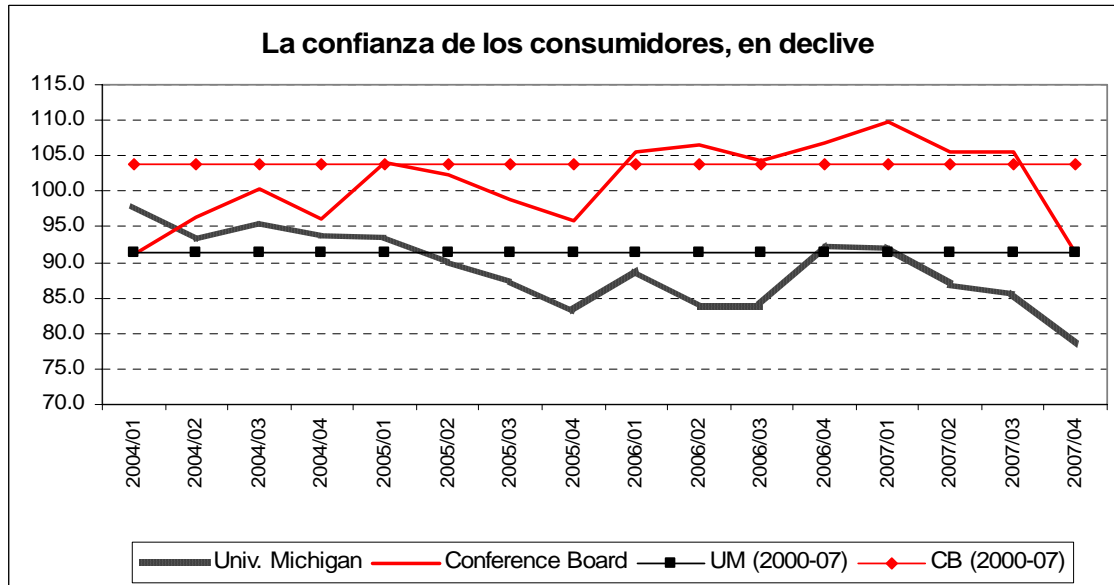


**ESTADOS UNIDOS**

**Tambores (¿injustificados?) de recesión**



Fuente: elaboración propia. Datos: Universidad de Michigan y Conference Board.

**Hechos Clave:**

- Después de fracasar en sus pronósticos de recesión para 2007, una parte de los analistas y algunos segmentos de los mercados la anticipan en el primer semestre de 2008.
- Desconcertante Reserva Federal: insiste en la existencia de dos riesgos, a la baja sobre crecimiento y al alza sobre la inflación, pero actúa como si sólo afrontase el primero.
- Endurecimiento apreciable de las condiciones crediticias en todos los segmentos del mercado de préstamos. Sin embargo, tras un tercer trimestre de fuerte crecimiento económico, los datos siguen apuntando a la esperada desaceleración en el mismo, no a una recesión.
- **Monográfico: políticas macroeconómicas.**

**Datos Clave:**

- Crecimiento del PIB del tercer trimestre aún mayor del inicialmente calculado (4.9% anualizado en la segunda estimación). Las exportaciones netas contribuyen 1.4 puntos.
- Llamativa aceleración de la productividad en el tercer trimestre (+4.9% anualizado, primera estimación). Debe frenar la escalada de los costes laborales unitarios (+4.7% a/a en el primer semestre del año).
- Prosigue el grave deterioro en la confianza de los consumidores (ver gráfico). Desde julio, el Índice de la Universidad de Michigan ha caído 14 puntos. El del Conference Board, 25.
- El incremento del precio del petróleo, difícilmente justificable por los fundamentos de oferta y demanda, alcanza el 80% desde principios de 2007.

## Coyuntura: Dos riesgos frente a frente

El debate que consume tiempo y esfuerzo de mercados, analistas y autoridades en este tramo final del año en Estados Unidos (en realidad, también en la Eurozona y en el Reino Unido), consiste en discernir la importancia relativa de los riesgos existentes a la baja sobre el crecimiento económico y al alza sobre la inflación. Aunque la mayor parte de agentes parece poner el énfasis en el primero (e incluso esgrimen el término maldito, recesión, de no mediar una actuación más enérgica de respuesta por parte de las políticas macroeconómicas), nosotros procederemos en lo que sigue a demostrar que los datos no son tan inequívocos.

Antes, resulta apropiado establecer cuál es el punto de partida de este final de 2007 e inicio de nuevo año.

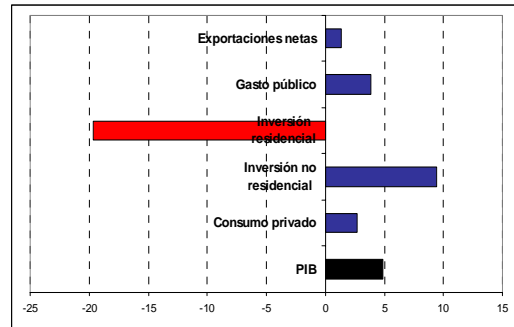
### **El escenario actual**

#### **a.- Hasta ahora, mejor de lo esperado.**

La economía estadounidense (sector inmobiliario aparte, desde luego) ha mostrado una notable resistencia ante las dificultades. Así, tras un primer trimestre de brusco frenazo, los dos posteriores han mostrado un crecimiento medio superior al del 4%. En especial, el tercer trimestre, en el que podría esperarse ya un impacto sensible de la crisis de las subprime y los subsiguientes problemas de liquidez en los mercados, ofrece una contribución superior a lo esperado de casi cada componente de la demanda (ver gráfico 1), compensando la acentuación del desplome de la inversión residencial. De particular valor

ha sido en los últimos meses la aportación favorable del sector exterior.

Gráfico 1.- Tasas de crecimiento del PIB y sus componentes en 2007:III (% , tasas anualizadas; para las exportaciones netas, contribución al crecimiento)



Fuente: elaboración propia. Datos: BEA.

Paralelamente, y superado el susto del dato provisional de agosto (-4000 empleos netos, luego revisado a +93000), la media de creación mensual de puestos de trabajo en 2007 alcanza los 125000, cifra modesta y claramente inferior a la de ejercicios anteriores, pero suficiente para evitar aumentos de la tasa de desempleo.

En general, los datos de actividad han sido mixtos durante los últimos meses, alternando los preocupantes con los esperanzadores. En cualquier caso, lejos de un patrón de malas noticias que anticipen una recesión.

Por su parte, los últimos datos de productividad han mejorado registros anteriores, aunque, probablemente, se trate de una mejora temporal<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> De hecho, y más allá de las reflexiones inmediatas sobre la política monetaria, la aportación más llamativa del Acta de la última reunión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Fed es el recorte en el crecimiento potencial esperado de la economía, fruto de lo que sería un peor comportamiento de la productividad en el futuro que en la pasada década.

Finalmente, incluso la inflación ha registrado elevaciones sólo moderadas, pese a los factores que han presionado al alza sobre la misma (sobre los que volveremos en breve).

Como consecuencia de todo ello, quienes auguraban una recesión a finales del presente año han debido, como poco, retrasar en el tiempo su predicción. En general, el crecimiento para 2007, y el de sus componentes con excepción de la inversión residencial, se ha revisado al alza. Eso sí, ese crecimiento adicional se habría "tomado prestado" de los dos primeros trimestres de 2008, para los que las previsiones se han corregido seriamente a la baja. Obsérvese esta tendencia, por ejemplo, en el Survey de analistas de la Reserva Federal de Philadelphia (Tabla 1).

Tabla 1  
Previsiones de expertos consultados por  
The Federal Reserve Bank of Philadelphia  
[noviembre 2007]

VARIABLE	PREVISIÓN 2007	PREVISIÓN 2008
Crecimiento del PIB	2.1% (+ 0.2)	2.5% (- 0.3)
Crec. PIB 2007: IV	1.5% (- 1.2)	
Crec. PIB 2008:I		2.2% (-0.5)
Crec. PIB 2008:II		2.3% (- 0.6)
Crec. PIB 2008:III		2.8% (+ 0.1)
Tasa de desempleo	4.6 (=)	4.9% (+ 0.2)
Empleo neto (miles)	151.6 (-4.4)	103.5 (-14.5)
Tasa de inflación (IPC)	3.6% (=)	2.5% (+0.3)
Tipo interés corto plazo (letras del Tesoro a tres meses)	4.5 (-0.4)	4.0% (-0.8)
Tipo interés largo plazo (bonos del Tesoro a diez años)	4.7% (-0.2)	4.6% (-0.5)
Crec. Consumo privado	2.9% (+0.1)	2.3% (-0.2)
Crec. Inv. No Residenc.	4.4% (+1.0)	4.8% (-0.1)
Crec. Inv. Residencial	-16.5% (-2.5)	-11.3% (-8.6)

Fuente: elaboración propia. Datos: FRBoPh.  
Nota: entre paréntesis, cambio en la predicción respecto al trimestre anterior. Datos en medias anuales o interanuales, salvo inflación (cuarto trimestre sobre cuarto trimestre).

En él destacan también respecto a sondeos anteriores las correcciones a la baja de tipos de interés (a corto y a largo), a pesar de que se espera mayor inflación. Y, desde luego, cómo se acentúa la creencia en que la gravedad del desplome inmobiliario continuará en 2008<sup>2</sup>.

#### b.- El mensaje de la Fed.

En su pasada reunión de octubre, como es ampliamente conocido, la Reserva Federal decidió rebajar su tipo de referencia por segunda vez consecutiva, en este caso en 25 puntos básicos. Sin embargo, tal decisión, al contrario que la anterior, no fue unánime: el gobernador de la Reserva Federal de Kansas City, Thomas M. Hoenig, votó en contra, ofreciendo argumentos a favor de mantener el tipo de los Fed Funds en el entonces vigente 4.75%.

En todo caso, la Fed ofreció en el Acta de la reunión una visión equilibrada de los riesgos para el crecimiento y la inflación. Así, aun revisando a la baja el avance del PIB esperado para 2008, y dado que también estimó menor el crecimiento potencial de la economía, la autoridad monetaria estadounidense señalaba que ese aumento del PIB sólo se situaría levemente por debajo del potencial. Y que, en consecuencia, el aumento del desempleo sería modesto. También valoraba como razonablemente favorable el comportamiento esperado de consumo privado e inversión no residencial. E incluso, pese al endurecimiento de las condiciones crediticias, afirmaba que las empresas no parecían estar

<sup>2</sup> Desde el sondeo de mayo, la previsión de crecimiento de la inversión residencial en 2008 ha pasado de +1.2% a -11.3%.

teniendo mayores problemas para obtener financiación externa.

En contraposición, la Fed mostraba también su convencimiento de que, aun con los existentes riesgos al alza, la inflación permanece, y lo haría en un futuro, contenida.

Sin embargo, con el transcurso de los días parece haber calado entre los responsables monetarios de Estados Unidos, y en particular en Ben Bernanke, la idea de que los riesgos para el crecimiento son los que de verdad importan, lo que puede satisfacer mucho a los mercados (ansiosos de nuevos descensos de tipos), pero tal vez no se corresponde tanto con la realidad económica. A día de hoy, y junto al anuncio de nuevas medidas para garantizar la liquidez en el sistema en el tránsito de año, crece la probabilidad de un nuevo recorte de tipos en la reunión del 11 de diciembre, aunque nos caben escasas dudas de que una decisión en ese sentido encontraría esta vez más de una voz contraria<sup>3</sup>.

### c.- Factores externos.

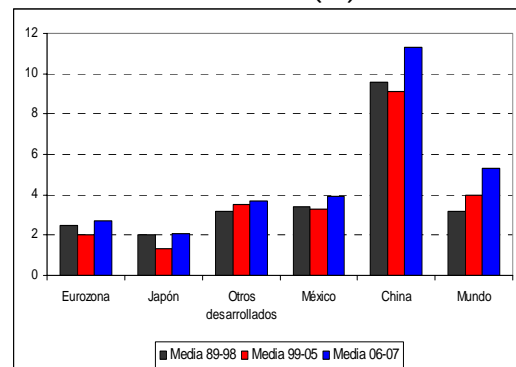
Aunque en los últimos meses se ha analizado con detenimiento el posible contagio de la desaceleración económica estadounidense al resto del mundo, existen tres "factores externos"

<sup>3</sup> Independientemente de la actualidad inmediata, en su última reunión, la Fed dio un paso más en aras de transmitir sus consideraciones a los distintos agentes económicos. En este sentido, aumentará de dos a cuatro el número de informes anuales que incorporen sus previsiones; extenderá de dos a tres años el horizonte temporal de las mismas; e incluirá el deflactor global (no sólo el subyacente) en términos del Gasto Personal en Consumo, entre las variables objeto de previsión.

(por supuesto, influidos en parte por la propia situación de Estados Unidos), que están incidiendo críticamente en la evolución de la primera economía mundial.

En primer lugar, el **crecimiento económico internacional** de los últimos años no sólo no se ha resentido del menor avance del PIB (y las importaciones) en Estados Unidos, sino que se ha acelerado en el bienio 2006-07 (gráfico 2), es decir, desde que se inició la caída del mercado inmobiliario estadounidense. Usando un término que ha tenido cierto éxito en los últimos trimestres, se trataría de un proceso de "decoupling"<sup>4</sup>. En todo caso, ese crecimiento internacional ha mejorado el saldo exterior de Estados Unidos. Con ello, en los últimos cuatro trimestres las exportaciones netas han contribuido, en promedio, más de un punto al crecimiento del PIB.

Gráfico 2.- Tasas de crecimiento del PIB en economías seleccionadas (%)

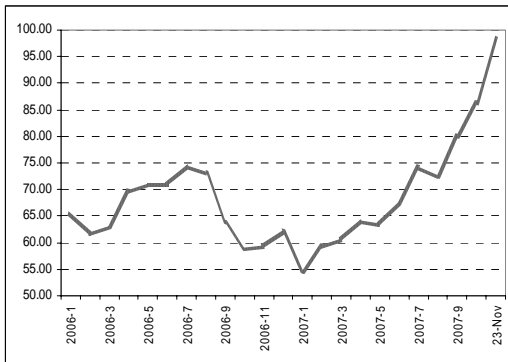


Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

<sup>4</sup> Ya hemos apuntado en alguna ocasión (ver el Informe de Coyuntura de enero) que haría falta una crisis, no una desaceleración, en Estados Unidos para contrastar si la economía mundial puede funcionar sólidamente con su principal motor gripado.

En segundo lugar, la presión alcista en los **precios del petróleo** ha venido jugando en sentido negativo, como factor inflacionista y de menor crecimiento (en la medida que fuerza el mantenimiento de tipos de interés mayores y reduce el consumo privado en otras partidas distintas a la energética).

Gráfico 3.- Precio del barril de West Texas Intermediate (\$) ; media mensual)



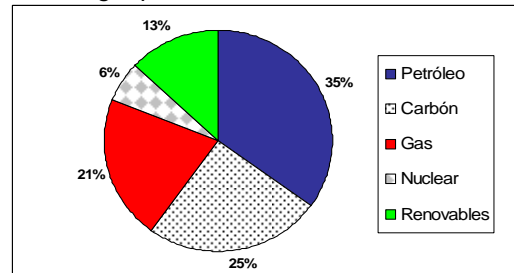
Fuente: elaboración propia. Datos: FRED II; FT.

La más reciente escalada (gráfico 3) de los mismos carece de justificación en los fundamentos de oferta y demanda. Los problemas por el lado de los oferentes existen, y se acentuarán en un futuro próximo (a ellos volveremos de inmediato), pero no se han agravado en tres meses. Respecto a la demanda, aun suponiendo que la procedente de China e India se hubiese acelerado adicionalmente (subrayamos, el adverbio, porque el mayor crecimiento anterior ya se había incorporado a los precios, y no puede justificar el salto más reciente), estos dos países consumen alrededor de 10 millones de barriles diarios, apenas un 40% que Estados Unidos, cuya economía se desacelera (según algunos, hasta las puertas de la recesión). Y las tensiones geopolíticas no se han acentuado en las últimas semanas, aunque se recurra a este manido argumento para explicar

cualquier tendencia del mercado. Finalmente, pretender explicar que la subida del precio del petróleo (en dólares) se debe a que los productores quieren compensar la depreciación del "billete verde" resulta poco convincente, por cuanto la subida de los precios en 2007 ha multiplicado por ocho la depreciación efectiva del dólar.

Lo cierto es que, pese a ese asalto a la barrera de los 100 dólares por barril, casi todas las predicciones para los próximos años apuntan hacia valores bastante más contenidos (en la franja de los 70-80 dólares por barril en 2008 y 2009, por ejemplo).

Gráfico 4.- Distribución de la demanda total de energía primaria en el mundo. Año 2005



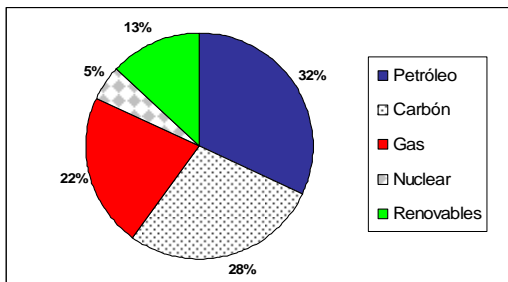
Fuente: elaboración propia. Datos: AIE.

Internándonos algo más allá, las previsiones más recientes de la Agencia Internacional de la Energía (AIE) anticipan un petróleo alrededor de los 110\$ por barril... en 2030. Y ello considerando: primero, un aumento sostenido de la demanda de crudo, tanto en el Escenario de Referencia (1.3% anual), como en el Alternativo (0.8% anual)<sup>5</sup>. Segundo, un incremento de los costes de extracción del crudo, en forma convencional o no convencional. Tercero, el petróleo

<sup>5</sup> Consultar el *World Energy Outlook 2007* de la Agencia Internacional de la Energía para la descripción de estos Escenarios y la ampliación de las reflexiones aquí esbozadas.

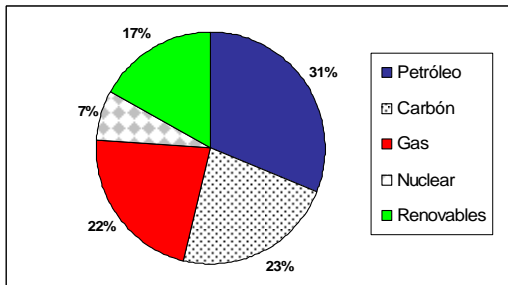
mantendría casi intacto su papel dominante como fuente de energía mundial (ver gráficos 4-6).

Gráfico 5.- Distribución de la demanda total de energía primaria en el mundo. Previsión año 2030 en el Escenario Central de la Agencia Internacional de la Energía



Fuente: elaboración propia. Datos: AIE.

Gráfico 6.- Distribución de la demanda total de energía primaria en el mundo. Previsión año 2030 en el Escenario Alternativo de la Agencia Internacional de la Energía



Fuente: elaboración propia. Datos: AIE.

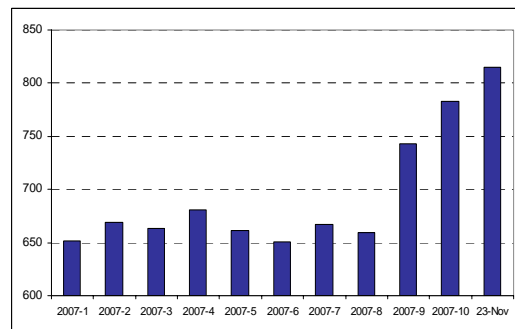
La AIE sólo contempla aceleraciones importantes de precios sobre estas previsiones en caso de acentuarse los problemas de oferta, derivados del creciente intervencionismo (cuando no nacionalizaciones) en el proceso de extracción y comercio del crudo de muchos Estados productores, Estados que, sin embargo, no invierten lo necesario para mantener ese flujo de petróleo e incluso carecen de la tecnología necesaria para renovar los pozos que se van agotando.

Por tanto, si incluso en circunstancias adversas y con un crecimiento mundial sólido (supuestos clave en los

Escenarios dibujados por la AIE) la evolución alcista de los precios del petróleo debería adquirir un perfil progresivo y moderado, ¿cómo entender su evolución reciente?

En nuestra opinión, la explicación más plausible consiste en que el mercado del petróleo<sup>6</sup> se ha convertido en receptor de una parte significativa de los fondos que han abandonado ciertos segmentos de los mercados financieros a raíz de la crisis de las subprime. Dicho de otra forma, intermediarios no comerciales están especulando con los precios del crudo, entre otras materias primas.

Gráfico 7.- Precio del oro (dólares por onza; último día de negociación del mes)



Fuente: elaboración propia. Datos: FT.

Un descenso marcado de los precios del petróleo cuando esas entradas de fondos se normalicen es más que probable.

También resulta harto llamativa (e igualmente preocupante en términos de inflación, aunque en este caso estimula el crecimiento estadounidense vía exportaciones) la **acelerada depreciación del dólar** (gráfico 8).

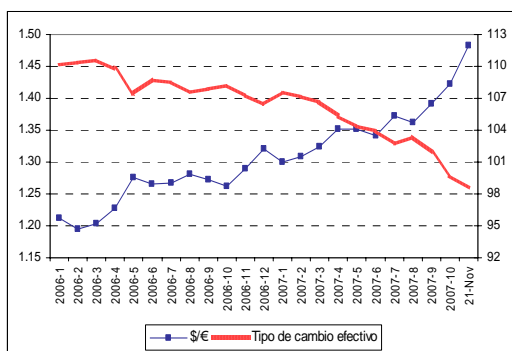
Ciertamente, hay factores de sobra para explicar la debilidad de la divisa de

<sup>6</sup> No se trata solamente del mercado del petróleo; véase por ejemplo, en el gráfico 7, la evolución reciente del precio del oro.

Estados Unidos en los últimos tiempos. Algunos, como los déficit "trillizos" (exterior, público y de ahorro), no parecían haber causado el efecto esperado en años previos. A lo largo de 2007 se han sumado otros: las dudas sobre el crecimiento económico, la extensión de la idea de que los avances de la productividad de la pasada década no van a repetirse en el futuro próximo o las expectativas de rebajas de tipos por parte de la Fed.

Desde luego, la depreciación ha sido mucho más marcada respecto a las divisas europeas (en especial, el euro) que respecto a la de las asiáticas (singularmente, el yuan) o las de otros emergentes, cuyas intervenciones en los mercados cambiarios han limitado la amplitud del movimiento. No es de extrañar que el tono de las recriminaciones, las más recientes entre representantes de la zona euro y del gobierno chino, vaya elevándose.

Gráfico 8.- Tipo de cambio bilateral dólar/euro y tipo de cambio efectivo del dólar (1997:1 = 100; esc. der.)



Fuente: elaboración propia. Datos: FRED II

En todo caso, desde nuestra perspectiva, se está descontando una crisis económica en Estados Unidos de una magnitud superior a la real (y, con ello, más descensos de tipos de interés de los que efectivamente tendrán lugar). En consecuencia, es muy probable que se asista a una

recuperación del "billete verde" en los próximos trimestres.

El medio y largo plazo será otra cosa: factores como el reequilibrio en las reservas de divisas de los Bancos Centrales, el protagonismo de los Fondos Soberanos de Riqueza, el abandono del dólar como moneda única de intercambio de ciertas commodities (incluyendo el petróleo), o el creciente desarrollo de los mercados financieros en otras zonas económicas, pueden conducir al dólar notablemente por debajo de su cotización actual. Pero esa historia queda para ser abordada en un futuro Informe de Coyuntura.

Tras estas pinceladas sobre los rasgos más destacados del panorama económico en estas fechas, nos centramos en la discusión sobre los riesgos para el crecimiento económico, por un lado, y la estabilidad de precios, por otro.

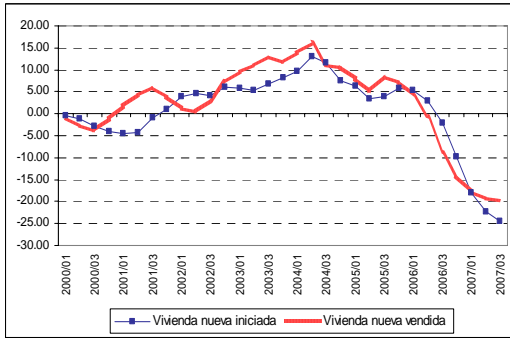
## El crecimiento económico

### a.- Riesgos a la baja.

No es necesario insistir en que el punto neurálgico de la preocupación por la economía de Estados Unidos está en la evolución del sector inmobiliario. Primero, porque el hundimiento de la actividad (importante en el crecimiento en el actual ciclo) presiona directamente a la baja sobre el PIB y el empleo.

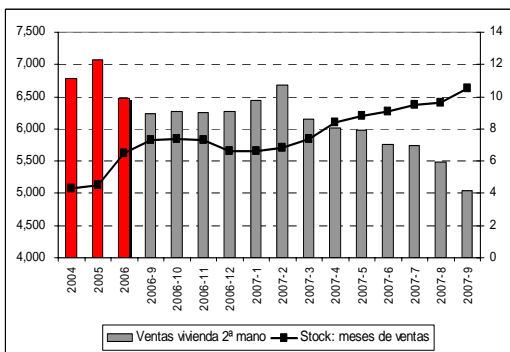
El lector habitual de estos informes conoce ya el desplome del segmento de vivienda nueva (gráfico 9); conviene añadir que la evolución es paralela en el mercado de segunda mano. Reviste especial preocupación el incremento de la ratio entre viviendas a la venta y adquisiciones (gráfico 10), por cuanto ello implica menor necesidad de nuevas construcciones.

Gráfico 9.- Evolución de la vivienda nueva (tasa interanual; media móvil 12 meses)



Fuente: elaboración propia. Datos: FRED II

Gráfico 10.- Ventas de viviendas de segunda mano (millones; interanual) y ratio stock disponible/viviendas vendidas (meses; esc. der.)



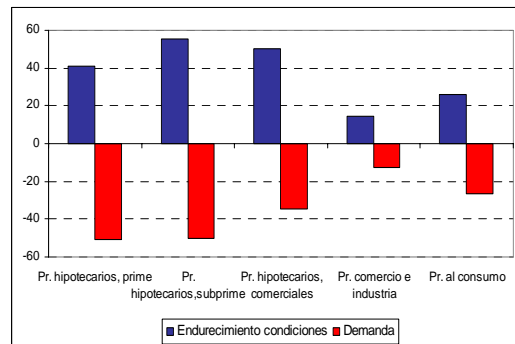
Fuente: elaboración propia. Datos: National Association of Realtors.

El segundo aspecto, cuya importancia ha ido creciendo hasta situarse en primer plano, es la repercusión en el mercado crediticio de la crisis de las hipotecas de alto riesgo y las pérdidas que las mismas (y el negocio de productos derivados) ha provocado en las entidades financieras, así como la desconfianza generalizada en y entre las mismas. El resultado ha sido un endurecimiento de las condiciones para solicitar créditos en todos los segmentos del mercado, se trate o no del ámbito hipotecario (gráfico 11). Como consecuencia, la demanda de crédito se ha reducido en paralelo a ese endurecimiento (mismo gráfico), lo que

repercute también de forma negativa sobre la actividad económica.

Incluso con la relevancia de todo lo anterior, la clave que determinará la gravedad de la desaceleración (o la recesión, para quien la espere), es el impacto de los acontecimientos de los últimos meses sobre el consumidor. Y por ello nos preocupa sobremanera la trayectoria de los indicadores de confianza. En ellos se puede estar reflejando la agregación de: el encarecimiento de los precios de la energía y los alimentos; el inicio del descenso de la riqueza inmobiliaria; la ya referida mayor dificultad de acceso al crédito, inmobiliario y al consumo; un cierto debilitamiento del mercado de trabajo; la necesidad de recuperar niveles de ahorro algo más adecuados; y la incertidumbre que generan los mensajes alarmistas que se han prodigado los últimos meses.

Gráfico 11.- Evolución de las condiciones y la demanda crediticias en el último trimestre (diferencia de respuestas positivas y negativas de las entidades financieras: endurecimiento crediticio y aumento de la demanda de crédito)



Fuente: elaboración propia. Datos: Federal Reserve

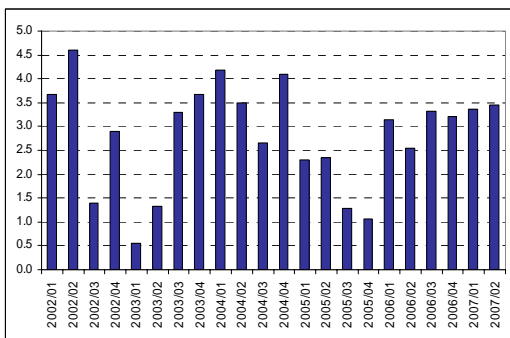
¿Son demasiadas influencias como para ignorarlas? Posiblemente, aunque de momento repercute más en los índices de confianza que en el gasto. Si éste

evolucione en paralelo a aquéllos<sup>7</sup>, el consumo privado podría arrastrar la economía, empezando por la inversión productiva, a una posición más cercana a la recesión de lo que contemplamos en nuestro escenario principal.

**b.- Factores de mantenimiento.**

Mientras los riesgos para el crecimiento están presentes en todos los análisis, algunos elementos que juegan en sentido contrario no muestran tal ubicuidad. El primero de ellos, es la evolución de la renta disponible de las familias (gráfico 12), que ha seguido creciendo firmemente, por encima del 3% interanual. Y ello por la combinación de un mercado de trabajo que aún genera empleo neto a un ritmo de más de cien mil mensuales (será sin duda menor en 2008), y una notable recuperación el último año de los salarios reales, tras la fase de “wageless recovery” vivida entre 2004 y la primera mitad de 2006.

Gráfico 12.- Renta personal disponible real (%; tasa interanual)



Fuente: elaboración propia. Datos: FRED II

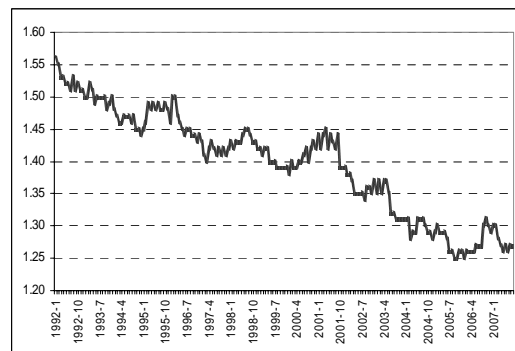
Adicionalmente, aunque es cierto que la crisis inmobiliaria dista mucho de haber concluido, tampoco puede olvidarse

<sup>7</sup> La clave está en la magnitud. La *desaceleración* del consumo privado, de hecho, ya se está produciendo. Pero una recesión exigiría un *descenso* de ese consumo.

que parte de la corrección ya se ha efectuado. Al fin y al cabo, se está construyendo vivienda nueva a un ritmo que es poco más de la mitad de los máximos alcanzados en 2005 y principios de 2006. Incluso es un 30% inferior al nivel de la segunda mitad de los noventa, antes del último “boom”.

Finalmente, es importante recordar que las empresas afrontan la desaceleración en una posición especialmente favorable<sup>8</sup>: con magníficos resultados acumulados; sin los excesos de inversión y contratación que algunos autores entienden se produjeron en la segunda mitad de la anterior expansión; con capacidad para obtener recursos de los mercados (como la propia Fed apunta), emitiendo títulos en los mismos (además, los préstamos a la actividad industrial y comercial son los que menos se han restringido); y, por último, con unos niveles de inventarios muy contenidos (gráfico 13), de acuerdo con la tendencia histórica de reducción de stocks, fruto de la filosofía y las tecnologías del “just in time”.

Gráfico 13.- Ratio inventarios/ventas (meses)



Fuente: elaboración propia. Datos: FRED II

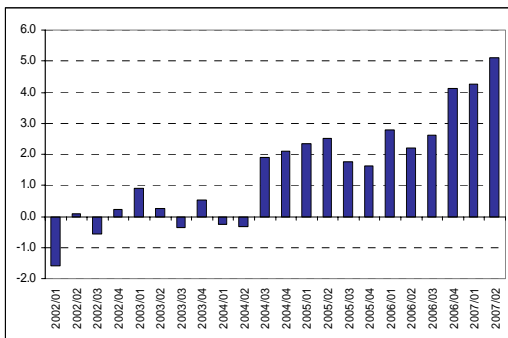
<sup>8</sup> Ver para los detalles nuestro Informe de Mayo de 2007.

## Inflación

### a.- Riesgos al alza.

Los factores más evidentes que amenazan la estabilidad de precios han sido ya señalados en este mismo Informe: la elevación del coste de las materias primas (en especial, el petróleo) y, en menor medida, de los alimentos; y la depreciación del dólar, con el encarecimiento consiguiente de los bienes importados. También resulta llamativa la escalada de los costes laborales unitarios (gráfico 14), al confluir las mejoras salariales al reducirse la mano de obra disponible con el avance de la expansión, con la fuerte ralentización de la productividad de los pasados trimestres<sup>9</sup>.

Gráfico 14.- Coste laboral unitario (% , tasa interanual)



Fuente: elaboración propia. Datos: BLS

Recientemente, se ha apuntado por algunos expertos que otro riesgo proviene del final del impacto deflacionista de las importaciones chinas, tanto de bienes terminados como de productos intermedios. Las propias tensiones de precios en el país asiático y las elevaciones de costes que se están produciendo en el mismo implicarían una cierta traslación a sus precios de exportación.

<sup>9</sup> Que parece haberse revertido, al menos momentáneamente, en 2007:III.

Particularmente, tenemos bastantes dudas sobre este argumento: primero, en China siguen existiendo abundantes recursos disponibles (mano de obra) y una masiva inversión para generar otros (capital productivo). Segundo, el propio crecimiento reciente de China nos indica que, si sus precios se encarecen de forma apreciable, otros países tomarán el relevo en parte de la producción (algo de lo que esporádicamente aparecen en los medios de comunicación ejemplos concretos). Tercero, las importaciones chinas constituyen sólo la séptima parte de las realizadas por Estados Unidos, aunque desde luego su tasa de crecimiento ha sido espectacular en los últimos años.

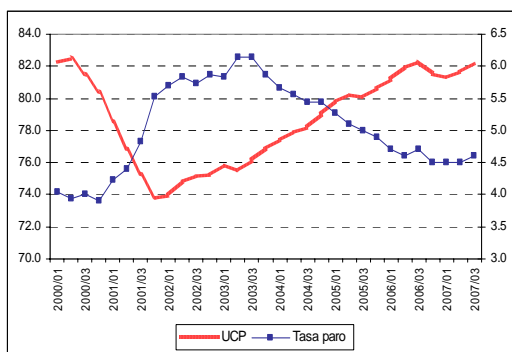
Por el contrario, insistimos en la preocupación que hemos venido manifestando en los últimos meses: una política monetaria que parezca obviar los riesgos inflacionistas puede echar por la borda las ganancias de credibilidad conseguidas en las dos últimas décadas. De momento, los indicadores (encuestas e instrumentos financieros) sobre las expectativas de inflación ofrecen datos mixtos: sólo en algunos casos, y tenuemente, se percibe el repunte en las mismas. Por tanto, se está usando, no sólo por parte de la Fed sino también de otros bancos centrales, esa amplia reserva de credibilidad antiinflacionista. No sería nada conveniente que el uso se convierta en abuso.

### b.- Factores de mantenimiento.

También en el caso de la inflación existen elementos de contrapeso que atenúan los riesgos descritos. El primero, lógicamente, tiene que ver con la propia desaceleración económica que se percibirá de forma nítida desde el último trimestre de 2007. La caída de la

demanda contribuirá a aliviar las presiones en los precios, al tratar las empresas de mantener sus niveles de actividad. Adicionalmente, los niveles de desempleo y capacidad productiva ociosa, aun habiéndose reducido ampliamente durante la fase expansiva (gráfico 15), no han llegado a los mínimos del ciclo anterior. Así, la utilización de la capacidad productiva, tras alcanzar valores superiores al 84.5% hace una década, no ha superado el 82.5% en la presente expansión. En el mismo sentido, la tasa de desempleo ha tocado su mínimo del ciclo en el 4.4%, algo alejado del 4.0% de media en la primera mitad del año 2000. Por tanto, con la desaceleración económica en marcha, la presión a la baja sobre costes será suficiente para ayudar a frenar los precios.

Gráfico 15.- Utilización de la capacidad productiva en el sector industrial (%) y tasa de desempleo (%; esc. derecha). Medias trimestrales



Fuente: elaboración propia. Datos: BLS; FRED II

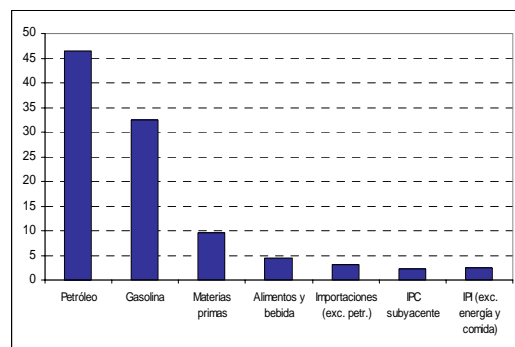
Pero existe otro elemento menos evidente que puede contribuir a relajar las referidas presiones inflacionistas: la traslación incompleta de los factores que páginas atrás hemos denominado como "externos" a los precios interiores.

Primero, la traslación de una depreciación del dólar en los precios de importación se ha reducido

bruscamente en las últimas dos décadas<sup>10</sup>. Ello es fruto de la competencia internacional (y el deseo de mantener las cuotas de mercado ganadas en Estados Unidos), que obliga a las empresas a absorber una parte importante de esa pérdida de valor del dólar (o del encarecimiento de los costes en países como China, para quienes lo consideren un factor importante), en lugar de trasladarlo a los precios que cargan en el mercado estadounidense (u otros).

En segundo lugar, la traslación posterior del aumento en los precios de importación a los precios al consumo es incompleta. Ciertamente, porque las importaciones sólo constituyen el 17% del PIB de Estados Unidos; pero también por la competencia interna en el país, que reduce cualquier opción de mantener los "mark-ups" en muchos sectores trasladando el aumento de precios.

Gráfico 16.- Variación interanual de los precios de algunos bienes o cestas de bienes (%; datos para finales de octubre de 2007)



Fuente: elaboración propia. Datos: BLS; FRED II

<sup>10</sup> Como se revela, por ejemplo, en la contribución de los economistas de la Reserva Federal Jane Ihrig, Mario Marazzi y Alexander Rothenberg, "Exchange-Rate Pass-through in the G7 Countries", International Finance Discussion Paper 851, de enero de 2006.

Fruto de todo lo anterior, la disparidad entre el crecimiento de los elementos más inflacionistas de la cesta de importaciones y el de los elementos que constituyen el núcleo de la canasta de producción industrial o de la cesta de la compra es muy marcada (gráfico 16).

### **Conclusión**

Sintetizando, en la economía estadounidense de finales de 2007 coexisten riesgos de desaceleración pronunciada con factores que presionan al alza sobre precios. Para ambos aspectos, sin embargo, existen también ciertos elementos compensatorios. En nuestra opinión, los riesgos están más equilibrados de lo que muchos analistas (preocupados casi en exclusiva por el crecimiento) señalan, y de lo que la Fed parece creer, más allá de sus comunicados oficiales.

Sin duda, el desplome de la confianza de los consumidores puede decantar la balanza en contra del crecimiento y a favor de una menor inflación. Pero una política monetaria de creciente laxitud, que tanto desean los mercados<sup>11</sup>, no implica una recuperación de esa confianza (¿no podría incluso jugar en sentido contrario?), amenazaría el anclaje de las expectativas de inflación y, con el regreso de los excesos de liquidez, pondría el germen de nuevas "burbujas", cuyos costes no es necesario ya explicar.

Sería pues de agradecer una cuidadosa gestión de recortes adicionales de tipos de interés por parte de la Reserva Federal. Volver a bajarlos a principios

<sup>11</sup> Conviene recordar de vez en cuando que lo bueno para ciertos segmentos de los mercados financieros no necesariamente lo es para la economía real, como se ha constatado con la crisis de las subprime.

de diciembre no respondería a esa tendencia.

### **Monográfico: Análisis de las políticas macroeconómicas: entre lo discutible y lo pernicioso**

Han sido frecuentes y extensas las reflexiones dedicadas desde el inicio de los Informes de Coyuntura en el OCEI a analizar el sentido y la oportunidad de las políticas monetaria y fiscal en Estados Unidos durante los pasados años. De hecho, es una cita obligada en la primera parte de nuestros Informes, la sección de Coyuntura.

No obstante, en nuestro monográfico de este mes vamos a ofrecer una visión panorámica de cómo han evolucionado esas políticas en la pasada década y media, con especial mención a los últimos ejercicios. Veremos también algunas estampas de cómo se han comportado los desequilibrios y las variables de crecimiento económico y empleo en ese período. Por supuesto, son muchos los factores que inciden en estos resultados, pero las políticas macroeconómicas practicadas no son en absoluto ajenas a ellos, sino, por el contrario, factor coadyuvante de importancia.

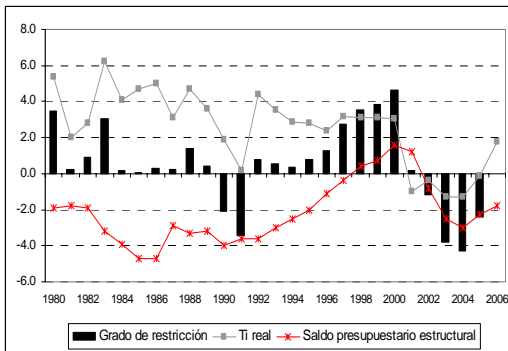
#### **a.- Las políticas**

Para una primera aproximación que nos acerque al perfil general de las políticas macroeconómicas de los últimos años, utilizaremos un indicador (gráfico 17) que agrega el tipo de interés real (para captar el componente monetario) y el déficit público ajustado por el ciclo, o déficit estructural (para la política fiscal).

Puede observarse cómo la presente década han confluído un carácter

expansivo de la política fiscal (aunque menos que en la década de los ochenta) y una política monetaria acomodaticia, con tipos de interés reales negativos, algo que no llegó a producirse ni siquiera en el período de recesión de principios de los noventa.

Gráfico 17.- Indicador del grado de restricción de las políticas fiscal y monetaria (valores más positivos - negativos - implican mayor restricción - laxitud)



Fuente: elaboración propia. Datos: BLS; FRED II; Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO)

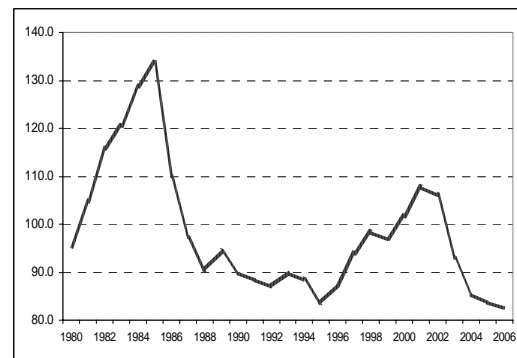
Puede constatar que en los últimos años se ha aprovechado el colchón creado por los excedentes fiscales de la era Clinton, así como por la estabilidad de precios alcanzada durante los años noventa, debida a los efectos de la globalización, las nuevas tecnologías y la credibilidad de los Bancos Centrales, entre otros factores.

Así pues, en este primer apunte queda claro que, en lo que llevamos de la presente década, la economía estadounidense se ha beneficiado (al menos a priori) de un estímulo de extraordinaria magnitud por parte de las políticas macroeconómicas.

Adicionalmente, no está de más recordar que la evolución del tipo de cambio del dólar, a partir de 2002, ha contribuido notablemente a este estímulo macroeconómico, por cuanto su depreciación (gráfico 18) ha

conducido la divisa estadounidense a su valor mínimo en el período considerado (desde 1980).

Gráfico 18.- Tipo de cambio efectivo del dólar respecto a las principales divisas internacionales (1973:3 = 100)



Fuente: elaboración propia. Datos: FRED II

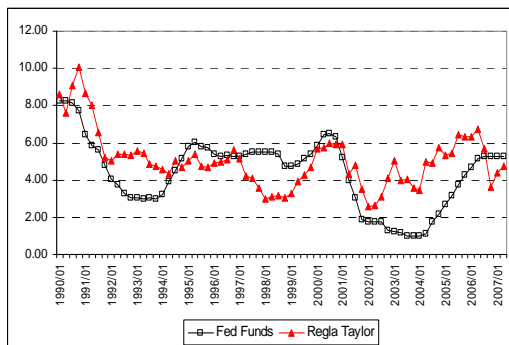
Centrándonos en la **política monetaria**, ésta ha sido responsable de una parte significativa del citado impulso. Entre el año 2001 y el 2006 los tipos de interés se han mantenido por debajo de los que corresponderían a una formulación convencional de una Regla de Taylor (gráfico 19)<sup>12</sup>.

Sin duda, la bonanza en materia de inflación arrastrada durante los años noventa (con el margen de actuación que proporcionaba), el temor a una deflación a principios del actual decenio (que supuso, muy posiblemente, unos

<sup>12</sup> Por supuesto, la Regla de Taylor no es sino una de las formulaciones más típicas con las que comparar el tenor de la política monetaria efectiva. Para una visión crítica de la misma, ver ECB(2001): "Issues related to monetary policy rules", boletín mensual; octubre; pp. 37-50. El lector interesado y no experto, puede encontrar algunas de las reflexiones, alternativas y dificultades vinculadas a la Regla de Taylor en el **Especial OCEI** (ver la sección correspondiente del Portal) de junio de 2006: "Las reglas de política monetaria y su falsa simplicidad. Una aproximación a la Regla de Taylor".

tipos demasiado bajos durante demasiado tiempo), y la muy tibia primera fase de la actual expansión fueron factores que indujeron esa laxitud monetaria.

Gráfico 19.- Regla de Taylor y política monetaria efectiva. Evolución comparada de los tipos de interés (%)



Fuente: elaboración propia. Datos: BEA; FRED II

Los costes de tal acomodación se han revelado no en forma de inflación de bienes, sino de activos.

En estos momentos, como ya se ha analizado con amplitud en este y en nuestro anterior Informe (septiembre), ante la combinación de riesgos para el crecimiento y la inflación, la opción de la Reserva Federal parece ser de nuevo la de conceder prioridad a evitar una potencial desaceleración excesiva. Aunque no aparece en el gráfico 18 (porque los datos finales necesarios sólo están disponibles hasta el segundo semestre), las últimas rebajas de tipos habrán vuelto a llevar los tipos efectivos por debajo de los señalados por la Regla de Taylor, tras unos trimestres anteriores en los que se invertía la relación.

No es descartable (más bien lo contrario) que los costes de esa opción se perciban de nuevo transcurrido un tiempo.

En relación a la **política fiscal** de la Administración Bush, el consenso

parece ser mayor y, además, creciente: ha sido sumamente desacertada, por no decir directamente insostenible<sup>13</sup>. La crítica ha procedido bien por el lado de los sesgados recortes impositivos (a favor de las rentas más altas), desde la izquierda, bien por el lado del injustificado déficit fiscal generado, desde ámbitos conservadores.

Recordemos que las líneas esenciales de esa política fiscal han sido:

- \* El incremento del gasto discrecional destinado a la defensa, las operaciones militares y la seguridad interior.

- \* El intento de contención del resto del gasto discrecional, con éxito relativo, y de forma muy perjudicial para no pocos programas sociales. Algo difícil de digerir en un país que, entre 2001 y 2005, vio elevarse, por ejemplo, el número de personas sin cobertura sanitaria en un 1.2%, hasta el 15.9% de la población, lo que supone unos ¡47 millones de ciudadanos!

- \* El aumento de los gastos ya comprometidos ("entitlements"), fruto sobre todo de la reforma en la prescripción y suministro de las medicinas en Medicare<sup>14</sup>.

- \* Programas de recortes fiscales de magnitud excepcional (especialmente en 2001 y 2003), que pretendidamente

<sup>13</sup> Conviene recordar que hasta Alan Greenspan, que cometió uno de sus mayores errores (el mayor, en nuestra opinión) convalidando la política fiscal de Bush), ha reconocido tal desacierto en sus Memorias, bien que atribuyéndolo a que no se entendió su planteamiento. Quizás ese crípticismo que tanto le definía le jugó una mala pasada en este ámbito...

<sup>14</sup> Programa de asistencia sanitaria a mayores de 65 años y ciertos menores de esa edad con discapacidad.

debían compensarse con el incremento de la recaudación que se produciría gracias al estímulo a la actividad de tales recortes fiscales (es decir, el regreso de la "Curva de Laffer").

El sesgo de esos recortes fue de tal calibre que<sup>15</sup>, mientras los perceptores de rentas superiores al millón de dólares anual ahorraron en 2006 gracias a los mismos 118000\$ (7.5% de su renta), los ciudadanos en el 20% central de la distribución de la renta ahorraron 740\$ (el 2.3% de sus ingresos), y los situados en el 20% de menor renta ahorraron una media de... ¡20\$!

\* El abandono de la *Balance Budget and Emergency Deficit Control Act*, aprobada en 1985 y renovada en 1990 bajo Administraciones republicanas, que pretendía reducir los déficit públicos al prohibir cualquier aumento de gasto o recorte de impuestos no cubierto por un ahorro de la misma magnitud en otras partidas.

Como no podía ser de otra forma, esta acumulación de medidas no sólo eliminó los excedentes presupuestarios de la Administración Clinton sino que ha mantenido el presupuesto federal con números rojos pese a que la actual expansión se prolonga ya durante seis años.

¿El coste estimado? Según la bipartidista Oficina Presupuestaria del Congreso, la legislación fiscal desarrollada bajo la actual Administración tuvo, entre 2001 y 2006, un *coste de 2.3 billones de dólares*. La mitad del mismo corresponde a los recortes impositivos y un tercio al aumento de los gastos de defensa y seguridad interior.

<sup>15</sup> Datos del Tax Policy Center.

Durante este período, para defenderse del aluvión de críticas surgidas desde todos los ámbitos, el propio G. W. Bush y parte de su equipo económico han sacado a pasear el espectro de la Curva de Laffer y lo mucho que se recuperaría la recaudación con el estímulo fiscal. Cuando en 2006 el volumen de recaudación sobre el PIB excedió la media del período comprendido desde 1980 a la actualidad, esos portavoces se dieron por reivindicados.

Si no fuera por lo preocupante de la situación que heredará su sucesor en noviembre de 2008, tal euforia provocaría hilaridad.

En primer lugar, algunos testimonios *de la propia Administración Bush* sobre el tema. El actual máximo responsable del Consejo de Asesores Económicos, Edward Lazear, ha afirmado: "Yo, desde luego, no diría que los recortes fiscales pagan por sí mismos". Más claro, su predecesor en el cargo, Gregory Mankiw: "No existe evidencia creíble de que los ingresos fiscales aumenten con menores tipos impositivos". Un estudio del Departamento del Tesoro ha cifrado el volumen de incremento en los ingresos que atribuye al estímulo a la actividad económica por los recortes llevados a cabo en la era Bush: un ¡10%! de la caída en la recaudación derivada de esos recortes.

Lo más asombroso es que la Administración insiste en eliminar las "sunset clauses" que acompañan usualmente a los recortes fiscales y que los harían expirar entre 2008 y 2010<sup>16</sup>.

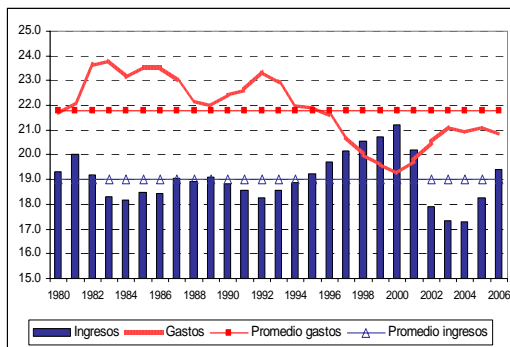
<sup>16</sup> La lógica de las "sunset clauses" estriba en que si los recortes fiscales buscan estimular una economía en la fase baja del ciclo, no deben mantenerse

¿El *coste* de esa prolongación? *Entre 2 y 3.5 billones de dólares*, según las actuaciones que se establecieran sobre la figura fiscal del Impuesto Mínimo Alternativo (IMA)<sup>17</sup>.

¿A cambio de qué? Otro estudio del mismo Departamento del Tesoro afirma que la economía de Estados Unidos, bajo el pleno impacto de los recortes fiscales, crecería un 57% hasta 2025. Si se mantuviesen las "sunset clauses", el crecimiento económico sería del... ¡56%! Sin comentarios.

Segunda consideración: la presente expansión económica ha sido más débil que la media de las vividas en el medio siglo anterior en variables como: crecimiento económico, empleo, consumo, inversión, riqueza neta y salarios<sup>18</sup>.

Gráfico 20.- Ingresos y gastos del Gobierno Federal. (% del PIB; año natural)



Fuente: elaboración propia. Datos: CBO

Por último, en materia de recaudación, es cierto que los ingresos federales

indefinidamente, a riesgo de disparar el déficit público.

<sup>17</sup> Ver el Monográfico del Informe de Coyuntura de mayo de 2005 (p. 10) para los detalles sobre el IMA.

<sup>18</sup> Estas dos primeras líneas de crítica se apoyan en buena medida en diferentes estudios del Center on Budget and Policy Priorities.

respecto al PIB excedieron el pasado año la media 1980-2006 (gráfico 20).

Sin embargo, la actual Administración ha seguido acumulando déficit de forma ininterrumpida, incluyendo el ejercicio 2006 (y lo hará en 2007 y 2008, sea mayor o menor la desaceleración). Los años 2002-2005 fueron los cuatro de menor recaudación en relación al PIB en tres décadas.

Y, sobre todo, la media de recaudación 1980-2006 no puede ser una referencia, porque con ese nivel de ingresos, el presupuesto federal hubiera estado en *déficit todos los años* del período (ver de nuevo el gráfico 20). Esto es de por sí preocupante, pero lo será todavía más en un futuro inmediato, ante la perspectiva del espectacular incremento en el coste de los programas Medicare y Medicaid<sup>19</sup>, por el envejecimiento de la población y el incremento de los costes sanitarios. Estos dos programas, más la Seguridad Social, pasarán a suponer, si no hay cambios legislativos, más del 20% del PIB en 2050, cuando en 2007 representan sólo un 9%.

En síntesis, la irresponsabilidad fiscal de la Administración Bush, al margen de no conseguir impacto relevante alguno sobre el crecimiento económico a corto plazo y de aumentar de forma notable las desigualdades, ha puesto al Gobierno federal en una senda insostenible para las próximas décadas. El acuerdo al respecto abarca a casi todo el arco de tendencias políticas y económicas y a la gran mayoría de los candidatos en las próximas elecciones presidenciales. Por supuesto, las diferencias estriban en si el reequilibrio debe provenir del lado de los gastos

<sup>19</sup> Este segundo, para los ciudadanos con las menores rentas.

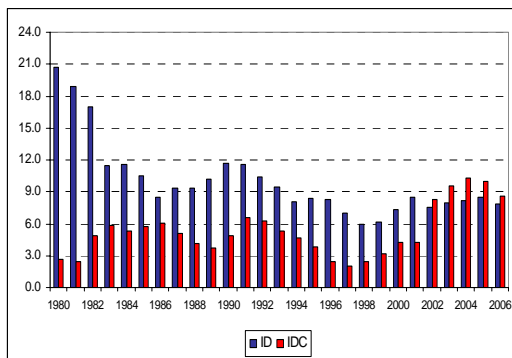
(bajándolos) o de los ingresos (subiéndolos). Difícil será que no haya que recurrir a *ambas alternativas simultáneamente*.

### b.- Los desequilibrios

Como ya hemos efectuado en algún Informe anterior, emplearemos unos Índices de Desequilibrios, inspirados en el *Misery Index*, propuesto en sus orígenes por Arthur Okun a principios de la década de los setenta<sup>20</sup>. Los gráficos 21 y 22 muestran los resultados de los tres indicadores para el período 1980-2006.

En primer lugar, el Índice de Desequilibrios Original (ID) recoge la evolución del desempleo y la inflación.

Gráfico 21.- Índice de desequilibrios Original (ID) e Índice de Desequilibrio Complementario (IDC) (%)



Fuente: elaboración propia. Datos: BLS

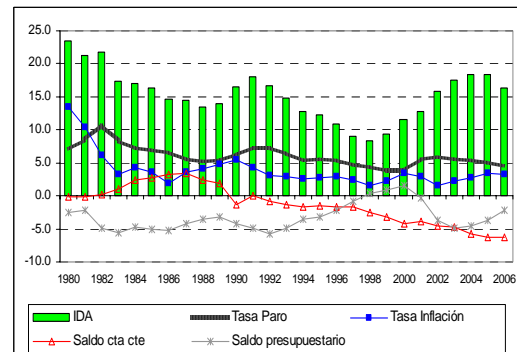
Puede percibirse cómo se fue reduciendo el valor del indicador desde principios de los ochenta hasta finales

<sup>20</sup> El lector interesado puede visitar la sección de **Indicadores OCEI (Índices de Desequilibrios)** para ampliar sus conocimientos sobre estos Índices que aquí utilizamos. En ese Informe se ofrece una descripción detallada de los Índices y su cálculo, y se presentan los resultados para todos los países de la OCDE en una perspectiva histórica y comparada, con una breve reflexión para cada país.

de los noventa, con una inflexión en 1989-1992, primero al descontrolarse la inflación y luego al elevarse el paro por la recesión de 1991. En los últimos años se percibe un deterioro respecto a los mínimos de 1998-99, aunque siempre en unos márgenes moderados. Con ello, en 2005, Estados Unidos se situaba en la media de la OCDE.

Mucho peor panorama exhibía el Índice de Desequilibrios Complementario (IDC), que agrupa los desequilibrios en materia fiscal y por cuenta corriente. El período 2003-2005 ha sido el peor del último cuarto de siglo, al confluir el imparable crecimiento del déficit exterior con el deterioro de la posición del Gobierno federal (en otras palabras, al manifestarse unos fuertes "déficit gemelos"). En 2005, sólo 5 de los 29 restantes países de la OCDE presentaban un valor más elevado (más negativo) en su IDC que Estados Unidos. La mejoría (aunque claramente insuficiente) en el déficit público, sumada en 2007 a la estabilización y lento descenso del saldo negativo por cuenta corriente, está suponiendo un menor valor del IDC.

Gráfico 22.- Índice de desequilibrios Agregado (IDA) y sus componentes (%)



Fuente: elaboración propia. Datos: BEA; BLS

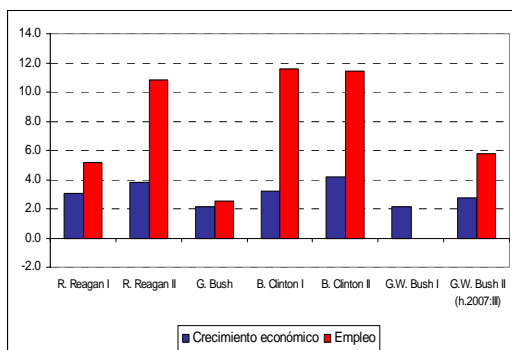
Finalmente, el Índice de Desequilibrios Agregado (IDA; gráfico 22) reúne los dos anteriores (por tanto, las cuatro

variables consideradas). El deterioro continuo de la primera mitad de la década (únicamente en 2006 se inicia una cierta corrección) había llevado a la economía estadounidense a sus peores registros en términos de desequilibrios desde principios de la década de los ochenta, cuando la inflación, antes de ser drásticamente reducida por la Fed entonces dirigida por Paul Volcker, se movía en valores de dos dígitos.

En el contexto de la OCDE, Estados Unidos ocupaba en 2005 un triste 23er lugar.

### c.- Los resultados

Por último, apenas una ojeada a los resultados alcanzados por Estados Unidos en materia de crecimiento económico y empleo (gráfico 23).



Fuente: elaboración propia. Datos: BEA; BLS

Aunque no es necesario señalar que esos resultados no dependen de manera exclusiva (ni siquiera predominante) de las actuaciones de las políticas macroeconómicas, no parece que la combinación G.W.Bush-A. Greenspan haya resultado demasiado fructífera. Cuando la actual Administración abandone el poder, durante su mandato la economía de Estados Unidos habrá crecido a un ritmo apreciablemente inferior y generado mucho menos empleo que durante las dos legislaturas de Bill Clinton o las dos de Ronald Reagan.

Muy probablemente se habrán superado los registros de los cuatro años de G. Bush, pero entonces las políticas fiscal y monetaria introdujeron mucho menos estímulo en la economía<sup>21</sup>.

Por tanto, políticas muy acomodaticias que dejan preocupantes escenarios futuros, algunos seguros (necesidad de ajustes fiscales) y otros potenciales (¿aumento de las expectativas de inflación?; ¿nuevas burbujas en activos financieros o reales?); considerables desequilibrios macroeconómicos; y muy discretos resultados en términos de crecimiento y empleo. No será fácil poner como ejemplo de políticas macroeconómicas óptimas las de Estados Unidos en la presente década.

**Vicente J. Pallardó**

Director del OCEI

Valencia, 30 de noviembre de 2007.

<sup>21</sup> Algunos comentaristas republicanos han afirmado durante años que Alan Greenspan fue el culpable de la derrota electoral de G. Bush por mantener una excesiva restricción monetaria.