

Economía Internacional

ANÁLISIS DEL CICLO ECONÓMICO MUNDIAL. ¿DÓNDE ESTAMOS Y ADÓNDE VAMOS?

David Cano Martínez (*)

INTRODUCCIÓN

Aunque el análisis de la posición en el ciclo económico internacional es siempre un ejercicio de relativa dificultad, inmersos ya en la segunda mitad de 2005, el año tras el “pico” de avance del PIB mundial, el interés, y también la complejidad, del diagnóstico se eleva. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), el pasado año se saldó con un crecimiento del 5,1 por 100, lo que supone la mayor tasa desde 1976 y la culminación de una tendencia de recuperación iniciada en 2001. A partir del pasado año, el agotamiento de uno de los motores del crecimiento (EE.UU.) y la incapacidad de otros bloques de tomar el relevo (Área Euro y Japón) provocan que las tasas de crecimiento mundial se moderen, si bien, se pueden mantener todavía en torno al potencial. En definitiva, después de haber registrado una de las mayores tasas de crecimiento de los últimos años, nos encontramos en una fase de desaceleración económica mundial, aunque mucho más moderada que en ocasiones pasadas.

EL CRECIMIENTO ES COSA DE DOS

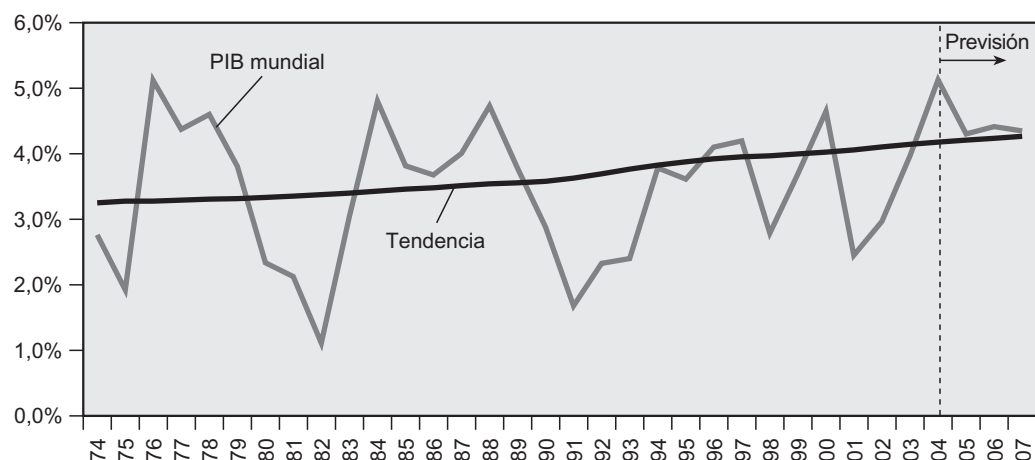
Antes de entrar en mayor profundidad en el análisis de la economía mundial, es relevante estudiar la composición de su crecimiento en 2004, ya que su conocimiento permite entender las claves de la actual desaceleración. Así, del 5,1 por 100 de avance del PIB mundial, un 1,21 por 100 correspondió a China y un 0,84 por 100 a EE.UU., por lo que con

razón se les ha denominado las dos “locomotoras”, al recaer sobre ellas el grueso del crecimiento (también son en gran medida responsables, vía inducida, del 0,76 por 100 que aportó el resto de Asia, sin Japón, y del 0,44 por 100 de Latinoamérica). En sentido contrario, la Unión Europea (UE) apenas fue el responsable del 0,5 por 100, mientras que Japón no llega al 0,2 por 100. Por lo tanto, una primera idea que se debe transmitir es el riesgo que supone que el crecimiento económico mundial dependa en gran medida de sólo dos países, uno de los cuales, EE.UU., presenta unos desequilibrios que seguramente exijan una drástica corrección y, el otro, China, inmerso en una profunda transformación y con unas características que dificultan de manera notable la elaboración de previsiones, no tanto a corto plazo, donde se anticipan avances del PIB del 3,5 y del 8,5 por 100 en EE.UU. y China, respectivamente, para este 2005, sino a medio, dada la incapacidad de Europa y Japón de crecer autónomamente.

EL PETRÓLEO: HIERE PERO NO MATA

Centrándonos en las perspectivas para el más corto plazo, no cabe duda de que tres son los principales factores directores de la desaceleración: el primero, la propia dinámica de los ciclos, que impide que la expansión sea indefinida (tal y como aprendimos tras el estallido de la burbuja tecnológica, los ciclos económicos siguen existiendo); la segunda es el endurecimiento de las condiciones

GRÁFICO 1
CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL

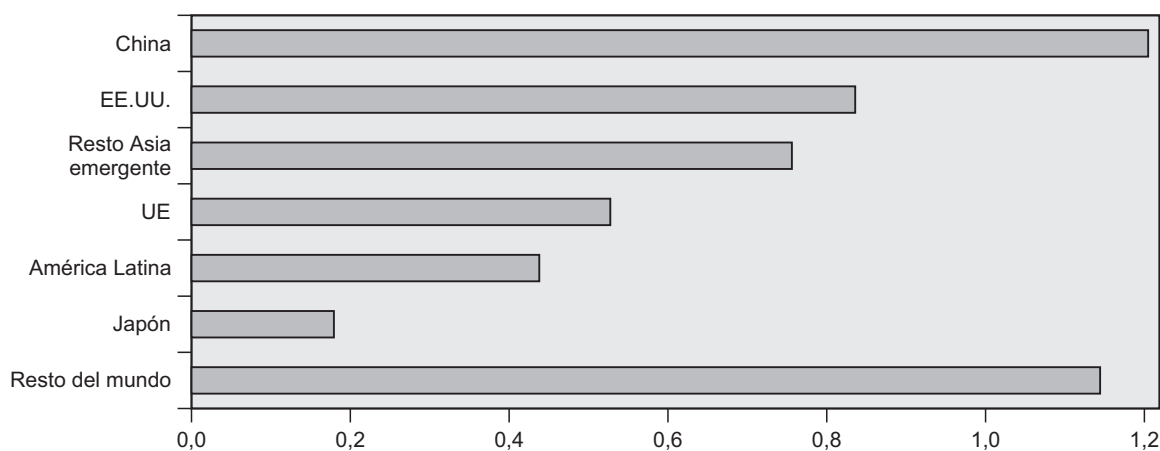


Fuente: FMI.

monetarias (aunque como luego se apuntará, no ha sido homogéneo en todos los países); y la tercera, el encarecimiento del petróleo y, en general, de casi todas las materias primas. Si aceptamos que la recuperación económica se inició en 2003, ésta ha coincidido con la subida de las cotizaciones de las materias primas, seguramente por la propia estructura de la composición del crecimiento. Como hemos apuntado anteriormente, el avance del PIB mundial ha estado muy centrado en Asia, una zona geográfica especializada en la producción de bienes

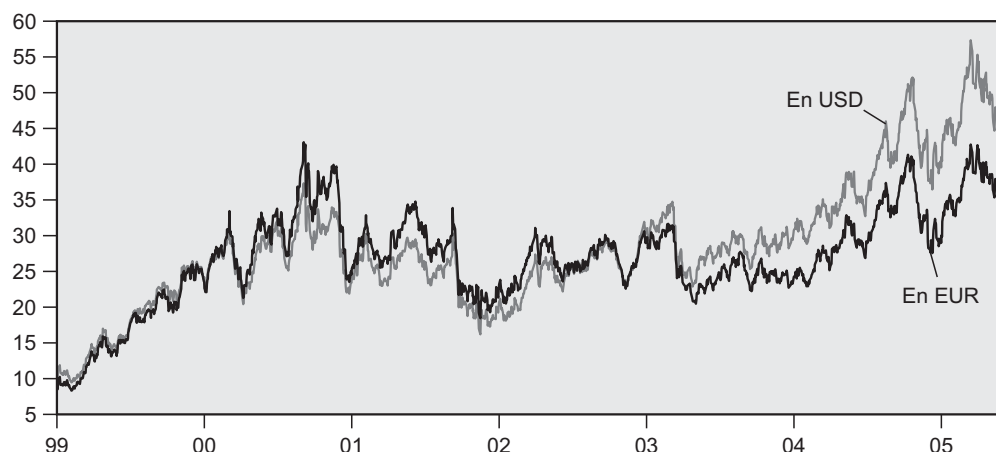
intensivos en materias primas (y mano de obra, aunque en éste caso el coste se han mantenido muy bajo) y, además, con procesos menos eficiente en la utilización de las mismas. En consecuencia, a lo largo de los últimos tres años se ha incrementado la demanda de materias primas sin que desde la oferta hayan sido capaces de adaptarse a las nuevas condiciones del mercado, seguramente porque los deprimidos precios de años anteriores habían desmotivado la decisiones de inversión para incrementar la capacidad de producción.

GRÁFICO 2
APORTACIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL EN 2004



Fuente: FMI.

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN DEL PETRÓLEO EN USD Y EN EUR (SPOT; BARRIL TIPO BRENT)



Fuente: Reuters y elaboración propia a partir de los tipos de cambio fixing del EUR del BCE.

Coincidiendo con la escalada alcista de los precios se han publicado numerosos estudios en los que, a partir de diversos modelos se cuantifica en cuatro décimas el drenaje que sobre el crecimiento del PIB supondría un encarecimiento del barril de 10 dólares USD). Aunque la subida acumulada del precio desde 2003 es de 30 USD, ya hemos comprobado que el crecimiento del PIB mundial ha presentado tasas por encima del tendencial. En este punto, cabría preguntarse por el avance del PIB en caso de que el petróleo se hubiera mantenido en los 25 USD. Podemos considerar, por tanto, que el encarecimiento de las materias primas se ha producido en el mejor momento posible, aquél en el que su efecto negativo ha sido compensado por otros positivos (1), y, por lo tanto, ha impedido una recesión. Al mismo tiempo, los modelos utilizados posiblemente no han tenido en cuenta diversos cambios estructurales que se han llevado a cabo, por lo que sobreestiman el efecto negativo sobre el crecimiento del PIB. Este error se ha podido cometer en las dos vertientes del petróleo: tanto como factor de producción, como bien de consumo final. Según el BCE (2004), la Unión Monetaria Europea (UME) ha pasado a depender considerablemente menos del petróleo desde la década de los setenta como consecuencia de los desplazamientos intersectoriales (desde manufacturas a servicios), de sustitución por otra fuente de energía (nuclear, fundamentalmente) y de la utilización de tecnologías que requieren un uso menos intensivo del petróleo. Siguiendo al BCE (2004), esa intensidad en la zona del euro, medida como consumo de

esta materia prima en relación al PIB real, era en 2001 un 50 por 100 inferior a la registrada en 1973.

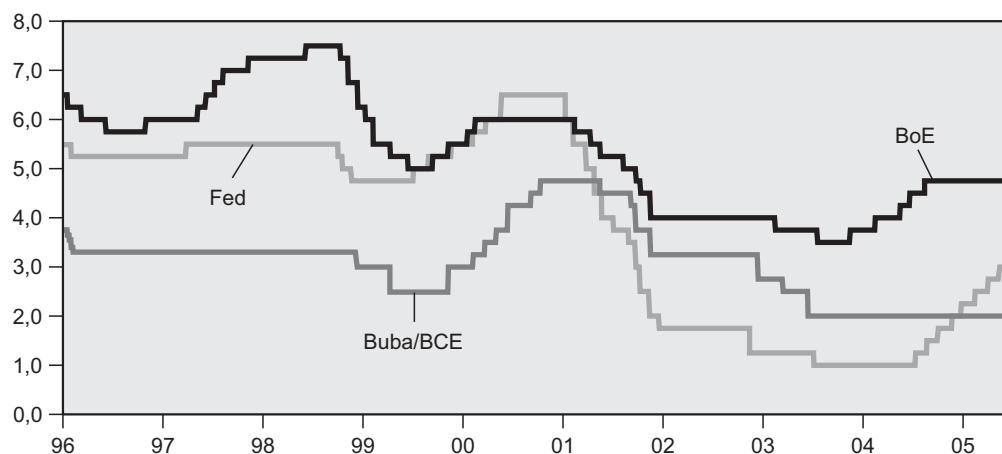
¿Debemos preocuparnos por el encarecimiento del petróleo? Obviamente sí, ya que en la posición actual del ciclo no podemos recurrir a los efectos positivos compensatorios anteriormente citados. Un petróleo por encima de los 60 USD es, sin duda, un riesgo cuya probabilidad de materialización es muy elevada, lo que podrían provocar que el ritmo de desaceleración del crecimiento del PIB mundial se intensificase.

LAS POLÍTICAS MONETARIAS SE CARACTERIZAN POR SU HETEROGENEIDAD

Además del encarecimiento de las materias primas, otro de los factores que explican la pérdida de dinamismo de la economía mundial es el endurecimiento de las condiciones monetarias. Aunque conviene señalar que éstas son todavía laxas desde una perspectiva histórica, hemos observado elevaciones de tipos de interés que han podido generar una ralentización en el crecimiento en varios países (especialmente EE.UU., Reino Unido, Australia y Nueva Zelanda), sobre todo si tenemos en cuenta que han coincidido con la finalización de anteriores estímulos fiscales.

El caso más relevante es el de la Reserva Federal (Fed) que en el momento de escribir estas líneas ha cumplido un año de subidas de tipos, al saldar-

GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA



Fuente: Elaboración propia.

se todos sus comités de política monetaria con elevaciones de 25 puntos básicos (pb), por lo que ha situado su tipo de intervención en el 3,25 por 100. Esta es la misma cota que la vigente tras el 11-S, aunque todavía por debajo del punto intermedio del rango delimitado por el 6,5 por 100 de máximo que alcanzaron los fed funds en mayo de 2000 y el 1,0 por 100 vigente entre junio de 2003 y junio de 2004.

Por lo tanto, podríamos pensar que a la Fed todavía le resta un amplio margen de subidas en los próximos meses. Similar conclusión podemos extraer si analizamos en conjunto las decisiones de los principales bancos centrales (BCE, Banco de Inglaterra, de Suecia, de Noruega, de Dinamarca, de Suiza, de Canadá, de Australia y de Nueva Zelanda). Si bien en ningún ejercicio posterior al de 2001 se ha observado un recorte tan intenso de los tipos de interés de referencia, las rebajas acumuladas desde enero de 2001 ascienden a 3.200 puntos básicos, que sólo habrían sido compensadas en un 35 por 100. Por lo tanto, desde una perspectiva global, los bancos centrales habrían corregido en la fase expansiva del ciclo (2004-2005) las rebajas de tipos decididas en la fase desaceleradora (2001-2003) pero en un escaso porcentaje.

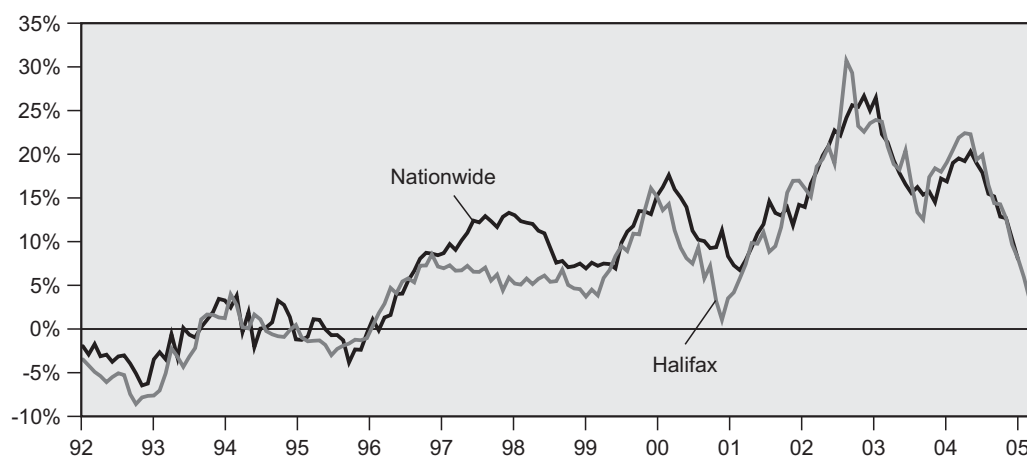
¿Deberán compensarlas en su totalidad? Seguramente no, por varios motivos. El primero, porque las cotas alcanzadas en 2000 se han revelado como excesivamente elevadas. El segundo, porque el dinamismo del ciclo económico no será tan intenso en próximos trimestres. En tercer lugar, porque

las perspectivas de ausencia de presiones inflacionistas están asentadas. Y, por último, porque el nivel de endeudamiento de los consumidores (y, por tanto, su sensibilidad a las subidas de tipos) ha alcanzado un máximo histórico.

A lo anterior, lógicamente, existen excepciones, como son Nueva Zelanda (ha situado los tipos en el 6,75 por 100, lo que supone un máximo histórico) y, en menor medida, Reino Unido (4,75 por 100) y Australia (5,5 por 100), es decir, aquellos países donde se observa un fuerte crecimiento del precio de la vivienda, al que han respondido los bancos centrales elevando el tipo de intervención. Estos tres bancos centrales han sentado un precedente sobre la relación entre inflación de activos y política monetaria, ya que las elevaciones de tipos de interés han conseguido frenar el mercado inmobiliario. En el Reino Unido (ver gráfico 5), Australia y Nueva Zelanda el crecimiento interanual es de apenas el 3 por 100 (frente al 20 por 100 de hace un año) ante el anclaje de los precios. En EE.UU., sin embargo, la moderación es menor, ya que el avance de los precios es todavía superior al 10 por 100.

En el extremo contrario encontramos al BCE, Banco de Suecia y de Noruega, que todavía mantienen su tipo de intervención en un mínimo histórico, constatándose el retraso en la recuperación de sus economías. Posiblemente no sea casual que estos bancos centrales fueran los últimos en comenzar los recortes de tipos... y seguramente lo volverán a ser en subirlos.

GRÁFICO 5
CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN EL REINO UNIDO



Fuente: EcoWin.

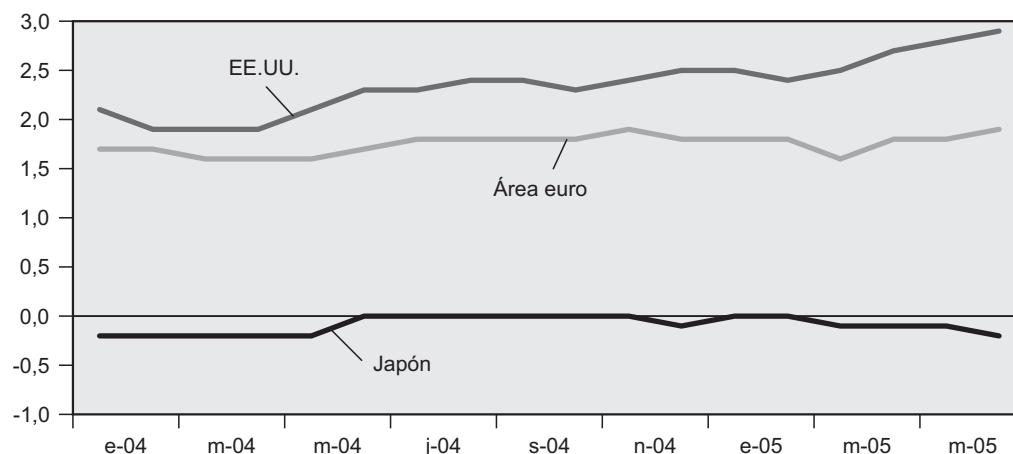
¿DÓNDE ESTÁ LA INFLACIÓN?

En el punto anterior hemos señalado que los bancos centrales apenas se han visto obligados a endurecer sus políticas monetarias gracias al contexto de ausencia de presiones inflacionistas. Y es en esta variable macro en la que existe el mayor acuerdo a la hora de realizar previsiones: la inflación no es un problema, al menos la de bienes al consumo, ya que en el caso de los activos financieros las opiniones están más enfrentadas. Las estimaciones para los grandes bloques contemplan un crecimiento de los precios en el entorno del 2 por 100 (salvo Japón, que continuará en un proceso deflacionista) sin que se puedan señalar muchos factores de riesgo a este escenario. Ni el encarecimiento de las materias primas ni el dinamismo de la economía mundial se ha trasladado a los IPC debido, al menos, a dos motivos (y ambos parecen más estructurales que coyunturales). Por un lado, y como hemos señalado en la parte inicial, por la propia composición del crecimiento económico. Asia se ha convertido en el gran productor de manufacturas, exportando con ello deflación al resto del mundo. Por otro lado, la elevada competencia en todos los sectores provoca que las empresas sean incapaces de trasladar a precios de venta finales encarecimientos de los *inputs*, por lo que para mantener márgenes comerciales y beneficios, se ven obligados a incrementar su productividad o reducir los costes. Aunque suene a tópico, el mundo es global, lo que provoca una mayor oferta de bienes y

servicios y, en consecuencia, una ausencia de presiones inflacionistas. Al ser éste un aspecto estructural, podemos decir que este escenario de estabilidad de precios se mantendrá durante los próximos años (incluso, el escenario alternativo es el de la deflación).

En esta misma línea apunta el BIS (2005) al demostrar cómo el efecto del encarecimiento de las materias primas y/o tipos de cambio sobre los precios al consumo existe (es estadísticamente significativo), pero cada vez tiene menor magnitud. Como se puede observar en el cuadro 1, los coeficientes que representan la variación de los precios de importación o al consumo por cada 1 por 100 de encarecimiento de las materias primas o de los precios de importación son, en todos los casos, menores en el período 1990-2004 que en 1971-1989. Pero, además, no se observa ahora una relación estadística entre precios de importación e inflación, por lo que en este caso el efecto traslado podría haber desaparecido. Las causas de este menor *pass through* son, según el BIS, 1) un cambio de composición en la cesta de las importaciones al haberse reducido el peso de las materias primas; 2) la fuerte competencia entre las empresas; 3) la contención de los salarios y 4) el anclaje de las expectativas de inflación entre los agentes que consideran los repuntes de los precios como coyunturales. Estos cuatro factores tienen un sesgo más estructural que coyuntural, por lo que el contexto de ausencia de presiones inflacionistas puede mantenerse a medio plazo.

GRÁFICO 6
EVOLUCIÓN DE LAS PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN EN 2005



Fuente: Consensus Forecast.

El análisis del BIS se completa con una cuantificación que puede tener una reducción del *output gap* sobre la inflación. Y la conclusión es muy similar: la relación entre ambas variables sigue existiendo (ver cuadro 2), pero un crecimiento por encima del potencial cada vez genera menos tensiones al alza en los precios al consumo.

PERO, ¿CUÁLES SON LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO?

Expuesto el escenario de ausencia de presiones inflacionistas, ¿qué se puede esperar para el crecimiento económico? Como hemos señalado en

las primeras líneas, EE.UU. está perdiendo dinamismo de forma muy gradual, en una tendencia que continuará en los próximos trimestres, de tal forma que tanto en 2005 como en 2006 podrá crecer al 3,5 por 100, es decir, en su tasa potencial. Aunque el consumidor ha perdido las dos fuentes de generación de renta de que gozó entre 2001 y 2003 (las rebajas de tipos de interés y de impuestos) y la refinanciación de hipotecas ya no aporta tantos dólares, la fuerte creación de empleo (no sólo se han recuperado los 2,8 millones de empleos perdidos entre febrero de 2001 y mayo de 2003, sino que se han creado 800.000 puestos adicionales) permite que la renta disponible continúe creciendo, garantizado un avance del consumo al 3 por 100. A esto

CUADRO 1
EFFECTO TRASLADO SOBRE LA INFLACIÓN

	DE MATERIAS PRIMAS A PRECIOS DE IMPORTACIÓN (1)		DE TASAS DE CAMBIO A PRECIOS DE IMPORTACIÓN (1)		DE PRECIOS DE IMPORTACIÓN A INFLACIÓN SUBYACENTE	
	1971-1989	1990-2004	1971-1989	1990-2004	1971-1989	1990-2004
EE.UU.	0,29 (**)	0,21 (**)	0,48 (**)	0,18 (**)	0,25 (**)	0,1
Japón	0,35 (**)	0,26 (**)	0,74 (**)	0,36 (**)	0,23 (**)	0,05
Alemania	0,22 (**)	0,16 (**)	0,37 (**)	0,28 (**)	0,17 (**)	-0,03
Francia	0,2 (**)	0,12 (**)	0,76 (**)	-0,06	0,27 (**)	-0,14
Reino Unido	0,19 (**)	0,11 (**)	0,68 (**)	0,45 (**)	0,29 (*)	0,01
Italia	0,33 (**)	0,25 (**)	0,56 (**)	0,41 (**)	0,32 (**)	0,46

Nota: (**) y (*) indica que las tasas son diferentes a cero, con un nivel de confianza del 99 y del 95 por 100, respectivamente.

(1) Cambios porcentuales de los precios de importación en respuesta a un 1 por 100 de aumento en precios de materias primas (medidos en moneda doméstica), o en respuesta a un 1 por 100 de depreciación en la tasa de cambio efectivo nominal.

(2) Cambios porcentuales del núcleo subyacente de los precios al consumo en respuesta a un 1 por 100 de aumento en precios de importación.

Fuente: BIS.

CUADRO 2
OUTPUT GAP E INFLACIÓN

	EE.UU.	JAPÓN	ALEMANIA	FRANCIA	REINO UNIDO	ITALIA	CANADA
1971-1989.....	0,11 (*)	0,37 (*)	0,1 (*)	0,18 (*)	0,1	0,17 (*)	0,11 (*)
1990-2004.....	0,07 (*)	0,08	0,09	0,05	0,28 (*)	0,05	0,09

Cambios porcentuales en el núcleo subyacente de los precios al consumo en respuesta a un cambio de 1 punto porcentual en el *output gap*.

(*) Indica que las tasas son estadísticamente significativas con un nivel de confianza del 99 por 100.

Fuente: BIS.

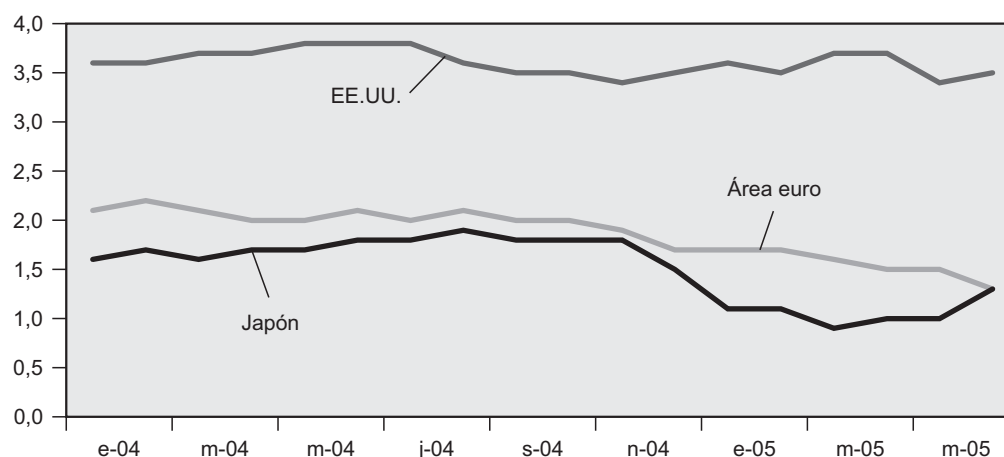
se le puede sumar la inversión empresarial que, aunque lógicamente no puede mantener crecimientos superiores al 10 por 100, como los observados en 2004, seguirá aportando crecimiento. El sector exterior, como es la norma común de los últimos años, drenará crecimiento, pero lo aportará en la UME y en Japón, que sigue mostrando una preocupante incapacidad de reactivación de su demanda interna. Efectivamente, a pesar de contar con unas políticas monetarias extraordinariamente expansivas, la ausencia de generación de empleo, junto con el escaso margen en materia de política fiscal y la necesidad de llevar a cabo reformas estructurales, provoca que ambos bloques estén a merced de lo que acontezca en EE.UU. Por lo tanto, mientras éste país crezca al 3,5 por 100, la UME y Japón podrán hacerlo al 1,5 por 100, si bien este patrón de crecimiento no hace sino incrementar los desequilibrios de la economía mundial (especialmente el déficit por cuenta corriente en EE.UU.). La esperanza es que, aunque sea por el sector

exterior, el crecimiento del PIB en la UME y Japón termine por llevar a las empresas a incrementar su capacidad, tanto del factor trabajo como del factor capital, favoreciendo la recuperación de la demanda interna. Pero, de momento, no parece el escenario más probable (o, al menos, cercano).

ASIA ES EL RELEVO Y LA DEMANDA INTERNA EL MOTOR

En el mantenimiento del patrón de crecimiento por el impulso del sector exterior y su traslado a la demanda interna, Asia es, sin duda, un ejemplo muy interesante. Tras varios ejercicios en los que la balanza comercial ha sido la clave para explicar la recuperación (después del fuerte ajuste de la crisis cambiaria), se constata que las ganancias de renta se están produciendo en la práctica totalidad de las escalas sociales. Así, estaría apareciendo en aquel continente una suerte de clase media (2)

GRÁFICO 7
EVOLUCIÓN DE LAS PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2005



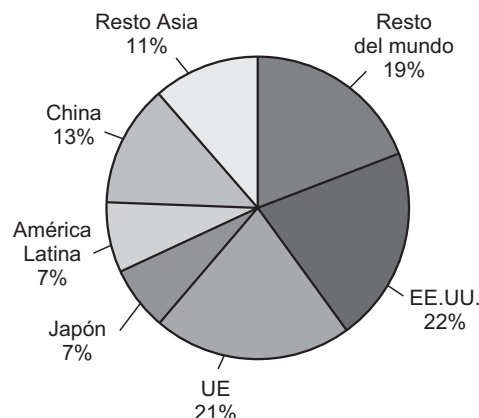
Fuente: Consensus Forecast.

con un relativo poder adquisitivo y una propensión marginal al consumo que, sin ser tan elevada como en los países desarrollados, es suficiente para poder prever que la demanda interna tenga cada vez más importancia en el crecimiento de estos países. Por lo tanto, podemos apuntar que Asia es, cada vez más, un serio candidato a tomar el relevo a EE.UU. como primera potencia económica mundial. Si en el gráfico 1 se ilustraba la aportación al crecimiento del PIB, en el gráfico 8 se recoge la cuota que representan los diversos países. Obsérvese cómo Asia sin Japón representa ya el 24 por 100 del PIB mundial, superando, por tanto a la UE.

¿Podemos “fiarnos” de que un área emergente como Asia tome el relevo de EE.UU.? Tras la crisis de 1997-1998 estos países han llevado a cabo un proceso de saneamiento y reformas estructurales que les permite presentar un cuadro macroeconómico envidiable. Así, a un coste la mano de obra que supone, en media, el 15 por 100 de su equivalente en EE.UU., Europa o Japón, se le suman tasas de inflación del 4 por 100 (a diferencia de otras áreas emergentes donde alcanzan el 10 por 100), un relativo control de los precios, que permite asegurar el diferencial de competitividad durante un largo período de tiempo, y a sus bancos centrales mantener unas condiciones monetarias muy expansivas: el tipo de interés a corto plazo del conjunto de los países asiáticos es del 4 por 100. Además, presentan superávit por cuenta corriente del 4 por 100, escaso déficit público (2 por 100) y reducido *stock* de deuda sobre el PIB (40 por 100), mientras que sus bancos centrales poseen las mayores reservas del mundo (sólo superadas por el Banco de Japón) que equivalen a la financiación del déficit por cuenta corriente estadounidense de casi dos años. Por lo tanto, podemos considerar que Asia es un firme candidato para liderar el crecimiento económico mundial, al menos durante los próximos dos o tres ejercicios.

El principal “reto” para las perspectivas de la región será una posible modificación del régimen cambiario de la divisa china, el yuan (CNY). Desde 1994 presenta un tipo de cambio fijo con el USD en 8,278 con importantes consecuencias tanto internas (inflación y actividad) como externas (flujos comerciales y de inversión extranjera). El mantenimiento de un tipo de cambio fijo con el dólar y la dispar evolución de los precios en ambas economías han provocado que el yuan se encuentre actualmente infravalorado en un 12,5 por 100 en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA), siendo su valor de equilibrio 7,34 CNY/USD. De

GRÁFICO 8
PESO EN EL PIB MUNDIAL EN 2004



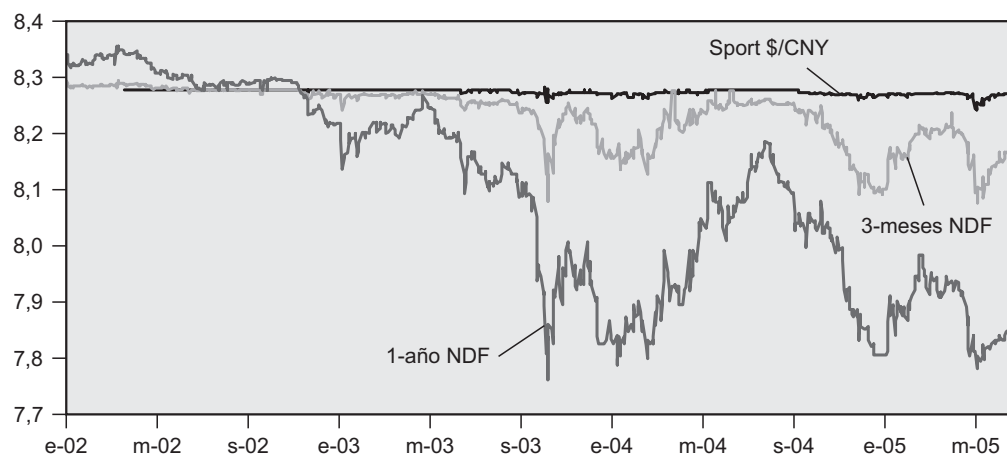
Fuente: FMI.

igual forma, las estimaciones llevadas a cabo mediante la utilización de otros índices de precios (por ejemplo, precios de producción industrial en lugar de precios de consumo), u otras aproximaciones metodológicas, concluyen que la infravaloración actual del yuan se encuentra entre el 5 y el 20 por 100 con respecto a su cotización actual.

Del descuento que actualmente realiza el mercado de futuros obtenemos un resultado similar. Las expectativas de evolución del tipo de cambio descontadas por los NDF (*Non Deliverable Forwards*) sobre el yuan, anticipan un tipo de cambio 7,9 CNY/USD en 12 meses, lo cual implícitamente supone una apreciación del 13 por 100 con respecto al nivel actual, situándose en cotizaciones muy cercanas a las obtenidas mediante la PPA.

La actual infravaloración del yuan, los desequilibrios externos generados y la presión comercial que ha supuesto la entrada de China en al OMC, provocarán a medio plazo una paulatina transición del régimen cambiario actual a otro caracterizado por una mayor flexibilidad (un escenario que valoramos muy positivamente). En nuestra opinión, dadas las dificultades por las que todavía atraviesa el sector financiero chino (con una gran parte de sus activos denominados en dólares y niveles de solvencia reducidos), la flexibilización del régimen cambiario se producirá de forma paulatina, pasando en primer lugar por una fase de transición en la que, de una situación cambiaria fija con respecto al dólar, se opte por la vinculación del yuan a una cesta de divisas. En dicha cesta, cada divi-

GRÁFICO 9
EVOLUCIÓN DEL CNY Y DE LOS NDF



Fuente: EcoWin.

sa tendría una ponderación consecuente con el comercio bilateral entre el país y China, pero sin desvelar ni la composición de la cesta ni las bandas de fluctuación objetivas, similar al régimen cambiario existente en Singapur.

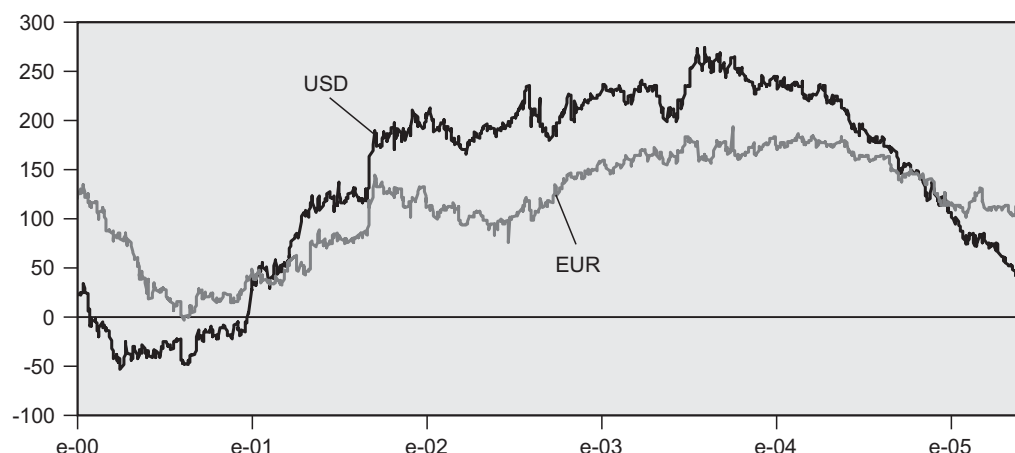
¿Y QUÉ OPINA LA CURVA DE TIPOS?

Existe una abundante literatura que estudia la capacidad predictiva de la curva de tipos de interés. Aunque la evidencia empírica no es del todo concluyente, se puede apuntar que una pendiente reducida anticipa una fase de desaceleración económica (el extremo sería una pendiente negativa, que estaría adelantando una recesión), mientras que un diferencial elevado entre, por ejemplo, la TIR de una referencia a 10 años y otra a 2 años sería un indicador anticipado de la expansión económica (3). Si analizamos la evolución de la curva de tipos del USD (deuda pública), comprobamos el fuerte proceso de reducción de pendiente que se está produciendo desde junio de 2003, es decir, un año antes de que la Reserva Federal comenzara a elevar el nivel objetivo de los fondos federales. Pero el proceso se ha intensificado coincidiendo con el endurecimiento de las condiciones monetarias, ya que la TIR de dos años se ha elevado de forma importante (ofrece ahora un 3,65 por 100, frente al 1,15 por 100 de hace un año), mientras que la referencia a 10 años apenas incrementa su rentabilidad, por lo que el diferencial entre ambos plazos de rentabilidad es mínimo. Este fenómeno (fuerte

repunte del corto y estabilidad del largo), al que Greenspan (2005) denominó *conundrum*, es interpretado como una señal de que el mercado considera que hemos pasado ya la fase expansiva y que el final de las subidas de tipos está muy cerca. Obsérvese cómo en el año 2000, la pendiente llegó a ser negativa, por lo que “acertó” sobre la futura contracción del PIB (aunque conviene matizar que la pendiente llegó a ser negativa pero con un tipo a corto en el 6,5 por 100).

En el caso de la curva europea, la pendiente también ha disminuido desde los máximos de hace un año, pero en este caso el análisis tiene elementos diferenciales. Una curva de tipos de interés que reduce su pendiente sin que su banco central haya endurecido las condiciones monetarias, sino que las mantiene en mínimos históricos, sí puede interpretarse como una señal clara de ausencia de perspectivas de recuperación. En conclusión, la evolución de la pendiente de la curva es compatible con la visión de desaceleración económica mundial si bien, para el caso de EE.UU., tal vez presenta cierto sesgo de pesimismo. Aunque es cierto que la ausencia de presiones inflacionistas predominará en los próximos años, un diferencial de 25 pb entre el tramo corto y el largo, estando aquél todavía por debajo de lo que se puede considerar una tasa natural o de equilibrio, es excesivamente reducido. Tal vez la evolución de la pendiente de la curva del EUR sea más compatible con la visión del ciclo: incapacidad de recuperación y de crecimiento autónomo de la UME.

GRÁFICO 10
EVOLUCIÓN DE LA PENDIENTE 10-2 AÑOS EN LA CURVA DEL USD Y DEL EUR



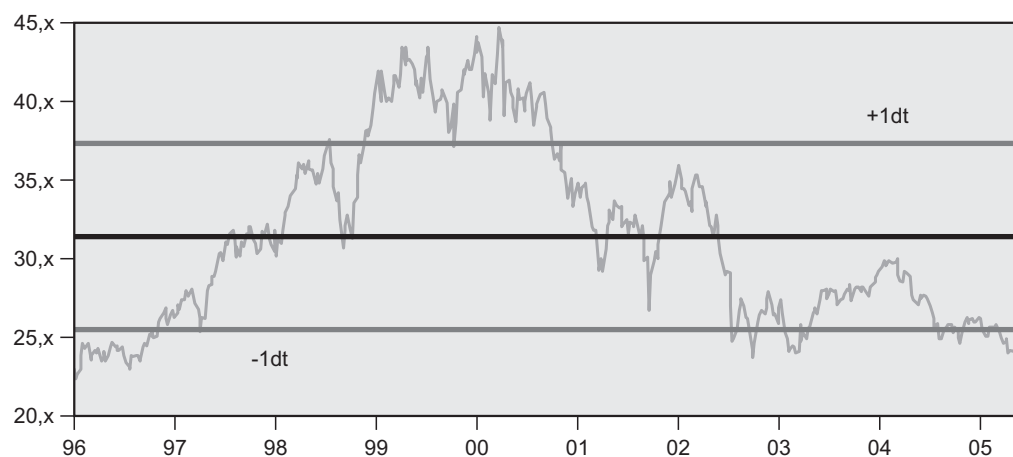
Fuente: Reuters y elaboración propia.

¿Y LAS BOLSAS?

Al igual que existe una relación entre la curva de tipos de interés y las expectativas del mercado sobre evolución del ciclo, las cotizaciones bursátiles también aportan información útil. Así, es habitual que los índices alcancen máximos coincidiendo con el momento de mayor expansión económica

para, a partir de ahí, experimentar un proceso correctivo que no suele ser intenso a no ser que la economía entre en recesión, o que las cotizaciones muestren una clara sobrevaloración (4). A partir de este análisis, y teniendo en cuenta la tesis sobre la posición actual en el ciclo económico mundial, podría anticiparse que las cotizaciones bursátiles deberían comenzar ahora un proceso correctivo.

GRÁFICO 11
EVOLUCIÓN DEL PER DEL S&P 500
(FRENTE A SU MEDIA HISTÓRICA Y DESVIACIÓN TÍPICA)



Fuente: JCF y elaboración propia.

Sin embargo, nos enfrentamos a una situación con factores diferenciales. Entre ellos, podemos citar que los máximos del ciclo no han coincidido con una sobrevaloración bursátil. Así, con las cotizaciones actuales, podemos señalar que ratios como el PER o el Price to Book se encuentran en niveles que coinciden con su media histórica, mientras que otros parámetros, como la rentabilidad por dividiendo, sobre todo en Europa es muy elevada. Efectivamente, a lo largo de los dos últimos años hemos asistido a un crecimiento del beneficio por acción (BPA) cercano al 50 por 100, por lo que, al no haberse producido una revalorización bursátil de igual magnitud, observamos cómo el PER ha experimentado una cesión. Al mismo tiempo, y a diferencia de otras fases expansivas de la economía, las empresas han optado por destinar sus excedentes de tesorería a la amortización de su deuda (lo que ha permitido que los *spreads* crediticios con los que cotizan sus bonos en el mercado secundario hayan descendido hasta mínimos históricos), así como a la remuneración del accionista, bien mediante recompra de acciones, bien mediante incremento del *pay-out*. La ausencia de sobrevaloración de los títulos de renta variable, junto con el nivel reducido de los tipos de interés y la ausencia de alternativas de inversión (el atractivo de los activos inmobiliarios también se ha reducido), en un contexto de desaceleración económica “ordenada” (que no dramática), favorece que las bolsas puedan seguir ofreciendo rentabilidades anuales entre el 5 y el 10 por 100 en los dos próximos ejercicios.

CONCLUSIÓN

Después de haber registrado una de las mayores tasas de crecimiento de los últimos años, la economía mundial se encuentra en una fase de desaceleración económica que, no obstante, está siendo mucho más moderada que en ocasiones pasadas, a pesar del fuerte encarecimiento de las materias primas, especialmente el petróleo, y de las subidas de tipos de interés. El dinamismo de EE.UU., así como de China, son las claves que explican la capacidad de resistencia del ciclo mundial que, por otro lado, se está caracterizando por la estabilidad de precios. Aunque suene a tópico, el mundo es global, lo que provoca una mayor oferta de bienes y servicios y, en consecuencia, una ausencia de presiones inflacionistas. Al ser éste un aspecto estructural, podemos decir que este escenario de estabilidad de los precios, en línea con el objetivo de los bancos centrales se mantendrá durante los próximos años.

En cuanto a las perspectivas descontadas por los mercados financieros, la evolución de la pendiente de la curva de tipos es compatible con la visión de desaceleración económica mundial, si bien, para el caso de EE.UU., tal vez presenta cierto sesgo de pesimismo. Aunque es previsible que la ausencia de presiones inflacionistas predominará en los próximos años, el diferencial de 25 pb entre el tramo corto y el largo, estando aquél además por debajo de lo que se puede considerar una tasa natural o de equilibrio, es excesivamente reducido. Tal vez la evolución de la pendiente en la curva del EUR sea más compatible con la visión del ciclo: incapacidad de recuperación y de crecimiento autónomo de la UME.

En cuanto a las bolsas, la “correcta” valoración, la relativa estabilidad de los tipos de interés y el crecimiento de los beneficios empresariales a tasas del 10 por 100 permite pensar que existe potencial de revalorización de este mercado. No en vano, la evidencia empírica muestra que la renta variable no suele comportarse mal en procesos de pérdida de dinamismo (el peor entorno es el de una recesión o el de una elevada sobrevaloración).

NOTAS

(*) Socio-Director de Análisis. Analistas Financieros Internacionales.

(1) Sin duda, el dinamismo del consumo gracias a los estímulos fiscales y al incremento de la inversión empresarial tras tres años de estancamiento.

(2) Según AFI y Caja Caminos (2005), China tiene una clase media joven que asciende a 250 millones de personas, mientras que se estima que 400 millones de chinos han salido del umbral de la pobreza desde 1975.

(3) De hecho, uno de los componentes de los leading indicator que se publica mensualmente en EE.UU. es la pendiente de la curva de tipos.

(4) Ambos condicionantes se produjeron en marzo de 2000, lo que explica la posterior corrección. En AFI (25 de mayo de 2005) se estudia el comportamiento del S&P 500 en fases de desaceleración de la economía estadounidense similares a la actual.

BIBLIOGRAFÍA

- Analistas Financieros Internacionales. “Las condiciones monetarias mundiales siguen siendo expansivas”. Nota para el Análisis, 4 de mayo de 2005.
- Analistas Financieros Internacionales. “Perspectivas económicas y estrategias de mercado”. Documentación presentada a las Jornadas celebradas el 18 de mayo de 2005.
- Analistas Financieros Internacionales. “¿Tiene recorrido alcista la renta variable en un período de desaceleración económica?”. Nota de Renta Variable, 25 de mayo de 2005.

Analistas Financieros Internacionales y Caja Caminos. "China. El despertar del gigante", junio de 2005.

Banco Central Europeo. "Los precios del petróleo y la economía de la zona del euro", *Boletín Mensual del BCE*. noviembre de 2004.

BIS. "75th Annual Report", 27 de junio de 2005.

Consensus Forecasts. "June 2005", Junio de 2005.

Fondo Monetario Internacional. "World Economic Outlook", abril de 2005.

Greenspan, Alan. Testimony of Chairman Alan Greenspan. Before the Committee on Bankin, Housing and Urban Affairs, U.S. Senate, 16 de febrero de 2005.