

Economía Internacional

SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA DE EE.UU. A MITAD DE 2004

Alberto Olano Rey (*)

Los resultados de la economía de EE.UU. en el transcurso de las dos últimas décadas, han sido impresionantes, según se desprende del crecimiento observado de su PIB del 3,2 por 100 en media anual desde principios de los años ochenta, casi idéntico al de su potencial. Este ritmo ha sido más alto que el de la media de los países de la OCDE y también en términos de renta real por habitante supera a casi todos los países del área. Las ganancias de productividad avanzaron singularmente durante la segunda mitad de los noventa, e incluso registran una ulterior aceleración reciente. Sin embargo, tras el estallido de la burbuja de las nuevas tecnologías de la información a partir de la primavera del año 2000, se produjo una fuerte desaceleración de la actividad económica, que desembocó en una corta recesión durante los tres primeros trimestres de 2001, en el transcurso de la cual la caída del PIB fue sólo del 0,5 por 100.

Superado el mínimo cíclico en la segunda mitad de dicho año, en noviembre según la periodificación oficial del NBER, se inicia una fase de recuperación que dura ya unos diez trimestres y que en esta primera mitad del año se muestra ampliamente consolidada, alcanzando una maduración que permite calificarla de "expansión sólida", con un crecimiento del PIB del 4,8 por 100 en tasa interanual en el primer trimestre, e incluso superior en el segundo, según el consenso mayoritario de los analistas (gráfico 1).

Esta coyuntura actual reviste, no obstante, una particular complejidad, ya que, por una parte, la

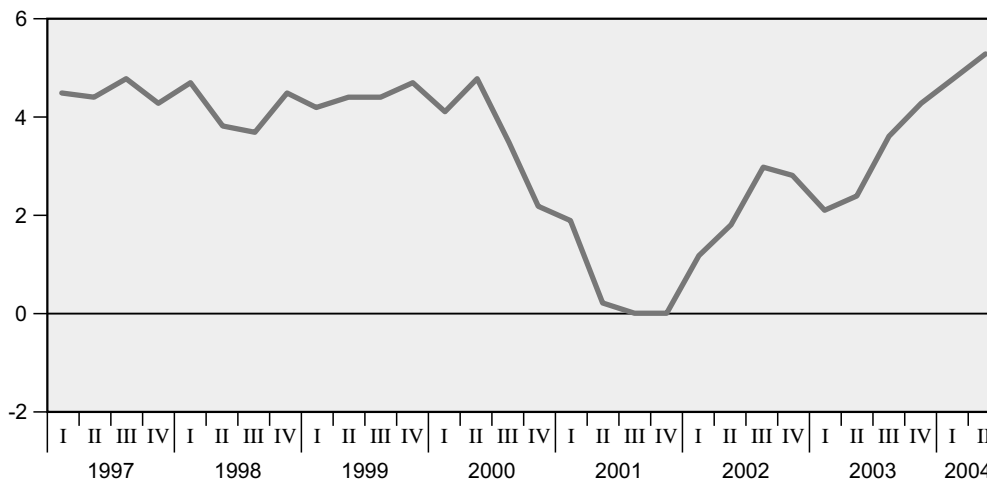
expansión en curso se ha logrado gracias a unas actuaciones de política monetaria y fiscal, excepcionalmente agresivas y, por otra parte, persisten unos desequilibrios de gran magnitud, que entrañan cierto riesgo sobre su sostenibilidad.

Ahora bien, la Reserva Federal acaba de subir un cuarto de punto su tipo de referencia principal el pasado 30 de junio, por primera vez en más de cuatro años. Este cambio de orientación del ciclo de la política monetaria pone fin a un período excepcional, en el que la autoridad monetaria mantuvo durante un año el tipo objetivo de los fondos federales en el 1 por 100 (mínimo de los últimos 45 años), tras el estallido de la burbuja tecnológica, los ataques terroristas del 11-S, la guerra de Irak y la preocupación ante el riesgo de la deflación durante el pasado año. Termina así un período de extraordinaria relajación de las condiciones monetarias en busca de apoyo a la actividad económica, durante la recesión de 2001 y primera fase de la recuperación en curso.

Por el contrario, la política fiscal mantendrá su orientación expansiva, tanto por parte de los ingresos como de los gastos, ya que la última reforma fiscal del impuesto sobre la renta, con efectos retroactivos desde principios de 2003, está aportando desde el pasado mes de marzo otra remesa de importantes devoluciones de ingresos fiscales.

En síntesis, la expansión actual se muestra ya vigorosa y pujante, pero difícilmente se puede considerar como sana y equilibrada, con un déficit exte-

GRÁFICO 1
EVOLUCION DEL PIB TRIMESTRAL
 Variación interanual en porcentaje



rior por cuenta corriente. que acaba de agravarse de nuevo en el primer trimestre, hasta alcanzar el 5,1 por 100 del PIB, apenas una décima inferior al máximo histórico observado en el mismo período de 2003, lo cual no implicaría un riesgo excesivo para la sostenibilidad de la recuperación en curso si los asiáticos se siguen mostrando dispuestos a financiarlo, como luego veremos.

1. UNA RECUPERACIÓN UN TANTO ATÍPICA

Tras unos principios titubeantes, la recuperación posterior a la recesión de 2001, por fin logró impulso en la primavera de 2003. Hasta entonces su trayectoria había sido irregular y endeble, con un crecimiento del PIB de sólo un 2,1 por 100 durante los cuatro trimestres anteriores al primero de 2003, a pesar del enorme impulso monetario y fiscal aplicado durante los dos años precedentes. El crecimiento durante este período venía sostenido enteramente por el gasto público y, sobre todo, por el de las familias, cuyo consumo no había disminuido ni siquiera durante la recesión de 2001.

Entretanto, la inversión empresarial en bienes de equipo en sentido amplio cayó de forma ininterrumpida entre el primer trimestre de 2001 y el primero de 2003, ambos inclusive, a pesar del bajo nivel de los tipos de interés. La debilidad del gasto en capital se debió al exceso de inversión acumulada durante la excepcional expansión de la segunda mitad de los noventa y a la exacerbada sensa-

ción de incertidumbre antes de la intervención en Irak, sin que le fuera ajeno el esfuerzo insoslayable de saneamiento de balances y de reducción de costes de las empresas, tras los escándalos de gestión de grandes empresas (cuadro 1).

Por el contrario, durante los cuatro últimos trimestres, hasta el primero de 2004 inclusive (para los que se dispone de contabilidad nacional), el PIB ha aumentado a un ritmo próximo al 5 por 100 en tasa anualizada (1) y la inversión empresarial en bienes de equipo, en sentido amplio, se ha incorporado finalmente a la recuperación. Al desenlace rápido de la intervención en Irak se ha unido una fuerte subida de los beneficios empresariales inducida por el descenso pronunciado de los costes laborales unitarios desde principios de 2002, además de una nueva distensión de las condiciones de financiación.

2. EL CONSUMO, RESORTE BÁSICO DE LA RECUPERACIÓN

El consumo de las familias, que se había mantenido vigoroso en 2002 y principios de 2003, se disparó en el tercer trimestre (hasta el 6,9 por 100 en tasa anualizada) impulsado por el fuerte aumento de la renta disponible, que ocasionaron las devoluciones de impuestos a raíz de la última reforma fiscal, sin olvidar el efecto riqueza que han inducido el buen comportamiento del mercado de la vivienda y la recuperación bursátil desde marzo de

CUADRO 1
EVOLUCIÓN DEL PIB TRIMESTRAL

	VARIACIÓN INTERANUAL				VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL ANUALIZADA			
	2003		2004		2003		2004	
	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Demanda interna	2,8	3,8	4,2	5,0	4,3	7,0	4,3	4,4
Consumo privado.....	2,5	3,7	4,0	4,3	3,3	6,9	3,2	3,8
Gasto público.....	4,1	3,9	2,1	3,0	7,4	1,8	-0,1	3,0
FBCF privada.....	2,4	6,1	8,1	9,1	6,1	15,8	9,9	5,0
No residencial	1,3	4,6	7,4	8,9	7,0	12,8	10,9	5,3
Construcción.....	5,0	9,2	9,5	9,5	4,5	21,9	7,9	4,6
Variación existencias (contribución crec. PIB).....	0,0	-0,4	-0,1	0,2	-0,2	-0,1	0,7	0,7
Sector exterior (contribución crec. PIB)	-0,2	-0,1	-0,2	-0,4	-1,3	0,8	-0,3	-0,7
Exportación de bienes y servicios	-0,7	0,6	6,4	8,9	-1,1	9,9	20,5	7,5
Importación de bienes y servicios.....	3,5	2,6	4,5	9,0	9,1	0,8	16,4	10,4
PIB	2,4	3,6	4,3	4,8	3,1	8,2	4,1	3,9

Elaboración: DGPOLECO.

Fuente: Bureau of Economic Analysis.

2003. Tras la eclosión de ese período, el consumo privado se mantiene pujante con ritmos de crecimiento superiores al 3,0 por 100, en tasa anualizada, que se acelera hasta casi el 4 por 100 en el primer trimestre.

Las cifras de consumo privado de abril y mayo en promedio, con metodología homogénea de CN, implican una tasa de variación anualizada del 1,9 por 100, en desaceleración sensible respecto al 3,8 por 100 observado en el primer trimestre, a pesar de la subida de mayo. El dato de junio podría mantener la tendencia creciente del mes anterior a juzgar por el alto nivel de la confianza de los consumidores, pero podría acusar la desaceleración de la creación de empleo. En media de este segundo trimestre, no sería de descartar una cierta ralentización del consumo de las familias respecto al trimestre anterior.

La contrapartida de esta trayectoria tan vigorosa y sostenida del consumo de las familias ha sido el descenso de su tasa de ahorro hasta mínimos históricos, del 1,7 por 100 en proporción de su renta disponible en 2001 (1 por 100 en el cuarto trimestre) y que apenas se ha recuperado, situándose ligeramente por encima del 2 por 100 en los dos años siguientes. No está de más recordar en este punto que, hasta mediados de los años noventa, el nivel de esta tasa de ahorro superaba el 5 por 100. Por otra parte, una investigación conjunta de la OCDE y del Banco Central Europeo, publicada este mes de junio, trata de armonizar dicha tasa de ahorro para la zona del euro, EE.UU. y Japón.

Aunque la tasa ha disminuido en las tres áreas durante los años noventa, a la altura de 2002 la diferencia es significativa entre la zona del euro (9,2 por 100) y EE.UU. (2,4 por 100) e incluso tal diferencia se había acentuado durante el período de referencia. Japón había tenido una tasa de ahorro próxima a la de la zona del euro, excepto en 2001 y 2002 (5,2 por 100).

No son pocos los analistas que consideran un riesgo grave para la recuperación en curso esta falta de ajuste del presupuesto de las familias, que se corresponde con un nivel de endeudamiento muy elevado. Lo cierto es que dicho riesgo parece disminuir notablemente con la mejoría reciente del mercado laboral, pero no resulta insignificante en la nueva fase de subida de los tipos de interés recién inaugurada.

3. LA TARDANZA Y ESCASEZ DE EMPLEO

En efecto, aunque esta economía se encuentra en fase de recuperación desde hace unos ocho trimestres largos, el ciclo del empleo, tras varios trimestres de variación negativa, tocó fondo sólo en el tercer trimestre de 2003, e inició una tímida recuperación en el cuarto, con un ritmo de creación mensual de empleo de 60.000 puestos de trabajo fuera de la agricultura. Dicha recuperación se ha intensificado en el primer trimestre de 2004, con un ritmo mensual de 122.000 empleos, que se eleva a 223.700 en el segundo. Marzo, en concreto, fue el primer mes de alta creación de empleo con

353.000 nuevos puestos de trabajo, que se mantuvo en abril, pero que descendió luego en mayo a 235.000, antes de verse reducida a 112.000 en junio, menos de la mitad de lo esperado. Por tanto, aunque el ritmo de creación de empleo, en promedio de este segundo trimestre, aumenta notablemente, su pérdida de impulso los dos últimos meses no refuerza su consolidación.

Esta escasa creación de empleo ha sido un rasgo particular de la actual recuperación cuando se contrasta con los otros ciclos de la posguerra. La anomalía estriba en que hasta el pasado febrero, unos 27 meses después del mínimo cíclico, el empleo apenas había despegado, mientras que sí lo había hecho cinco o seis meses después del arranque del ciclo de la actividad en 1975 y 1982, y al cabo de unos quince meses en la recuperación de 1991 (que ya entonces se designó como "jobless recovery", como se ha denominado insistentemente a esta última).

Las razones de esta escasez de generación de empleo en las dos últimas recuperaciones no están suficientemente explicadas. Investigaciones recientes citan el cambio estructural en el sistema productivo como factor explicativo; lo cual sería coherente con el hecho de que la mayoría de los despidos han sido permanentes y no temporales. Otro factor de explicación, sin duda, ha sido el alto ritmo de crecimiento de la productividad en estos últimos años, tal como analiza la OCDE (2):

"A finales de los noventa la productividad del trabajo, medida por la producción por hora en el sector empresarial fuera de la agricultura, comenzó a acelerarse respecto a los veinte años anteriores, pasando de un ritmo anual del 1,5 por 100 durante el período 1975-1995, a una tasa del 2,5 por 100 durante los años 1996-2000. Desde principios de 2002, sin embargo, la productividad ha aumentado a un ritmo anual del 4,8 por 100, frente al 2,6 por 100 durante los dos primeros años de la recuperación anterior...". Dado que la inversión fue muy débil, incluso negativa durante la mayor parte de este período, como ya se ha señalado, esta aceleración reciente de la productividad no ha sido impulsada por un aumento de la dotación en capital. Su avance más bien parece reflejar los esfuerzos de las empresas por utilizar mejor la capacidad productiva instalada durante el "boom" de la inversión de finales de los noventa.

El escaso dinamismo del mercado laboral hasta los últimos meses, en los que parece haberse pro-

ducido un cambio de tendencia, se manifiesta también en el hecho de que la tasa de paro no toca techo hasta dieciocho meses después del mínimo cíclico, en junio de 2003 con un 6,3 por 100, y en que su descenso desde entonces (hasta el 5,6 por 100 en junio último) no refleja sólo la reciente creación de empleo, sino también el descenso de la tasa de actividad, hasta el entorno del 66 por 100 en que se ha estancado en los últimos cinco meses.

Al mismo tiempo, los aumentos de las rentas salariales han sido moderados ya que las tarifas salariales han seguido desacelerándose mientras que los costes laborales no salariales, sobre todo los seguros médicos, han aumentado considerablemente. Al superar las ganancias de productividad los aumentos de los costes salariales, los costes laborales unitarios han disminuido aún más (-1,7 por 100 en 2002, -0,4 por 100 en 2003).

4. LA INVERSIÓN, FACTOR CRUCIAL DE LA RECUPERACIÓN

Las grandes ganancias de productividad, combinadas con un crecimiento moderado del PIB durante la actual recuperación, implican que el margen de capacidad productiva ociosa no tocó fondo al final de la recesión, sino que continuó ampliándose hasta principios de 2003 por lo menos, alcanzando el *output gap* un 2,25 por 100 según estima la OCDE. Esta percepción de que el exceso de capacidad productiva ha disminuido sólo recientemente, resulta coherente con el hecho de que la utilización de la capacidad productiva en la industria siguió disminuyendo hasta junio de 2003. Desde entonces hasta mayo último se ha recuperado casi cuatro puntos porcentuales, alcanzando el nivel de 77,8 por 100, que todavía se sitúa a 3,3 puntos por debajo de la media del período 1972-2003.

El crecimiento de la producción industrial en mayo alcanzó un 1,1 por 100 mensual, tras el 0,8 por 100 registrado en abril. El promedio de los dos meses implica una tasa de variación del 1,6 por 100 respecto a la media del primer trimestre, en el cual la tasa de crecimiento trimestral también había sido de esa magnitud; es decir, que en tasa anualizada, la producción industrial crece a un ritmo del 6,5 por 100. Dada la alta correlación que le asocia con la inversión empresarial en equipo, esta evolución permite anticipar que en el segundo trimestre esta última mantendrá el impulso que por fin aporta a la recuperación desde hace sólo un año. Se anticipa

así un crecimiento de la inversión empresarial en equipo en sentido amplio, superior al 9 por 100 este año, frente al 3 por 100 en 2003. Si durante la fase de recesión la caída de esta variable arrastró al conjunto del PIB a territorio negativo, es difícil exagerar su papel crucial en la consolidación y sostenibilidad de la recuperación en curso.

5. EL “CAMBIO DE TERCIO” DE LA POLÍTICA MONETARIA

En este entorno de alto nivel de capacidad productiva ociosa y ausencia de presiones salariales, la inflación subyacente ha descendido considerablemente durante los dos últimos años, llegando el riesgo a inquietar de la deflación en el transcurso de 2002 a las autoridades de la Reserva Federal. Sin embargo, tras pasar por un mínimo a finales del pasado año, retomó una tendencia creciente hasta abril, que no ha dejado de sorprender a los analistas de dentro y fuera de la Reserva Federal.

Exigen especial atención los indicadores más recientes de precios, a la hora de interpretar la actuación de la Reserva Federal el pasado 30 de junio, y su proceder en el futuro próximo. Según su comunicado oficial, está convencida de que las tensiones inflacionistas registradas en los últimos meses no son alarmantes, sino que vienen estrechamente asociadas al repunte de los precios de la energía y demás materias primas. “Aunque los datos de inflación recientes son algo elevados, una parte de la subida de los últimos meses se debe a factores transitorios”.

En efecto, según el IPC de mayo, la inflación subyacente desciende al 1,7 por 100 en tasa anual frente al 1,8 por 100 en abril (no obstante había subido más de medio punto desde principios de año). A su vez, el indicador de inflación preferido de la Reserva Federal, el deflactor del consumo privado sin energía ni alimentación se situó en mayo en el 1,6 por 100, igual que en abril (pero en diciembre era inferior al 1 por 100).

Al iniciar un nuevo y seguramente dilatado ciclo de endurecimiento de la política monetaria, la Reserva Federal insiste en que su actuación será gradual; a toda costa quiere evitar que los tipos a largo se disparen (los bonos a 10 años han aumentado su rentabilidad unos 100 puntos básicos (p.b.) desde mediados de marzo), para evitar repetir la experiencia de 1994, cuando subió 300 p.b. su tipo de referencia en doce meses.

De ahí su insistencia: “esperando que la inflación subyacente siga siendo baja, el Comité de Política Monetaria cree que la distensión de la política monetaria puede ir eliminándose a un ritmo probablemente gradual”. Pero, a continuación añade en tono más “halcón”: “No obstante, el Comité responderá a los cambios en las perspectivas económicas como sea necesario para cumplir con su obligación de mantener la estabilidad de precios”.

6. LA INVERSIÓN EN VIVIENDA

Las expectativas de subida de tipos, en particular de los tipos hipotecarios, parece que están afectando al comportamiento de los agentes en el sector de la construcción, ocasionando una aceleración de las viviendas iniciadas y de los permisos de construcción en estos últimos meses, de la que cabe esperar un nuevo impulso a la actividad en el futuro próximo. La inversión en vivienda ya actuó de amortiguador de la recesión en 2001, disminuyendo apenas en algún trimestre. Tras la fuerte reducción de los tipos de interés en dicho año, casi 5 puntos porcentuales (p.p.) en el tipo rector de la Reserva Federal y tras el estallido de la burbuja bursátil, este tipo de inversión, mayoritariamente a cargo de las familias, aumentó casi un 5 por 100 en 2002 y un 7,5 por 100 en 2003. Además del efecto riqueza que indujo la subida de los precios inmobiliarios, la refinanciación de las hipotecas a tipos de interés más ventajosos, ha contribuido a sostener el consumo de las familias. Tras una cierta desaceleración en el primer trimestre, hasta el 4,8 por 100 en tasa anualizada frente al 7,9 por 100 en el precedente, las perspectivas de la inversión en vivienda en el segundo trimestre parecen más favorables.

7. EL DESEQUILIBRIO DEL SECTOR EXTERIOR

En cuanto al papel del sector exterior en la recuperación actual, es de señalar que, en términos de CN, su contribución negativa drenaba un punto porcentual al crecimiento del PIB en los dos años anteriores a la recesión. A raíz de ésta, tal contribución negativa se redujo a dos décimas porcentuales en 2001, pero ha mantenido signo negativo los dos años siguientes (-0,7 p.p. en 2002 y -0,4 p.p. en 2003). Es decir, la sincronía cíclica con la desaceleración en las otras grandes áreas económicas se ha traducido en una contribución negativa de las exportaciones netas a la recuperación, a pesar de la fuerte depreciación del dólar desde principios de 2002.

En el primer trimestre dicha contribución negativa resultaba de un crecimiento de la exportación de bienes y servicios en volumen de un 7,5 por 100 en tasa anualizada (frente al 20,5 por 100 en el último de 2003), inferior al 10,4 por 100 de la importación. Esta desaceleración de las exportaciones no resulta coherente con la fuerte expansión del comercio mundial desde la segunda mitad de 2003 que según los indicadores más recientes (3) alcanza un 8,2 por 100 en tasa anual durante el primer trimestre (incluso un 9,0 por 100 en abril).

Esta evolución de las exportaciones de EE.UU. tampoco parece coherente con la fuerte depreciación del dólar desde principios de 2002. Desde el máximo registrado en febrero de dicho año (tomando medias mensuales), en el transcurso de los dos años siguientes hasta febrero de 2004, su tipo de cambio efectivo frente a los países de la OCDE ha sufrido una depreciación del 24 por 100, acentuándose intensamente esta depreciación durante el último trimestre del pasado año. Su recorrido a la baja parece haber tocado fondo en enero/febrero de este año, iniciando luego un movimiento al alza hasta el mes de mayo, interrumpido en junio.

Las estadísticas de Aduanas recogen en abril un nuevo aumento del déficit comercial, que sube a 48,33 m.m. de \$, frente a 46,57 m.m. en marzo, a causa de un descenso mensual de las exportaciones en valor del 1,5 por 100, combinado con un ligero aumento de las importaciones, lo cual lleva a anticipar una contribución también negativa del

sector exterior a la evolución del PIB, tanto en este segundo trimestre como en el conjunto del año (bastante superior a la previsión de la OCDE en este último caso, que la reduce a una décima porcentual de PIB).

En términos de Balanza de Pagos, la balanza por c/c. ha registrado déficit importantes durante la mayoría de los últimos veinte años, pero con un importe de casi el 5 por 100 del PIB, alcanzó en 2003 un máximo histórico. Y si bien es cierto que en el transcurso del año se corrigió más de medio punto porcentual, pasando del 5,2 por 100 en el primer trimestre al 4,5 por 100 en el cuarto, los datos del primer trimestre de este año dan cuenta de una nueva agravación de este déficit corriente, alcanzando un nuevo máximo histórico en cifras absolutas y superando otra vez el 5 por 100 del PIB.

En cierta medida, este aumento del déficit exterior de EE.UU. refleja un mayor ritmo de crecimiento y una mayor propensión a importar que sus socios comerciales; desde mediados de los noventa, el diferencial de crecimiento respecto al área OCDE y a la zona del euro representaba 0,5 p.p. y casi 1 p.p., al año, respectivamente. Pero desde el punto de vista macroeconómico, el déficit exterior corriente refleja fundamentalmente la diferencia entre la cuota de inversión interna y la cuota de ahorro (v. gráfico 2).

En el caso concreto de EE.UU. durante la segunda mitad de los años noventa, la caída del

GRÁFICO 2
CUOTAS DE AHORRO E INVERSIÓN BRUTA
(En porcentaje del PIB)

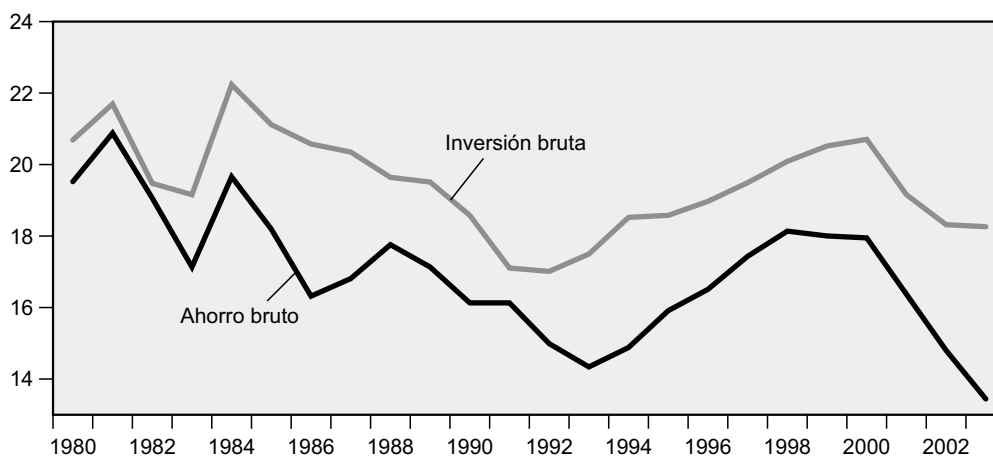
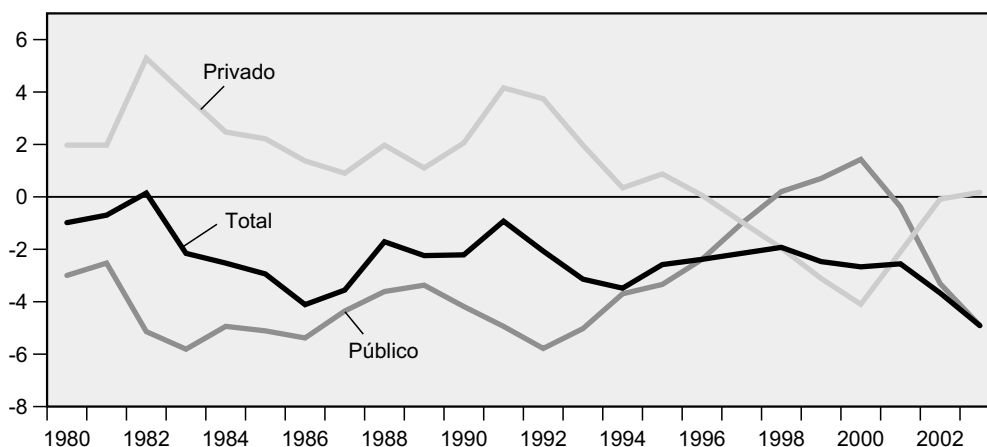


GRÁFICO 3
SALDOS AHORRO/INVERSIÓN



Fuente: OCDE.

ahorro privado resultaba en parte compensada por el aumento del ahorro público, pero este efecto se trastocó luego a partir de 2001, al incurrir de nuevo en déficit el sector público. Al mismo tiempo, aunque el sector privado corrigió su déficit financiero al recortar las empresas su gasto en inversión, su saldo ahorro/inversión se mantiene en niveles inferiores al de otras recuperaciones en esta fase de ajuste, por el persistente bajo nivel de la tasa de ahorro de las familias antes mencionado. En otras palabras, el desglose del préstamo neto del resto del mundo que representa el déficit por c/c., por sectores institucionales (público y privado; este último, a su vez, en empresas y familias) pone de manifiesto que en estos dos últimos años es el déficit del sector público el que genera el grueso del déficit exterior, mientras que la posición financiera de empresas y familias de signo contrapuesto globalmente se compensa (v. gráfico 3).

Hasta el día de hoy, EE.UU. no ha tenido ninguna dificultad para financiar este déficit corriente, en parte porque sus perspectivas de crecimiento, en base a la evolución de la productividad y la rentabilidad empresarial consiguientes, entrañan un atractivo para la inversión extranjera superior al de otras zonas del planeta. Por otra parte, su capacidad de endeudamiento frente al exterior es preeminente, dada su posibilidad de financiar el déficit exterior en una moneda de reserva. De hecho, menos del 10 por 100 de los pasivos exteriores de EE.UU. están denominados actualmente en otras monedas distintas del dólar.

En adelante, la acumulación de activos de EE.UU. en el exterior es probable que se desacelere, si éstos llegan a representar una proporción “demasiado elevada” de las carteras de activos en el mundo. El “demasiado elevada” va a depender de la confianza en el prestatario para hacer frente a sus compromisos y de la rentabilidad esperada de las inversiones, aunque los gobiernos pueden tener motivaciones distintas del sector privado. Tras superar los dos tercios de las reservas exteriores de los bancos centrales en el transcurso de los noventa, la parte de reservas exteriores en dólares disminuyó un poco, mientras que las reservas en euros alcanzaban un quinto del total. Pero las grandes compras de activos en dólares el pasado año, destinadas a contener los movimientos de tipo de cambio por parte de los Bancos Centrales asiáticos (Japón y China, entre otros), pueden haber modificado esta tendencia.

La composición de la balanza de capitales de EE.UU. ha experimentado estos dos últimos años un cambio significativo en su composición respecto a la segunda mitad de los años noventa. Si entonces el déficit exterior se financiaba con la gran afluencia de capitales privados en forma de inversión extranjera directa, atraídos por la alta rentabilidad, esto ha disminuido notablemente desde principios de 2002, contribuyendo seguramente a la depreciación del dólar.

Simultáneamente, han aumentado las compras por extranjeros (principalmente los bancos centra-

les asiáticos y otros inversores institucionales) de títulos de deuda pública (bonos y demás) emitidos para financiar el abultado déficit público. Según las informaciones más recientes de la Reserva Federal relativas al primer trimestre de este año, más de la mitad de los bonos del Tesoro en circulación están en manos de extranjeros. El aumento de tales tenencias de bonos en manos de extranjeros ascendió en este trimestre a 170 m.m. de \$, de ellos unos 100 m \$ fueron adquiridos por bancos centrales. El actual déficit corriente, cuya contrapartida interna es el déficit del sector público financiado con títulos del Tesoro, ha sustituido al déficit del sector privado bajo la Administración anterior, financiado principalmente con endeudamiento privado.

8. EL DÉFICIT PÚBLICO, PUNTO CRÍTICO DE LA COYUNTURA ACTUAL

En efecto, el déficit público centra actualmente la atención y la preocupación de analistas y mercados por su evolución explosiva en el pasado reciente y sus perspectivas en el futuro. El déficit público estructural primario se agravó en más de 6 p.p. de PIB entre 2000 y 2003, según cuantifica la OCDE (4), alcanzando el déficit global del conjunto de las AA.PP. el 4,8 por 100 del PIB este último año (frente a un superávit de 0,9 por 100 en 2000). Las rebajas fiscales de 2001 y 2003, y los incentivos a la inversión de 2002 ayudaron a limitar y a acortar la recesión, como no podía ser menos, con un impulso fiscal de tal calibre. También aportaron un apoyo oportuno a la coyuntura en el período siguiente, cuando la recuperación se veía frenada por la caída persistente de la bolsa y los escándalos en la administración de grandes empresas, en un ambiente de fuerte reticencia a la inversión y a la contratación. En otras palabras, si bien la vuelta a los déficit presupuestarios en el contexto de la

recesión resultó apropiada, las rebajas de impuestos conjugadas con la fuerte expansión reciente de los gastos en seguridad y defensa implican que, sin una actuación deliberada de corrección, persistirán los grandes déficit presupuestarios.

Tras la recesión y los sucesivos recortes de impuestos, los ingresos públicos en proporción del PIB se sitúan en el nivel más bajo desde mediados de los años ochenta, mientras el déficit público en proporción del PIB próximo al 5 por 100, se acerca a los máximos de principios de los noventa. El Presupuesto para el año fiscal 2005, presentado por la Administración, prevé una reducción del déficit de la Administración Federal desde el 4,5 por 100 previsto en el año fiscal 2004, al 1,5 por 100 del PIB en el año fiscal 2009, pero apoyándose en unos supuestos poco realistas. La OCDE calcula, en cambio, que el déficit presupuestario conjunto de la Administración Federal, incluidos los superávit de los fondos de la Seguridad Social, es poco probable que descienda por debajo del 4 por 100 del PIB en los próximos diez años (5); perspectiva nada halagüeña, teniendo en cuenta la presión demográfica que sufrirán las finanzas públicas al llegar a la jubilación las generaciones del "baby boom", a finales de la presente década (cuadro 2).

Como ya se ha señalado, este déficit público es el componente principal del déficit corriente. ¿En qué medida su magnitud y persistencia representan un riesgo para la recuperación en curso en EE.UU. y en el resto del mundo?. El FMI, en sus perspectivas de primavera últimas alerta sobre el riesgo de subida de los tipos de interés a largo (6). Este riesgo en alguna medida se ha materializado durante el segundo trimestre, en el que las perturbaciones en el mercado de bonos se han traducido en un aumento de tipos del bono a 10 años de unos 100 p.b., a la espera de la decisión de la

CUADRO 2
EVOLUCIÓN Y ÚLTIMAS PREVISIONES

	2001	2002	2003	2004				2005		
				CE primav. 2004	OCDE abril 2004	FMI abril 2004+	C. Forecast junio 2004	CE primav. 2004	OCDE abril 2004	FMI abril 2004
Crecimiento PIB	0,5	2,2	3,1	4,2	4,7	4,6	4,7	3,2	3,7	3,9
Desempleo	4,8	5,8	6,0	5,6	5,5	5,5		5,6	5,2	5,4
Inflación	2,8	1,6	2,3	4,4	2,3	2,3	2,4	1,2	2,0	2,2
BZA C/C porcentaje de PIB	-3,9	-4,5	-4,8	-5,2	-4,7	-4,2		-5,0	-4,8	-4,1
SDO PP ^o porcentaje de PIB	-0,2	-3,3	-4,8	-4,5	-4,7	-4,8		-4,2	-3,9	-3,5

Reserva Federal del pasado 30 de junio, pero su curva no mantiene una trayectoria al alza ininterrumpida sino que fluctúa estos dos últimos meses en torno a 4,75 por 100. A partir de ahora, en la evolución de tales tipos a largo recobra importancia la gestión de la política monetaria, así como el desarrollo de las finanzas públicas y el comportamiento del mercado laboral. De momento, el escuálido dato de creación de empleo en junio y el ligero descenso del índice ISM de gestores de compras en el sector manufacturero el mismo mes, hasta 61,1 (frente a 62,8 en mayo) reducen sensiblemente la probabilidad de otra subida de tipos por parte de la Reserva Federal en su próxima reunión.

Los mercados reaccionaron a la decisión de la Reserva Federal y a su comunicado del pasado 30 de junio, corrigiendo expectativas de tipos a la baja por el carácter transitorio de los factores que recientemente han impulsado al alza la inflación. En definitiva, el gradualismo esperado en las futuras actuaciones de la autoridad monetaria se refuerza y los mercados continúan esperando aumentos de tipos suaves hasta finales de año, en cuya fecha

el tipo objetivo de los Fondos Federales alcanzaría el 2,25 por 100, con un aumento de un punto entero respecto al nivel actual. En la medida en que las economías emergentes de Asia sigan dispuestas a comprar bonos del Tesoro americano para mantener bajo el tipo de cambio de sus monedas, su rentabilidad podría mantenerse en niveles aceptables, sin riesgo excesivo para la recuperación en curso.

NOTAS

(*) Ministerio de Economía y Hacienda

(1) Promedio de las tasas intertrimestrales anualizadas de los cuatro últimos trimestres.

(2) OCDE (2004): "Economic Surveys-United States", vol. 2004, 7-mayo, págs. 26 y ss.

(3) "Indicateur de la Demande Mondiale d'Importations", elaborado por la Cámara de Comercio e Industria de París; el último dato publicado se refiere a abril.

(4) OCDE (2004): *Economic Outlook*, 75, mayo.

(5) OCDE: "Economic Surveys-United States", pág. 44.

(6) FMI (2004): "World Economic Outlook", capítulo II, abril.