciones que conjuntamente proporcionan una notable información sobre la posición cíclica. La primera es la correlación negativa entre el componente cíclico del PIB y la desviación del desempleo respecto a su tasa estructural (ley de Okun). La segunda es la correlación positiva entre la inversión y el output. Por último, la relación de intercambio a corto plazo entre la inflación y el desempleo (curva de Phillips), que, para EE.UU. se observa en el Gráfico A1.2. Doménech y Gómez (2003) proponen un modelo de componentes no observables que estima simultáneamente estas relaciones para EE.UU., lo que permite identificar el desempleo estructural, la tasa de inversión tendencial, la inflación tendencial y el componente cíclico del PIB.

En el cuadro A1.1 se recoge la posición cíclica actual de EE.UU., tras conocerse los datos de actividad del primer trimestre de 2003. Con una tasa de crecimiento trimestral anualizada del 1,4%, el output gap se sitúa en el -1,4%, ampliándose una décima desde el trimestre anterior y alcanzando un mínimo en la actual desaceleración. Este valor está alejado de los mínimos que se alcanzaron en recesiones anteriores y que llegaron a situarse en el -2,8% en 1992, en el -6,4% en 1982 o en el -4,5% en 1975.

La tasa de desempleo se situó en el primer trimestre en el 5,8%, con una tasa de desempleo estructural o NAIRU que se mantiene prácticamente estable desde el inicio de la desaceleración, como se ve en el Gráfico A1.3. Esto es, asumiendo que la economía se comporta como lo ha hecho en los últimos treinta años, el deterioro observado en el mercado laboral es consecuencia de la situación cíclica y no incorpora un deterioro de la tasa estructural.

² Bryan y Cecchetti (1994) definen la inflación tendencial como el componente de los cambios en los precios que se espera que persista en el horizonte de medio plazo de varios años. En este sentido, puede identificarse con la expectativa de inflación. Habitualmente las especificaciones de la curva de Phillips no incluyen este componente.

Para estimar la inflación tendencial se ha considerado que el repunte de la inflación durante el primer trimestre del año, hasta situarse en el 2,8% en tasa interanual, ha sido en buena parte transitorio (un 30%), consecuencia del aumento del precio del petróleo por las tensiones geopolíticas. Con ello, la tasa de inflación tendencial se ha estimado en el 2,4%, esto es, se mantiene estable en los últimos trimestres pero supera en cuatro décimas su nivel en 2000, como recoge el Gráfico A1.4. Este deterioro de la inflación tendencial refleja que la situación cíclica actual de la economía estadounidense debería conllevar una tasa de inflación más baja que la que se está observando. Un hecho que entra en contradicción con el temor actual a la deflación.

Finalmente, la tasa de inversión se encuentra casi un punto por debajo de su nivel tendencial, que se ha ido reduciendo en tres décimas desde 2000. En la recesión de comienzos de los años noventa, esta tasa llegó a situarse casi dos puntos por debajo de su tendencia, lo que viene a confirmar el carácter moderado de la presente desaceleración.

3. ¿En qué condiciones cíclicas tendría lugar una deflación?

Tomando como punto de partida la posición cíclica de la economía en el primer trimestre de 2003, la cuestión que ahora se plantea es cuál debería ser el cambio en esta posición para que en los próximos trimestres se produjera una deflación en la economía estadounidense. En particular, se van a realizar dos ejercicios. En el primero se trasladan las condiciones cíclicas de principios de los años noventa a la situación actual de EE.UU., esto es, en lugar de una recuperación a finales de 2003 y 2004, se plantea la posibilidad de que la economía agudice su desaceleración. En el segundo, se busca determinar qué deterioro del componente cíclico del PIB, del desempleo y de la tasa de inversión conducirían a una deflación. Los resultados se comparan con el escenario base de EE.UU.

En el primer ejercicio se asume que, a partir del segundo trimestre de 2003, el componente cíclico de la actividad sigue la senda observada a principios de los años noventa. Esto supondría que la economía crecería en 2003 y 2004 un 1,3% en promedio, esto es, se frustraría la recuperación que se espera de la actividad y se retrasaría hasta el último trimestre de 2004. A pesar del notable deterioro de la actividad respecto a las expectativas de crecimiento actuales, cómo se observa en el Gráfico A1.5 la tasa de inflación se situaría en el 1% a finales de 2004, por lo que no se entraría en un escenario de deflación³.

En el segundo escenario se ha escogido una senda del output con un comportamiento incluso más negativo, que replica el observado durante la recesión de principios de los años ochenta, el Gráfico A1.6 muestra que ha sido la más intensa de los últimos cincuenta años. En este caso, la inflación alcanzaría un valor negativo (-0,4%) a finales de 2004. Sin embargo, para entrar en este escenario de clara deflación, se necesitaría un output gap negativo que se triplicaría a finales de 2003 respecto al actual y que llegaría a -6,5% en el segundo trimestre de 2004 como recoge el Gráfico A1.7. Estas cifras implican que la economía estadounidense tendría que crecer a tasas del 0,4% en 2003 y del -0,9% en 2004 (véase cuadro A1.2) que resultan ser incluso peores que las que se contemplan en los escenarios de riesgo de reducido crecimiento. Para dar una idea de la magnitud de esta recesión, la tasa de desempleo superaría el 8% a partir del primer trimestre de 2004, frente al 6,4% del mes de junio de 2003, lo que se observa en el Gráfico A1.8.

Por su parte, la tasa de inversión bajaría por debajo del 12%, lo que supondría una corrección de tres puntos respecto a la situación actual. Ello supondría que el proceso inversor no sólo no se reanudaría en EEUU, ni siquiera a una tasa moderada como señala Lansing (2003), sino que la inversión, en términos nominales, volvería a experimentar nuevos descensos en 2003 y 2004, que alcanzarían un 3,7% y un 8,7% en promedio anual respectivamente. La evolución de la inversión es especialmente relevante.

³ Se asume un leve descenso de la tasa de inflación subyacente, en línea con lo que ocurrió en la recesión de los años noventa, lo que contribuye a reducir ligeramente la tasa de inflación estimada.

Gráfico A1.6.
EE.UU. Inflación en el escenario base y en deflación



Fuente: BBVA

Gráfico A1.7.
EE.UU. Componente cíclico del PIB necesario para entrar en deflación



Fuente: BBVA

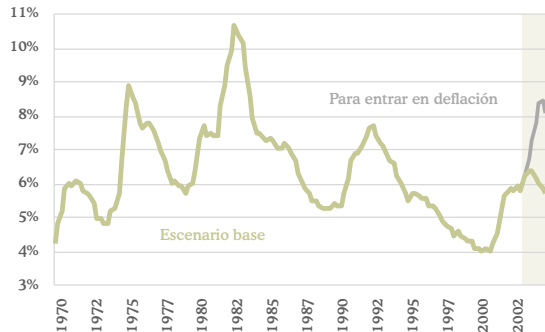
Cuadro A1.2.
Escenario de deflación en EE.UU.
Datos en promedio anual

	2002	2003	2004
Crecimiento del PIB	2,4	0,4	-0,9
Ouput gap	-1,2	-2,9	-5,6
Tasa de desempleo	5,8	6,4	8,1
NAIRU	5,2	5,2	5,3
Inflación	2,9	2,1	0,4
Inflación tendencial	2,4	2,4	2,3
Tasa de inversión	15,3	14,1	12,4
Tasa de inversión tendencial	16,1	16,1	16,1

Fuente: BBVA

Gráfico A1.8.

EE.UU. Evolución del desempleo necesario para entrar en deflación



Fuente: BBVA

Gráfico A1.9.

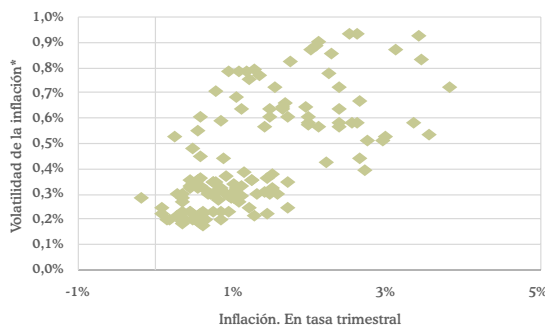
EE.UU. Evolución de la inversión necesaria para entrar en deflación
En porcentaje del PIB



Fuente: BBVA

Gráfico A1.10.

OCDE. Inflación y su volatilidad



* Desviación típica de 20 trimestres

Fuente: BBVA

No hay que olvidar que la reciente desaceleración, a pesar de haber sido la más moderada de los últimos cincuenta años, se ha caracterizado por un deterioro de la inversión más severo que en el promedio de las desaceleraciones anteriores. La tasa de inversión ha descendido tres puntos en términos del PIB desde su máximo en 2000, corrigiendo parte de su notable expansión en la segunda mitad de los años noventa. Como muestra el Gráfico A1.9, la corrección adicional que tendría lugar en un escenario de deflación, llevaría a la tasa de inversión no sólo a corregir todo el aumento observado en la segunda mitad de los noventa, sino incluso a alcanzar un mínimo histórico desde el final de la segunda guerra mundial.

En definitiva, la severidad de la corrección cíclica que sería necesaria para introducir a la economía estadounidense en una senda de deflación en los próximos trimestres, induce a pensar que, en ausencia de choques negativos de demanda adicionales, la probabilidad de este escenario es remota, como ya señaló Bernanke (2002).

Un elemento adicional que apoya la baja probabilidad otorgada a la deflación es el hecho de que estos ejercicios se han realizado asumiendo linealidad en la curva de Phillips. Esto es, se supone que el impacto del componente cíclico del PIB sobre la inflación es constante e independiente del nivel que tenga la variación de los precios. Sin embargo, una mayor tasa de inflación está ligada a una mayor volatilidad de la misma, como muestra el Gráfico A1.10, por lo que en el contexto de baja inflación actual, es previsible que la tasa de inflación tenga una menor volatilidad de la observada en el pasado. En el marco metodológico utilizado, esto implicaría una reducción de la respuesta de la inflación al componente cíclico del PIB, y por tanto, implicaría que la reducción de la actividad necesaria para entrar en una deflación debería ser incluso más intensa de la planteada en el ejercicio anterior.

4. Conclusiones

Aunque la última desaceleración de la actividad ha sido más moderada que las anteriores, el hecho de que haya tenido lugar en un contexto de baja inflación ha impulsado el temor a la deflación que está condicionando la evolución de los precios de los activos financieros. Para identificar la probabilidad de este escenario es clave determinar cuál sería la posición cíclica de la economía compatible con un crecimiento prácticamente nulo de los precios. Los resultados de los ejercicios anteriormente realizados para EE.UU. indican que sería precisa una recesión adicional que ampliase el componente cíclico del PIB en cinco puntos y que aumentase el desempleo por encima del 8%. En ausencia de un choque de demanda negativo de notable intensidad durante los próximos trimestres y en presencia del nuevo plan de estímulo fiscal este escenario es muy poco probable. Por tanto, a la vista de estos resultados, la probabilidad que se está otorgando a la deflación en el mercado financiero parece demasiado elevada.

Referencias

Ahearne, A., J. Gagnon, J. Haltamaier y otros (2003): "Preventing deflation: lessons from Japan's experiences in the 1990s", Board of Governors, International Finance Discussion Paper nº 729, junio.

Bernanke, B.S. (2002): "Deflation: make sure "it" doesn't happen here", testimonio ante el Club de Economistas Nacional, noviembre.

Bryan, M.F. y S.G. Cecchetti (1994): "Measuring core inflation" in *Monetary Inflation*, N. Gregory Mankiw (ed.), Chicago, University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research.

Doménech, R y V. Gómez (2003): "Estimating potential output, core inflation and the NAIRU as latent variables", mimeo, Ministerio de Hacienda.

FMI (2003): "Deflation: determinants, risks, and policy options-findings of an Interdepartmental Task Force", abril.

Hausman, J. (2002): "Sources of bias and solutions to bias in the CPI", NBER, documento de trabajo, 9298.

Lansing, K (2003): "Growth in the post-bubble economy", Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter nº 2003-17, junio.

EE.UU.: ¿un ajuste corriente?

Sonsoles Castillo

Servicio de Estudios BBVA

1. Introducción

El déficit por cuenta corriente de la economía estadounidense supera actualmente el 5% del PIB, tras deteriorarse a un ritmo de casi un punto por año en los últimos cinco años. Una cifra récord no sólo para esta economía sino para los estándares de cualquier economía. Desde una perspectiva nacional o interior, la ampliación del déficit por cuenta corriente revela la creciente escasez de ahorro interno para financiar los proyectos de inversión, algo que resulta especialmente llamativo en un contexto de desaceleración de la actividad, en el que se debería haber observado una reducción de la dependencia del ahorro externo. El déficit ha alcanzado un nivel que, según revela la evidencia empírica supera el umbral típico que desencadenaría un proceso de corrección de la balanza.

En EE.UU. la falta de ahorro interno se ha visto compensada por entrada de capital extranjero. Una entrada que, dado el peso de la economía estadounidense, supone una parte importante del ahorro mundial. Así, en 2002 EE.UU. absorbía casi el 8% del ahorro mundial. Pero, además de éste récord histórico, hay dos motivos adicionales de inquietud. Por un lado, la posición deudora internacional de EE.UU. que excede los 3 billones de \$ (casi el 30% de su PIB)¹. Estimándose que por cada día laborable, EE.UU. debe importar capital por valor de 4 mM \$. Por otro, los cambios observados en la composición de la financiación del déficit, con un peso creciente de la inversión en cartera, en detrimento de la inversión extranjera directa, aumentan la vulnerabilidad del déficit.

En definitiva, son varias la señales que alertan de que el déficit por cuenta corriente estadounidense constituye un potencial factor de desequilibrio para esta economía y, por extensión, para la economía mundial. De hecho, hay una corriente de opinión mayoritaria que, calificando esta situación como insostenible, señala la necesidad de que se produzca una corrección del déficit corriente. Si, efectivamente, la corrección es inevitable, se plantean varias cuestiones como: ¿hasta qué nivel se debería corregir el déficit en EE.UU.? ¿sería un ajuste gradual o brusco?, o ¿cuál sería el mecanismo que condujera al saldo exterior a una posición más equilibrada? En relación con la primera cuestión, se estima que un ajuste no tendría por qué devolver el equilibrio a la balanza por cuenta corriente, sino que el déficit corriente sostenible para la economía estadounidense se situaría en torno al 2,5-3%, dadas las ganancias de productividad acumuladas en los últimos años.

Para intentar dar respuesta a estas preguntas, en la sección 2 se presentan algunos de los rasgos que, según la literatura, caracterizan un proceso de ajuste típico de la balanza corriente y, en particular, se analiza la corrección del déficit en EE.UU. a mediados de los ochenta. En la sección 3, se plantean posibles escenarios de ajuste de la balanza por cuenta corriente. Por último, se presentan las principales conclusiones.

2. El ajuste de la balanza por cuenta corriente: ¿una dinámica común?

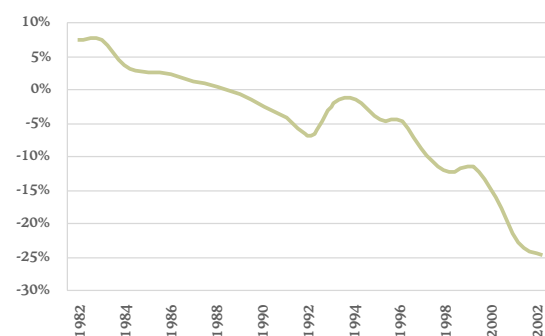
La evidencia empírica de las dos últimas décadas aporta un buen número de casos de ajuste de la balanza por cuenta corriente. En la literatura se han analizado estas experiencias para tratar de extraer las regularidades empíricas que caracterizan estos procesos². A continuación se presentan las principales conclusiones obtenidas a partir del examen de casi treinta episodios de corrección en economías industrializadas³.

En primer lugar, se puede decir que, en promedio, hay un nivel de endeudamiento externo que desencadena el inicio del ajuste de la balanza. El

Gráfico A2.1.

EE.UU. Posición acreedora internacional neta

En porcentaje del PIB



Fuente: Survey of Current Business

Gráfico A2.2.

EE.UU. Balanza de capital

En porcentaje del PIB



Fuente: BEA

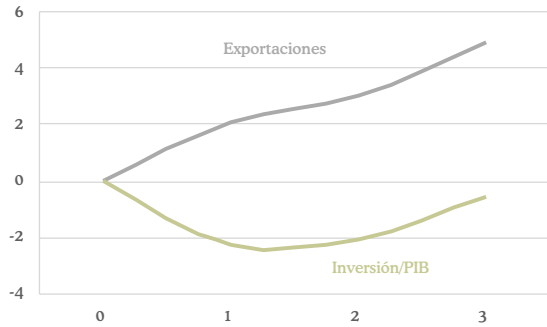
¹ Según Obstfeld y Rogoff (2000), a este ritmo EE.UU. alcanzaría en 2020 niveles superiores al 60%. Una situación a la que, si bien llegaron otros países industrializados más pequeños (Finlandia, Suecia, Australia, Canadá), no es previsible que pueda ocurrir en EE.UU.

² Véase Milesi-Ferreti y Razin (1998).

³ Véase Freund (2000) y BIS (2003).

Gráfico A2.3.

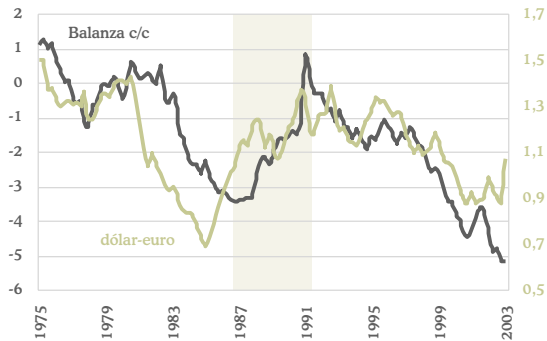
Dinámica de las exportaciones e inversión en un ajuste típico de la balanza por cuenta corriente



Años desde inicio ajuste
Fuente: Freund (2000)

Gráfico A2.4.

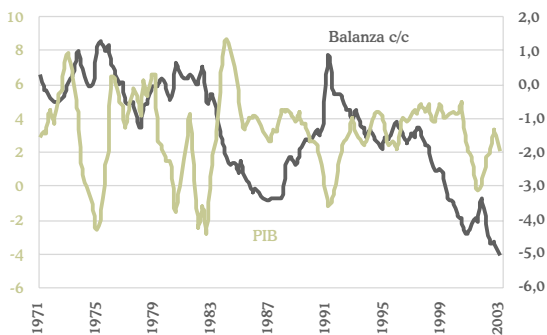
EE.UU. Balanza por cuenta corriente y dólar-euro



* Sombrado el ajuste de los ochenta
Fuente: BEA y Reserva Federal

Gráfico A2.5.

EE.UU. PIB y balanza por cuenta corriente



Fuente: BEA

umbral para el déficit se sitúa en torno al 5-6% del PIB y para la posición acreedora neta, aunque no es tan claro, estaría en torno al 20% del PIB. En segundo lugar, se aprecia un patrón de ajuste gradual del déficit. De forma que, en promedio, las economías han tardado una media de cuatro años en alcanzar un equilibrio en su saldo exterior. En tercer lugar, el proceso de ajuste se basó en una combinación de depreciación del tipo de cambio efectivo real y de desaceleración. En el caso típico, la senda de depreciación real del tipo de cambio se inicia un año antes del comienzo del ajuste de la balanza y suele acabar tres años después, tras depreciarse en torno al 20% en todo el período. Con respecto a la actividad, se confirma el comportamiento contracíclico de la balanza por cuenta corriente. Así, el ajuste de la balanza viene asociado con una fuerte desaceleración del crecimiento del PIB: tres puntos entre el año previo y el posterior al que se registra el máximo déficit por cuenta corriente. La recuperación de tasas de crecimiento previas a la corrección de la balanza se produce pasados más de tres años. Y, por último, mientras la ampliación del déficit corriente viene asociada con una caída del ahorro y con la fortaleza de las importaciones, el ajuste aparece ligado a una caída de la inversión y a una recuperación de las exportaciones.

Con todo, hay que tener en cuenta que, en el caso concreto de la economía estadounidense, hay características específicas, tales como su papel de principal potencia económica y como el papel que desempeña su divisa como moneda de reserva, que justificarían diferencias con respecto al patrón comentado. En este sentido, merece la pena centrarse en el episodio más reciente de ajuste de la balanza protagonizado por la economía estadounidense a mediados de los ochenta. En primer lugar, el umbral de déficit que desencadenó el ajuste fue el 3,5%, un nivel que se alcanzó en 1986. En segundo lugar, el ajuste en EE.UU. fue algo más lento que el observado en el promedio histórico: en EE.UU. el déficit se redujo aproximadamente a la mitad después de tres años, frente a un cierre casi completo del déficit en el promedio de los casos comentados por los países industrializados. El equilibrio de la balanza no se produjo hasta pasados casi 4 años, y aunque en 1991 se alcanzó un superávit, fue debido a las transferencias ligadas a la guerra del Golfo. En tercer lugar, en el proceso de ajuste de la balanza, aunque se combinaron una depreciación del tipo de cambio y una desaceleración del PIB, fue el dólar, con una depreciación real cercana al 30%, el que soportó buena parte de la corrección de la balanza. En concreto, la depreciación del dólar respecto al yen y al marco, superior al 60% en el periodo 1985-90, hizo buena parte del trabajo⁴. La desaceleración del PIB terminó de ajustar la balanza en una segunda etapa. Sólo a partir de 1989 se observó una desaceleración de la demanda interna, del consumo privado y, especialmente, de la inversión. Por último, la caída del ahorro y, sobre todo, la fortaleza de las importaciones explicaron la ampliación del déficit y, en el ajuste las exportaciones jugaron un factor clave. En este sentido, cabe destacar el diferencial de crecimiento entre EE.UU. y el resto del mundo. Frente a un diferencial positivo a favor de EE.UU. en los años previos al ajuste, en torno a un punto, a finales de los ochenta se produjo una drástica inversión del diferencial. Este llegó a situarse en -2,5 puntos en 1991 en contra de EE.UU. Japón y Alemania, por ejemplo, crecían en aquellos años a tasas cercanas al 6 y 5%, respectivamente. La conjunción de un dólar fuertemente depreciado y de un fuerte crecimiento mundial permitió a las exportaciones de EE.UU. crecer a tasas de doble dígito, mientras las importaciones se desaceleraban.

3. Escenarios de ajuste para la balanza por cuenta corriente

El análisis de anteriores episodios de ajuste de la balanza, así como de las circunstancias en las que se llevaron a cabo, sirve para diseñar posibles escenarios de ajuste del déficit estadounidense. No obstante, hay que ser cautelosos a la hora de hacer paralelismos entre la evolución de la balanza por cuenta corriente a mediados de los ochenta y en la actualidad, dado que las condiciones económicas de mediados de los ochenta distan mucho de las actuales.

⁴ El déficit con Japón y Alemania representaba casi la mitad del total para EE.UU.

¿Cuál es la situación económica actual? Por un lado, EE.UU. está recuperándose a un ritmo muy lento de una recesión que ha sido ciertamente moderada y ha tenido carácter global, lo que no ha permitido un cierre del déficit corriente. Al contrario, éste se ha ampliado. Además, a la baja tasa de ahorro privado de los últimos años se ha sumado recientemente el deterioro de las cuentas públicas que ha situado el ahorro nacional en mínimos históricos. Por otro lado, el dólar, que ha perdido cierto valor como moneda de reserva respecto a 1985, acumula desde principios de 2002 hasta la fecha una depreciación en términos efectivos reales cercana al 10%, que hasta ahora ha sido totalmente asimétrica al centrarse fundamentalmente con el euro. Adicionalmente, la economía mundial atraviesa por un período de bajo crecimiento en el que aparentemente se seguirá moviendo este año y el año que viene, con lo que el diferencial de crecimiento entre EE.UU. y el resto del mundo podría mantenerse favorable a aquel primero. Al menos a corto plazo, EE.UU. previsiblemente seguirá creciendo, aunque sea por el impulso fiscal, a mayor ritmo que el resto de economías desarrolladas: un 3% en 2004, duplicando el crecimiento de la UEM y triplicando el de Japón. En definitiva, partiendo de un déficit por cuenta corriente que supera actualmente los 500 mil millones de dólares, el 5% del PIB, con un diferencial de crecimiento favorable a EE.UU. y con un dólar, que no se prevé que se deprecie adicionalmente de forma significativa, al menos respecto a las principales divisas, cabe esperar que, en el corto plazo, la balanza por cuenta corriente siga ampliándose.

Con todo, las crecientes necesidades de financiación externa y la propia composición de los flujos de capital externos alertan sobre la posibilidad de un ajuste. La primera cuestión que surge es si se puede producir un ajuste brusco de la balanza. El mismo no es descartable, si bien los factores que podrían desencadenarlo⁵ son altamente impredecibles. Así, y dado que la experiencia histórica apoyaría un escenario de ajuste gradual a partir de 2004, éste se convierte en el escenario más probable. Partiendo de este supuesto se analizan a continuación posibles escenarios para el período 2004-2007. Un primer escenario basado en el ajuste del crecimiento en EE.UU. Un segundo, basado en la depreciación del tipo de cambio. Y tercero, que sería una combinación de ambos, que podría convertirse en el escenario más probable.

Para cuantificar la reducción del déficit corriente en cada uno de estos tres escenarios se parte de un escenario de referencia, ("baseline") en el que se supone que EE.UU. sigue creciendo desde 2004 en torno a su potencial, el tipo de cambio se mantiene en los niveles actuales y el resto de mundo mantiene el actual ritmo de crecimiento. En este caso, el déficit se sigue ampliando en torno a un punto en todo el período. A partir de aquí, se alteran los supuestos de partida, bien de crecimiento, bien de tipo de cambio para ver la sensibilidad de la balanza por cuenta corriente a estas variables. Así, en el primer escenario (*escenario de bajo crecimiento*), se supone que la economía estadounidense crece en torno al 1% en los próximos cuatro años. En el segundo (*escenario de depreciación del dólar*), suponemos una depreciación del tipo de cambio efectivo real, en el conjunto del periodo, similar a la experimentada por el dólar a mediados de los ochenta. Y en el tercero (*escenario mixto*) consideramos una mezcla de ambos factores, esto es, crecimiento en torno al 2% (un punto más que en el primer escenario) y depreciación del tipo de cambio.

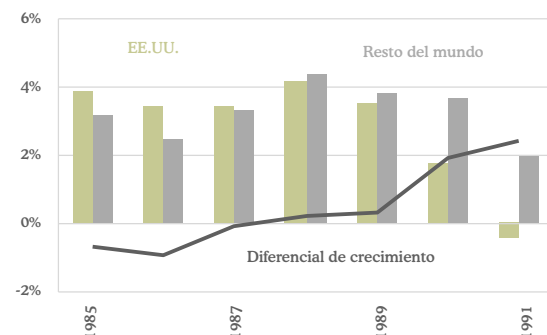
Para relacionar la balanza comercial, que asimilamos a la balanza por cuenta corriente, el crecimiento de EE.UU., el crecimiento mundial y el tipo de cambio efectivo real, se hace uso de los modelos convencionales de exportaciones e importaciones⁶. Así, se pueden relacionar los

⁵ En Obstfeld y Rogoff (200) se estima que un ajuste brusco de la balanza podría dar lugar a una depreciación del tipo de cambio efectivo real de entre el 24 y 40%. Un escenario como éste podría ser el resultado, entre otras, de una crisis de liquidez o de un colapso de los mercados bursátiles. En FMI (2002) se estima que un escenario de ajuste brusco de la balanza, con una depreciación del dólar de entre el 20 y 15% acompañada de una caída de las bolsas y de las confianzas, conduciría a una caída brusca del PIB tanto en EE.UU. como en el resto de economías. Un escenario posible, pero al que se asigna una baja probabilidad.

⁶ Se estima una elasticidad renta de las importaciones al PIB nacional y de las exportaciones al PIB mundial del 3,2 y 2,4%, respectivamente. Igualmente la elasticidad precio de las importaciones y de las exportaciones se estima en -0,3% y -0,2%.

Gráfico A2.6. PIB. EE.UU. y el resto del mundo

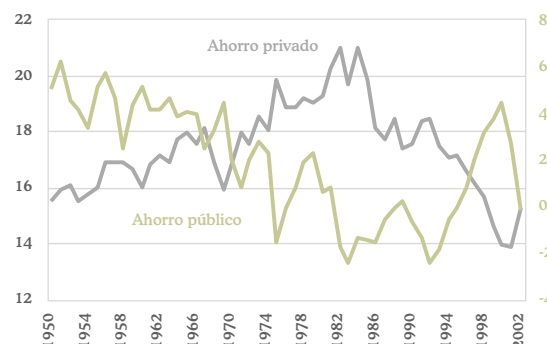
En tasa interanual



Fuente: BEA y OCDE

Gráfico A2.7. EE.UU. Ahorro privado y público

En porcentaje del PIB



Fuente: BEA

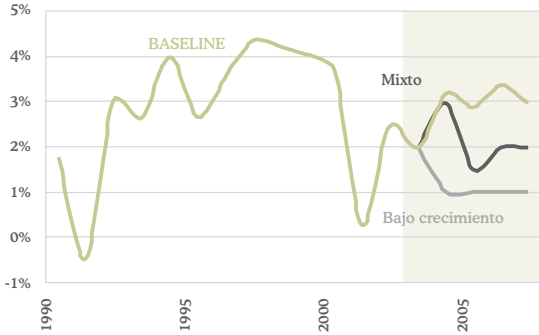
Cuadro A2.1. Dinámica de las principales variables bajo distintos escenarios de ajuste de la balanza cuenta corriente*

	Bajo Depreciación			
	Baseline	crecimiento	dólar	Mixto
PIB EE.UU.	3,1	1	3,1	2,1
PIB resto mundo	1,9	1,9	1,9	1,9
Tipo cambio				
efectivo real	-9	-9	-26,3	-26,3
Ahorro	10,8	11,1	10,8	11,1
Inversión/PIB	16	14,8	15,3	15,2
Balanza cta cte	-5,2	-3,6	-4,5	-4,1

* promedio en el período 2004-2007, excepto TCER depreciación acumulada.

Fuente: BBVA

Gráfico A2.8.
EE.UU. Escenarios de PIB



Fuente: BEA y BBVA

flujos comerciales -exportaciones e importaciones- con el nivel de actividad, interna y mundial, con la evolución de los deflatores de exportaciones e importaciones y, por tanto, con el tipo de cambio efectivo real. A partir del saldo corriente, se obtiene el ahorro y la inversión. Conocida la evolución de estas variables se derivan el consumo y, considerando una senda de gasto público, el crecimiento de la economía.

El cuadro A2.1 y los gráficos A2.8, A2.9 ilustran la dinámica del proceso de ajuste en los escenarios comentados. Los resultados indican que una recesión de demanda (*escenario de bajo crecimiento*) permitiría un ajuste más rápido de la balanza por cuenta corriente. De hecho, éste sería muy similar en magnitud al observado a mediados de los ochenta. Así, tras casi cuatro años, el déficit se corregiría en cerca de dos puntos situándose en torno al 3%. Ahora bien, la evolución de la economía sería muy distinta. En el segundo escenario se observa que el efecto de la depreciación del dólar sobre la balanza por cuenta corriente es mucho más limitado. De hecho, el ejercicio muestra que con una depreciación acumulada del dólar superior al 20% permite una reducción de casi un punto de déficit respecto al escenario base, si bien apenas logra impedir una ampliación del déficit exterior desde los niveles actuales. Este resultado matizaría algunas de las estimaciones más optimistas del efecto de una depreciación real del dólar sobre la balanza por cuenta corriente⁷. Esto es, mientras no se aprecie un diferencial de crecimiento entre el resto del mundo y EE.UU., la depreciación del dólar tiene un efecto limitado. En el *escenario mixto*, en el que se modera el crecimiento en torno a tasas del 2% y se deprecia el dólar, se traduciría en una reducción del déficit en aproximadamente 1,5 puntos del PIB. En definitiva, si tiene que haber cierto ajuste de la balanza, es altamente probable que se tenga que moderar el crecimiento en EE.UU. y que ello se vea acompañado de cierta depreciación del tipo de cambio. Es poco probable que el ajuste se base sólo en el tipo de cambio. Además, dado que una depreciación adicional del dólar con el euro parece estar limitada por la debilidad del crecimiento europeo, la depreciación podría recaer en las divisas de otros países como China, Corea o Japón, que representan la mitad del déficit estadounidense.

Conclusiones

El déficit por cuenta corriente estadounidense alcanza unos niveles considerados insostenibles. No sólo registra máximos históricos sino que concentra un volumen muy elevado del ahorro mundial y su financiación es cada vez más dependiente de la confianza de los inversores internacionales. Así, un ajuste del déficit parece irremediable en el futuro. Tanto la evidencia empírica como las simulaciones realizadas señalan que el ajuste gradual sería el escenario más probable y que éste exigiría una desaceleración del crecimiento acompañada de una adicional, pero moderada, depreciación del dólar en términos reales que no tendría que ser con el euro.

Referencias

Bergsten, C. (2003): "The correction of the dollar and foreign intervention in the currency markets", Institute for International Economics, Testimonio ante el Comité de PYMES del Congreso de EE.UU., junio 2003.

BIS (2003): Banco de Pagos Internacionales, 73º informe anual, jun.- 2003.

FMI (2002): World Economic Outlook, sep. 02

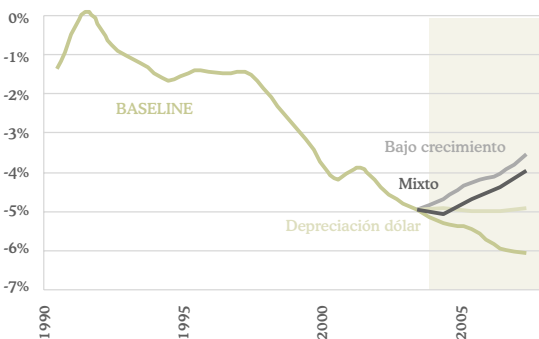
Freund, C. (2000): "Current Account Adjustment in industrialized countries", Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Paper, nº 692.

Milese-Ferreti, G.M. y Razin, A. (1998): "Current Account Reversals and currency crises: empirical regularities", NBER working paper 6620.

Obstfeld, M. y Rogoff, K. (2000): "Perspectives on OECD Economic Integration: Implications for US Current Account Adjustment" (2000). Center for International and Development Economics Research. Paper C00-116.

⁷ Según Bergsten (2003) una depreciación real del 10% conduciría a una reducción máxima de 100 mil millones de dólares del déficit corriente en el plazo de dos años.

Gráfico A2.9.
EE.UU. Escenarios de ajuste de la balanza por cuenta corriente



Fuente: BEA y BBVA

Resumen de previsiones

Variables macroeconómicas

	PIB (%). En promedio anual				IPC (%). En promedio anual			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
EE.UU.	0,3	2,4	2,0	3,0	2,8	1,6	2,4	1,8
UEM	1,5	0,8	0,5	1,5	2,4	2,2	2,0	1,8
Alemania	0,7	0,2	0,1	1,2	2,0	1,4	1,2	1,0
Francia	2,1	1,2	0,7	1,6	1,6	1,9	2,0	1,7
España	2,7	2,0	2,5	2,5	3,6	3,5	3,2	3,1
Italia	1,7	0,4	0,3	1,3	2,8	2,5	2,4	2,0
Reino Unido ¹	2,2	1,9	1,7	2,4	2,1	2,2	2,7	2,5
Japón	0,4	0,1	1,0	1,0	-0,7	-0,9	-0,5	-0,4
Países asiáticos ²	5,3	6,7	5,7	6,2	2,1	0,8	1,6	2,2
América Latina ³	0,4	-0,6	1,4	3,4	6,0	9,3	11,2	8,1

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
EE.UU.	1,3	-1,5	-4,0	-4,2	-3,9	-4,8	-5,3	-5,7
UEM ⁴	-1,5	-2,2	-2,7	-2,6	-0,3	0,9	0,3	0,1
Reino Unido	0,8	-1,3	-2,3	-2,5	-1,3	-0,8	-1,5	-1,4
Japón	-6,3	-6,8	-7,2	-7,2	2,2	2,8	3,2	3,3

¹ La inflación no incluye los tipos de interés hipotecarios.

² Corea del Sur, China, Filipinas, Hong-Kong, Indonesia, Malasia, Tailandia, Singapur y Taiwan.

³ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

⁴ Sólo sector público, sin incluir ingresos por la venta de las UMTS

Tipos de interés y de cambio⁵

	Tipos Oficiales					Tipos a 10 años				
	jul-03	sep-03	dic-03	mar-04	jun-04	jul-03*	sep-03	dic-03	mar-04	jun-04
EE.UU.	1,00	1,00	1,00	1,00	1,50	3,70	3,70	4,20	4,50	4,70
UEM ⁶	2,00	1,75	1,75	1,75	2,00	3,89	3,80	4,00	4,20	4,50
Reino Unido	3,50	3,50	3,50	4,00	4,00	4,23	4,00	4,20	4,45	4,80
Japón	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	1,02	0,70	0,80	0,90	1,00

	Tipos de cambio				
	jul-03*	jun-03	dic-03	mar-04	jun-04
Dólar/Euro	1,14	1,14	1,15	1,14	1,12
Libra/Euro	0,70	0,69	0,67	0,67	0,67
Yen/Dólar	118	121	123	125	125

* Media hasta la fecha de cierre

⁵Datos de fin de mes

⁶Los tipos de interés a 10 años corresponden a Alemania

Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

Depósito Legal: M-31254-2000

otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.