

MAYOR FIRMEZA ESPERADA EN LA ECONOMÍA AMERICANA

M^a Nieves García Santos

1. El comportamiento reciente del dólar

El dólar lleva un ritmo creciente de forma continuada desde principios de año. Además, en el mes de julio está alcanzando la paridad de 1,80 marcos, lo que presenta un máximo de los últimos seis años. Frente a la divisa japonesa, el dólar también ha mostrado fortaleza, aunque los principales movimientos en el mercado de cambios se están registrando en el tipo del dólar frente al marco alemán. Los niveles alcanzados por la divisa americana son consecuencia, de la continuidad de expectativas de firmeza de la economía estadounidense pero sin síntomas de aceleración significativa de la inflación y de la reaparición de dudas sobre el proceso de unificación monetaria de Europa y de las consecuencias que ello puede tener sobre el marco alemán (gráfico núm. 1).

Los niveles alcanzados por el dólar están provocando una serie de reacciones tanto por parte de los mercados como por parte de las autoridades del Grupo de los Tres : Estados Unidos, Japón y Alemania. Por una parte, el mercado está experimentando un período de elevada volatilidad tras haberse registrado una elevación significativa de las cotizaciones. En ese contexto se producen tomas de beneficios y cierres de posiciones. No obstante el clima sigue siendo optimista respecto al futuro de la divisa americana.

Respecto a las reacciones de las autoridades monetarias, mientras que en el caso de Japón se han mostrado favorables a un yen débil, llegando incluso a declarar que el Grupo de los Siete no tiene intención de utilizar los tipos de cambio como instrumento a controlar (ni como elemento de la política comercial exterior), las autoridades alemanas no se encuentran satisfechas con los niveles actuales del marco ; de hecho parecen estar considerando la posibilidad de retocar al alza los tipos de

interés y, además contradiciendo a las autoridades niponas, podrían incluso llamar a la intervención concentrada en los mercados de cambios para frenar el recorrido de la moneda americana.

Aunque se considera que la incertidumbre europea explica la falta de atractivo del marco alemán, lo cierto es que la situación de la economía americana, cuyo crecimiento parece estar tomando fuerza en el segundo semestre del año, supone un factor de atracción importante para que los capitales internacionales tomen posiciones en dólares.

2. Las expectativas sobre el entorno financiero

Las curvas de tipos de interés reflejan expectativas moderadamente optimista sobre la probabilidad de que el crecimiento económico se desacelere y por tanto de que la Reserva Federal no tome una decisión de restringir las condiciones monetarias. Además, la falta de necesidades financieras del Tesoro americano también reducen las presiones sobre las rentabilidades, que se mantienen bajas (gráfico núm. 2).

La Reserva Federal ha mantenido sus tipos

CUADRO NÚM. 1
RENTABILIDAD BONOS TESORO

	Julio 1997	Junio 1997	Enero 1997	Julio 1996
5 años	6,16	6,51	6,27	6,66
10 años	6,25	6,66	6,50	6,88

CUADRO NÚM. 2
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD BONOS AMERICANOS-ALEMANES

	2 años	5 años	10 años
Diferencial julio 1997	236	177	73
Diferencial media 3 meses....	274	202	96

GRÁFICO NÚM. 1
TIPO DE CAMBIO \$/DM

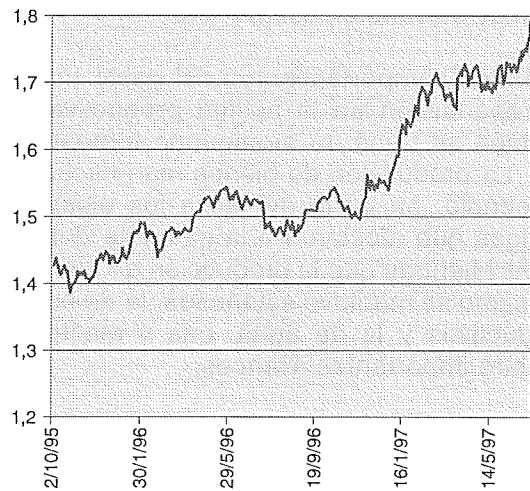
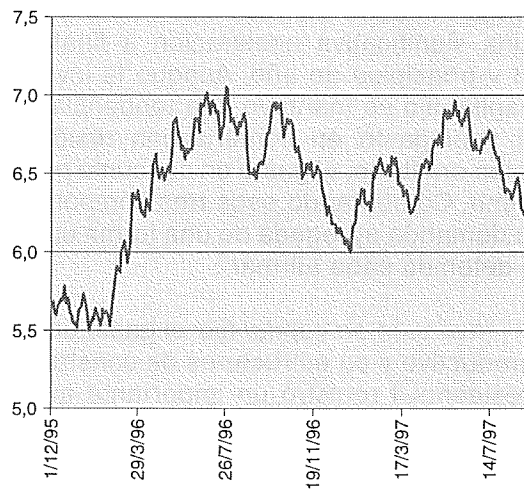


GRÁFICO NÚM. 2
RENTABILIDAD DE LOS BONOS
DEL TESORO A 10 AÑOS

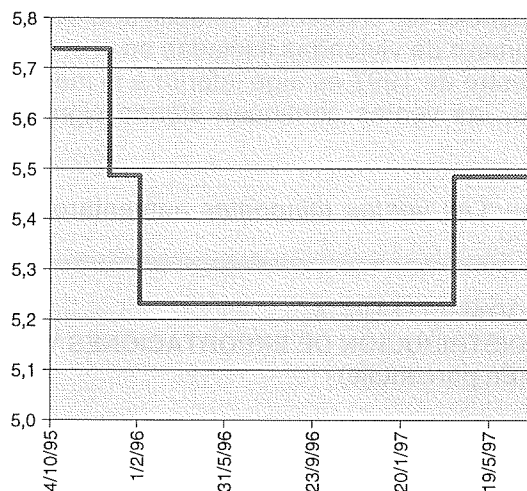


oficiales sin cambios en las últimas reuniones de su Comité de Mercado Abierto. Sin embargo, ello no ha impedido que el dólar se apreciara, como se ha comentado. Y ello a pesar de que se aprecian signos de aceleración en las economías europeas, y que, en consecuencia, los diferenciales de interés entre Estados Unidos y Alemania se han reducido. Todo indica que el mercado está anticipando que la economía americana se está fortaleciendo y que en el tercer trimestre de 1997 se producirá algún aumento de los tipos de interés oficiales (cuadros núms. 1 y 2).

3. Las decisiones del Fed en la primera mitad de 1997

La Reserva Federal ha mantenido los tipos invariables en sus reuniones de mayo y de julio, a pesar de existir síntomas de aceleración del crecimiento. De todas formas, los miembros del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) ya han venido expresando su convencimiento de que se llegará a precisar de mayor restricción monetaria como medida preventiva para contener el riesgo de aceleración de la inflación. De todas formas, la ausencia de signos de aceleración de la misma en los primeros meses del año, junto con las perspectivas de desaceleración económica planteaba la necesidad de cautela en cualquier decisión monetaria. Además, los niveles de los tipos de interés reales han distado mucho de poder ser

GRÁFICO NÚM. 3
TIPOS DE FONDOS FEDERALES



considerados reducidos; de hecho se puede afirmar que el nivel de los mismos ha contribuido un grado de restricción monetaria adecuado a la coyuntura económica. De todas formas, ya en la reunión del FOMC de mayo las autoridades monetarias adoptaron una directiva asimétrica, es decir favorable a que se pudieran tomar decisiones de subida de los tipos de interés por el Presidente del Fed, de forma anticipada a la siguiente reunión del FOMC (gráfico núm. 3).

4. Las condiciones económicas en la primera parte de 1997

La actividad económica se moderó en el segundo trimestre de 1997 tras haber mostrado una significativa aceleración a finales de 1996 y principios de año. Aunque la inversión en capital fijo se mantuvo una tendencia dinámica y el gasto en construcción residencial también era firme, el gasto en consumo privado se frenó. Comentando esos tres componentes de la demanda agregada de una forma un poco más detenida cabe afirmar:

— *Inversión en capital fijo*: el gasto en equipo productivo y en estructuras de construcción no residencial registró un importante avance, corrigiendo la debilidad mostrada en el último trimestre de 1996. Existen indicadores que avellan el que el dinamismo en este gasto continuará: así, aunque el aumento de los inventarios fue substancial en el primer trimestre del año, la *ratio* entre inventarios y ventas permanece en niveles muy reducidos en la mayoría de los sectores.

— *La actividad en el sector de construcción residencial* se encuentra estabilizada. Aunque el número de viviendas iniciadas en el segundo trimestre de 1997 es algo inferior a la media de 1996, las ventas continúan siendo significativas.

— *Las ventas minoristas* aumentaron mu-

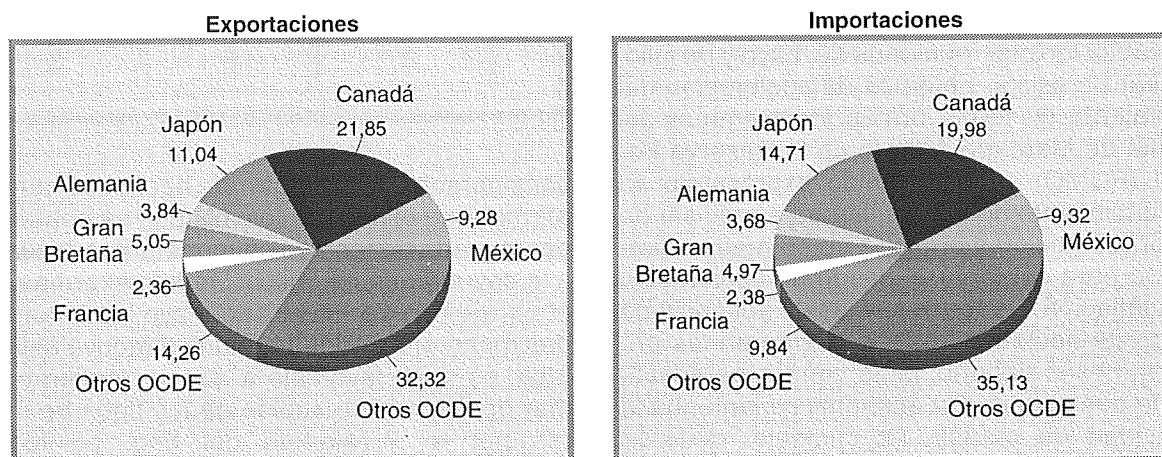
cho en el primer trimestre pero descendieron posteriormente. El descenso fue generalizado, aunque especialmente significativo en el caso de automóviles. Tampoco el gasto en servicios fue muy elevado en ese período.

Estos comportamientos del gasto tuvieron su repercusión en la actitud productiva, que también se frenó en el segundo trimestre del año. La producción de bienes manufacturados descendió, en parte debido a los efectos de huelgas que afectaron a la industria del automóvil. Mientras que la producción de bienes de consumo se mantuvo estancada, la de equipos productivos y la de agua, gas y electricidad registró importantes avances.

El empleo, aunque siguió creciendo en el segundo trimestre del año, lo hizo a un ritmo menor, y, además el número de horas trabajadas a la semana descendió. Por sectores, el empleo aumentó en servicios, pero descendió en manufacturas y en construcción. La tasa de paro se mantuvo por debajo del 5% (4,9% en abril).

El déficit comercial americano se amplió en el segundo trimestre del año. En gran medida, se explica una reacción de mayores compras tras la huelga del sector automovilístico y también mayores compras de ordenadores y de semiconductores. Por su parte, las exportaciones aumentaron pero moderadamente, debido al descenso generalizado que no pudo ser

GRÁFICO NÚM. 4
DISTRIBUCIÓN DE EXPORTACIONES Y DE IMPORTACIONES. 1996
(En porcentaje)



CUADRO NÚM. 3
CONTRIBUCIONES A LA TASA DE CRECIMIENTO REAL
(Porcentaje trimestral)

	1 trim 1996	2 trim 1996	3 trim 1996	4 trim 1996	1 trim 1997
PIB real.....	2,0	4,68	2,10	3,82	5,77
Ventas finales.....	3,04	4,15	0,47	5,89	3,77
Inventario, cambio.....	-1,01	0,60	1,60	-0,98	1,97
Consumo.....	2,36	2,28	0,34	2,28	3,84
Inversión fina.....	1,47	1,05	1,54	0,53	1,47
— Residencial.....	1,19	0,41	1,80	0,61	1,25
— No residencial.....	0,2	0,61	-0,22	-0,07	0,23
Gobierno.....	0,30	1,39	-0,12	-0,16	0,01
Exportaciones netas.....	-1,12	-0,63	-1,31	2,27	-1,62
— Exportaciones.....	0,21	0,66	-0,10	2,73	1,33
— Importaciones.....	-1,33	-1,28	-1,21	-0,45	-2,92

compensado con unas mayores exportaciones de automóviles. La tendencia de las exportaciones vendrá influida negativamente por la tendencia del dólar, no así por la demanda exterior ya que la actividad en Canadá, Japón y Gran Bretaña permanece fuerte, y la actividad en Europa se está recuperando (gráfico núm. 4).

La inflación de precios se ha mantenido en niveles moderados, a pesar de la tensión en los costes laborales. Los precios de la energía y de los alimentos han descendido, contribuyendo a contener el índice conjunto. Excluyendo alimentación y energía, los precios han mantenido una tasa constante en los últimos doce meses. Los precios de producción han estado descendiendo debido al efecto de los precios de la energía pero también recogiendo el efecto de otros precios de materias primas y de bienes semielaborados. La tensión en los costes laborales se ve reflejada en la compensación horaria a los trabajadores industriales, aunque de forma aún moderada (cuadro núm. 3).

5. Expectativas para el segundo semestre de 1997

Es presumible que el crecimiento sea fuerte durante la segunda mitad del año, y ello se basa en dos supuestos:

— Las ventas minoritarias siguen manteniendo una pauta de firmeza a pesar de su comportamiento.

— El marco financiero tanto nacional como

CUADRO NÚM. 4
RESULTADOS TRIMESTRALES
(Porcentaje interanual)

	1 trim 1997	4 trim 1996	3 trim 1996
PIB.....	4,1	3,1	2,2
Ventas finales.....	3,4	3,1	2,2
Deflactor.....	1,8	1,8	1,9

extranjero es positivo para la inversión (cuadro núm. 4).

Los factores explicativos:

1. El crecimiento exterior es fuerte, lo que está estimulando las exportaciones, tendencia que se espera que incluso se reafirme en el segundo semestre.

Los mercados extranjeros que están experimentando mayor reactivación son México y Canadá, que representan el 30% de las exportaciones americanas. No obstante, también Europa está mostrando una cierta recuperación.

2. El sector de construcción residencial también apunta dinamismo a la economía. Las ventas de viviendas se encuentran en un máximo gracias al estímulo que proporcionan la combinación del crecimiento del empleo con mejoría de las expectativas de los consumidores y con tipos hipotecarios reducidos. De todas formas la actividad de construcción así se encuentra desfasada y no se ha contagiado del estímulo de las ventas de viviendas. Dado que los *stocks* de viviendas sin vender se están reduciendo, es de esperar que la construcción residencial se renueve en la segunda mitad del año.

3. El gasto en inversión en capital, estimulado por los bajos tipos de interés y por los beneficios que están teniendo las empresas, ha constituido la principal fuente de crecimiento hasta ahora. Como la tendencia decreciente de los tipos de interés y creciente tanto de la producción y de los beneficios empresariales ha continuado durante el periodo transcurrido de 1997, es de esperar que los gastos de inversión sigan mostrándose dinámicos en la última parte del año. Podría pensarse que este factor de crecimiento se está agotando, aunque el gasto que se ha mostrado más dinámico dentro de la inversión en capital (equipo de alta tecno-

CUADRO NÚM. 5
MAGNITUDES FINANCIERAS

	Febrero	Abril	Julio
Tipo fondos	5,25	5,5	5,5
Tipo 2 años	5,8	6,5	6,0
S&P Índice bursátil	816	738	917

logía, electrónica, comunicaciones, ordenadores) lo sigue siendo.

4. El gasto de consumo se espera que muestre una aceleración en el segundo semestre. Pero la realidad es que, hasta ahora, se ha mostrado débil. Esto implica el riesgo de que al final, la producción pudiera ajustarse a la baja y el empleo también, en consecuencia. No obstante el dato de ventas minoristas de junio mostró un aumento mensual del 0,5%, frente a una tasa esperada del 0,2%, lo cual podrían ser el indicio de la recuperación de esta magnitud.

La producción no se ha resentido de esa debilidad del consumo, hasta la fecha. Aunque se haya moderado ligeramente su ritmo, éste sigue siendo elevado: un 4,5% en el segundo trimestre. Los datos de órdenes o pedidos recibidos permiten anticipar que la pauta seguirá fuerte. La expectativa de una fuerte recuperación del consumo se encuentra en la base del crecimiento del PIB de la segunda parte del año. Las fuerzas explicativas siguen siendo favorables:

- Crecimiento de la renta real disponible.
- Elevada confianza del consumidor
- Alza de la bolsa
- Tipos de interés reducidos.

No obstante aún no hay evidencia convincente de que el consumo se esté recuperando. Datos que se reciban en julio contribuirán a formarse una imagen más nítida de la tendencia de esta magnitud (cuadro núm. 5).

6. El escenario económico revisado

Los datos de los últimos meses (reforzados por los más recientes publicados en julio) están provocando revisiones al alza en las previsiones de actividad económica. No es solamente

CUADRO NÚM. 6
PREDICCIONES: ECONOMÍA ESTADOUNIDENSE

	PIB			INFLACIÓN		
	ODCE	FMI	Consenso	ODCE	FMI	Consenso
1997	3,7	3,0	3,5	2,2	2,9	2,7
1998	2,0	2,0	2,1	2,4	3,0	3,0

que los signos de demanda y de producción estén mostrando ya mayor fortaleza, es además que el marco financiero es favorable.

- Los tipos de interés se han reducido.
- Los precios de los valores bursátiles han aumentado.
- El tipo de cambio del dólar en términos efectivos y reales ha descendido.
- Permanece la expectativa de que el Congreso decida una reducción de impuestos.

En gran medida el entorno financiero el que ha sido decisivo para el cambio de las previsiones. Así la salida de la rentabilidad de los bonos y el descenso de la bolsa de principios de año han sido plenamente corregidos. Más dudas caben en la tendencia del dólar, dado el último movimiento alcista, inesperado en su magnitud y en su rapidez.

Los mercados financieros no sólo estimularán al gasto al generar efectos riqueza en las carteras de los agentes económicos, sino que seguirán creando un ambiente favorable mejorando la confianza del consumidor que se verá más dispuesto a sustituir ahorro por consumo.

A medio plazo, la aceleración de la actividad a una mayor tensión en el mercado laboral y a una respuesta restrictiva por parte de la Reserva Federal. Eventualmente, la tasa de crecimiento del PIB se desacelerará en 1998.

La tasa de desempleo ha caído desde niveles de un 5,5% en 1996 hasta quedar por debajo del 5% recientemente. Los analistas esperan que incluso se pueda ir aproximando al 4,5% a finales de año. Los costes laborales terminarán acelerándose, a pesar de que hasta ahora su elevación ha sido muy moderada. Es posible incluso que la actividad productiva lleve a mayor aceleración de los precios, aunque aquí la evidencia es menos clara, al menos en el horizonte de los próximos trimestres. Además, el

que se generen presiones inflacionistas dependerá de la respuesta del Fed. Precisamente, este en sus últimas reuniones se ha mostrado dispuesto a tomar decisiones preventivas. Es muy probable que en el tercer trimestre de 1997 el Fed ya tome alguna decisión de elevar los tipos de los fondos federales. esta decisión, a su vez provocará reacciones en los mercados, endureciendo las condiciones financieras.

Así pues, las previsiones respecto al crecimiento del PIB, siguen considerando una desaceleración del mismo en 1998, aunque si el endurecimiento monetario (y las presiones inflacionistas, por lo tanto) no es muy fuerte, el ritmo de aumento del PIB será aceptable y mantendrá a la economía americana lejos de cualquier riesgo de recesión (cuadro núm. 6).