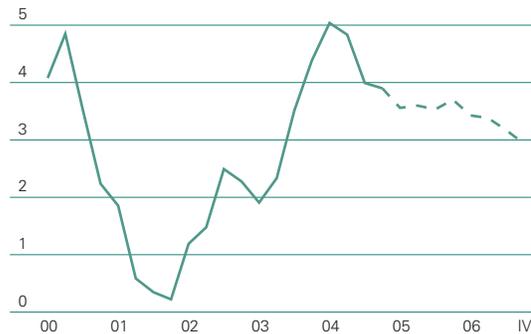


EUA: Producto Interno Bruto
Variación % anual



Nota: Estimado a partir del primer trimestre 2005
Fuente: BBVA Bancomer con datos de BEA

En 2005-06, la expansión económica será cercana al potencial

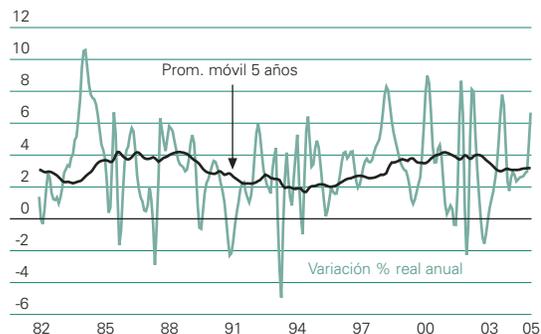
El dinamismo del consumo privado y el fuerte impulso de la inversión continuarán siendo los principales soportes de la expansión económica en 2005-06, periodo en el que el crecimiento económico se acercará al potencial, aunque tendrá un menor ritmo que en 2004. Una de las bases de esta expectativa es que el consumo privado, que ha permanecido alto tanto durante la recesión como después de ésta, mantenga un alto dinamismo. Cuatro factores sugieren que la tendencia de expansión del gasto de las familias continuará durante los próximos dos años.

Primero, el crecimiento de la productividad se moderará en torno a su tendencia de largo plazo (2-2.5%). Estas tasas de crecimiento permitirán mantener ganancias importantes en el ingreso real de las familias. Segundo, el mantenimiento de relativamente bajas tasas de interés reales seguirá empujando la expansión del gasto en bienes duraderos. Tercero, el aumento en el precio de las acciones, y principalmente el incremento en el valor de las viviendas, seguirán permitiendo un crecimiento significativo en la riqueza de las familias, lo que a su vez apoyará el consumo. De hecho, la razón entre riqueza e ingreso disponible ha estado creciendo significativamente en los últimos años y actualmente se encuentra en 5.4% anual, por arriba de su tendencia de largo plazo de 4.8%. Por último, la recuperación del mercado laboral cobra fuerza y será un factor más de apoyo. Durante enero-febrero se generaron en promedio casi 200 mil nuevos empleos frente a 190 mil en el 4T04 y 137 mil en el 3T04; lo que confirma la confianza de las empresas en la sostenibilidad de la recuperación.

Por su parte, la inversión, que se ha acelerado notablemente en el último año después de la fuerte caída que experimentó tras la recesión de 2001, continuará aportando al crecimiento económico. La sólida situación financiera de las empresas, el bajo costo del capital y el crecimiento de la demanda permitirán mantener el dinamismo de la inversión, aunque a un ritmo más moderado al de 2004.

Las empresas seguirán beneficiándose de la reestructuración interna —ajuste de sobre-capacidad y sobre-contratación—, del cambio tecnológico y de las bajas tasas de interés. Esto les permitirá mantener un elevado flujo de efectivo, incluso por arriba de lo registrado en la década de los noventa. Pese al previsible incremento de las tasas de interés y de la prima de riesgo empresarial, no prevemos un impacto significativo en los planes de expansión de las empresas. Además, el buen desempeño de las utilidades empresariales facilitará que gran parte del financiamiento del capital se realice con recursos propios, sin gran dependencia del crédito bancario o del acceso a los mercados de capitales. Finalmente, la demanda continuará apoyando la inversión, expectativa ya incorporada en el aumento reciente de los inventarios.

EUA: Ingreso Disponible



Fuente: BBVA Bancomer con datos de BEA

EUA: Riqueza / Ingreso Disponible
%



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Reserva Federal

La inflación se mantendrá baja

Pese a encontrarnos en un momento avanzado del ciclo económico, la inflación tenderá a mantenerse relativamente baja y estable, dado que la elevada credibilidad de la Reserva Federal ha permitido anclar las expectativas de inflación, lo que asegura que el proceso de formación de precios sea menos volátil y acorde con los objetivos implícitos del banco central. Además, los precios de algunos productos industriales seguirán bajos en la medida que los procesos de producción continúen beneficiándose de la globalización, principalmente a través de importaciones baratas provenientes de China.

Por otra parte, la elevada flexibilidad de los mercados domésticos, particularmente el laboral, asegura que los posibles choques negativos tengan un efecto transitorio y menos costoso. Por último, los elevados márgenes y utilidades empresariales, así como la capacidad ociosa, seguirán permitiendo a las empresas absorber mayores costos y no trasladar totalmente sus incrementos a los precios finales.

No obstante, los riesgos de observar una mayor inflación en 2005 se han incrementado en los últimos meses. Esto obedece a los aumentos en los precios de las materias primas, de los energéticos y de los precios de las importaciones, parcialmente debido a la debilidad del dólar. Aunado a lo anterior, el menor crecimiento de la productividad y mayores costos laborales podrían generar presiones inflacionarias adicionales si las empresas se ven obligadas a transmitir los aumentos en los costos de producción a los precios finales. De hecho, comienzan a aparecer datos que evidencian una mayor capacidad de fijación de precios por parte del sector empresarial. De continuar estas presiones, la inflación difícilmente disminuirá de sus niveles actuales de 3%.

Los desequilibrios internos se corregirán gradualmente

Uno de los elementos que más preocupación genera es la ampliación de los desequilibrios internos. El déficit fiscal podría tender a reducirse en los próximos años con la continuación de la recuperación económica y las posibles menores necesidades de gasto en defensa y seguridad nacional. Pese a ello, el déficit no se reducirá significativamente en 2005 (alcanzará 3.4% del PIB) y se mantendrán las dudas sobre su evolución futura si continúa la escalada del gasto militar y se hacen permanentes las reducciones de impuestos. Sin embargo, en conjunto, con las medidas adecuadas las perspectivas podrían no ser tan negativas en un contexto en que el componente cíclico del balance fiscal se ha corregido y el estructural ha detenido su deterioro. Los próximos meses serán clave para valorar el compromiso de la administración con el objetivo anunciado de reducir el déficit fiscal en los próximos años.

Por su parte, el déficit en cuenta corriente se incrementará en 2005 y sólo comenzará a reducirse moderadamente en 2006. Esta evolución obedece al sólido crecimiento económico de EUA, superior al de sus principales socios comerciales (y a la elevada propensión marginal a consumir —e importar— de los consumidores en EUA frente a los consumidores de sus principales socios comerciales, como China), y a los altos precios de los energéticos y de las materias primas.

EUA: Utilidades Empresas no Financieras % de prod. del sector empresarial, después de impuestos



Fuente: BBVA Bancomer con datos de BEA

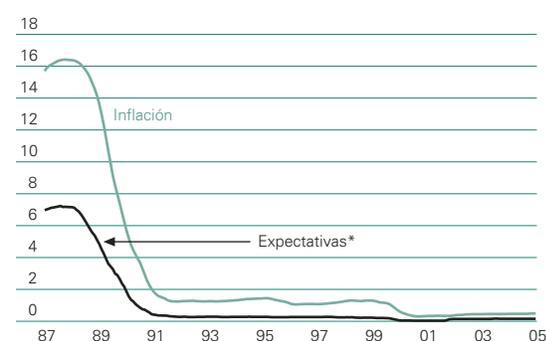
EUA: Gap de Financiamiento* Billones de dólares



* Gasto en capital menos fondos generados internamente y ajuste por valuación de inventarios

Fuente: BBVA Bancomer con datos de Reserva Federal

EUA: Varianza Inflación Durante 10 Años %



* Expectativas de inflación próximos 12 meses

Fuente: BBVA Bancomer con datos de BLS

La Seguridad Social en EUA: Retos y Perspectivas

El sistema de Seguridad Social en EUA otorga beneficios a 48 millones de individuos a través de dos programas básicos: *Old Age and Survivors Insurance* (OASI) que cubre a los trabajadores retirados, familiares y sobrevivientes de trabajadores fallecidos, y representa 85% del gasto total; y el *Disability Insurance* (DI) que constituye el 15% restante y atiende a incapacitados menores a la edad de retiro y a sus dependientes.

Estadísticas Recientes sobre Seguridad Social, 2004

Trabajadores cubiertos por la Seguridad Social	157 millones
Beneficiarios	
Trabajadores retirados y sus dependientes	33 millones
Trabajadores incapacitados y sus dependientes	8 millones
Sobrevivientes de trabajadores fallecidos	7 millones
Total de beneficiarios	48 millones
Beneficios pagados en el año	493 mmd
Ingresos recibidos	658 mmd
Activos totales en el fideicomiso	1.7 bn
Tasa impositiva	12.4%
Límite de ingresos sujetos a impuesto (2005)	90 mil USD

Fuente: SSA, CBO

El sistema es de "beneficio definido" (*pay as you go*), es decir, es financiado mediante un régimen de reparto y administrado por el sector público. Los ingresos se obtienen de un impuesto a la nómina de 12.4% que pagan equitativamente trabajadores y patrones.

Relación Trabajadores en Activo vs. Retirados

Cifras en millones de personas excepto última columna

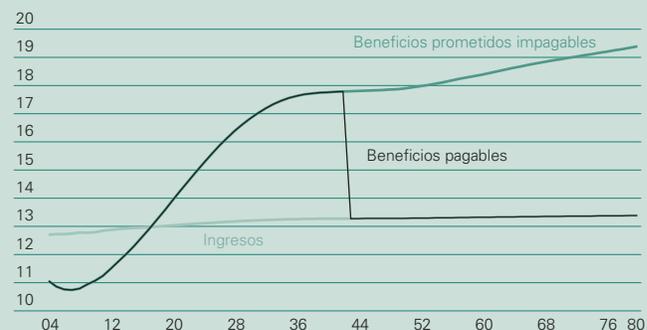
	Trabajadores	Población ¹	Crec. trab. ²	Crec. pob. ³	Trab./pers. ⁴
1980	113.6	26.1	20.6	5.2	4.3
1990	133.7	32.0	20.0	5.9	4.2
2000	153.7	35.5	20.0	3.5	4.3
2010	165.4	39.5	11.8	4.0	4.2
2020	172.8	53.2	7.4	13.7	3.3
2030	178.1	69.4	5.3	16.3	2.6
2050	189.8	78.3	5.4	3.1	2.4

1 Población mayor de 65 años
 2 Crecimiento esperado de los trabajadores
 3 Crecimiento esperado de la población mayor de 65 años
 4 Trabajadores/personas mayores de 65 años
 Fuente: CBO

La elevada proporción de trabajadores activos a pensionados ha permitido la solvencia del sistema. No obstante, esta relación muestra una tendencia a disminuir derivada de una mayor esperanza de vida y un descenso en la tasa de natalidad. Este proceso se acentuará con el retiro

de los *Baby Boomers* y se estima que la proporción se sitúe en 2.6 en 2030 y 2.4 en 2050, significativamente por debajo de la prevaleciente en las últimas décadas (4.3 en 1980 y 4.2 en 1990). Esto tendrá costos importantes en las cuentas públicas.

Proyecciones sobre Ingresos y Beneficios % de la nómina sujeta a impuestos



Fuente: SSA

En los próximos 75 años el valor presente del gasto por beneficios futuros bajo la legislación vigente excederá en 4.0 billones de dólares (bd) a los ingresos por el impuesto a la nómina más el valor del fideicomiso. A partir de 2078 el déficit aumentará en 7.1 bd en un horizonte de tiempo infinito, lo que arroja un total de 11.1 bd. Aunque a corto plazo el sistema goza de salud financiera, al igual que en otros países, mantener la situación actual plantea serios problemas de sostenibilidad para las finanzas públicas a mediano y largo plazo.

En la actualidad, la administración Bush parece favorecer extraoficialmente una propuesta (modelo 2 de la Comisión Presidencial) que incluye: asignar 4% del impuesto a la nómina a cuentas individuales con un máximo inicial de 1,000 dólares, considerar la indexación de beneficios a la inflación frente a salarios y garantizar protección para los ciudadanos de menores ingresos. El costo de transición de este programa se ubica entre 0.9 bd y 2 bd.

Dado que los salarios suelen aumentar por arriba de la inflación, indexar los beneficios al crecimiento de los precios permitiría reducir la brecha entre beneficios y contribuciones.¹ Esto aunado a las cuentas individuales asegura la solvencia del sistema. Adicionalmente, el presidente Bush ha jugado con la idea de elevar el nivel máximo de

1 Recientemente se está debatiendo una versión más moderada denominada "indexación progresiva" que excluya de dicha medida a los trabajadores de bajos ingresos.

ingresos sujetos al impuesto a la nómina (actualmente 90 mil dólares anuales) lo que daría aún más solvencia.

Comisión Presidencial para Fortalecer la Seguridad Social, 2001

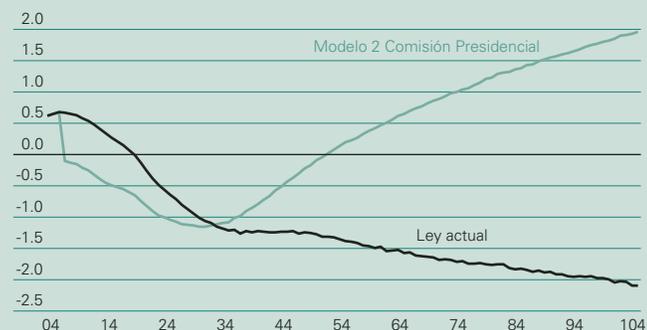
Modelo 2

- Cuentas personales sin cambio en ingresos o beneficios
- Contribución de 4% de los impuestos a la nómina con máximo de \$1,000
- Rendimiento real de 2% en contribuciones para compensar beneficios pagados
- Se asegura el pago de beneficios en 120% por arriba de la línea de pobreza para trabajadores que reciben salario mínimo con al menos 30 años de experiencia laboral
- Se indexan los beneficios a la inflación en 2009
- En 2052, los beneficios para un trabajador de bajos ingresos serán 27% mayores en términos reales a los actuales
- No se necesita aumentar impuestos
- Necesidad de transferir recursos entre 2025 y 2054 para solventar transición
- Flujo positivo después de 75 años para todos los niveles de participación

Fuente: The President's Commission to Strengthen Social Security

Ingresos - gastos OASIDI

% del PIB



Fuente: CBO

De acuerdo con la Congressional Budget Office, una reforma en esta línea afectaría la economía principalmente a través de las expectativas de las familias. La reducción de los beneficios provocaría una disminución del consumo privado y un aumento del ahorro de las familias. Adicionalmente, la reforma permitirá incrementar la riqueza nacional en 2080 entre 10 y 12% con respecto a la situación actual.

Al mismo tiempo, el déficit fiscal aumentará durante los primeros años. Sin embargo, con el tiempo los egresos se reducirán, resultando en una disminución del déficit público en el largo plazo.

Los efectos en el mercado laboral son ambiguos ya que por una parte, la reducción de beneficios provocará que

algunos trabajadores salgan del mercado laboral o se retiren más jóvenes. Por otra parte, el incentivo para otros será trabajar más para compensar la disminución de beneficios. El efecto sobre la oferta laboral se estima bajo con una diferencia de 1 a 1.5% con respecto a las simulaciones sin reforma.

Con respecto al PIB, el impacto depende de lo que el gobierno decida hacer con los superávit crecientes, esto es, reducir los impuestos o incrementar los beneficios. No obstante, en todo momento los resultados indican que el crecimiento del PIB será mayor con una reforma que en su ausencia.

¿Se llevará a cabo esta reforma? Bush deberá buscar apoyo al interior de su partido ya que si bien la mayoría de los congresistas republicanos favorecen la inclusión de cuentas individuales, difieren considerablemente en torno a la reducción de beneficios, incrementos en los impuestos y aumentos de la deuda pública. Los demócratas están muy unidos en contra de algunas posibles líneas de reforma del sistema.

En conjunto, la situación futura de la seguridad social preocupa a demócratas y republicanos por lo que consideramos muy probable que se apruebe una reforma consistente en dotar de solvencia al sistema durante los próximos 75 años. Sin embargo, ésta podría ser menos ambiciosa que la planteada por el presidente Bush.

Para cubrir los costos de transición el gobierno recurrirá tanto al endeudamiento como a recortes en otras áreas del gasto lo cual evitaría que el déficit se eleve significativamente. La aprobación de una reforma enviaría una señal positiva a los mercados mejorando la confianza en las perspectivas de las finanzas públicas.

Marcial Nava

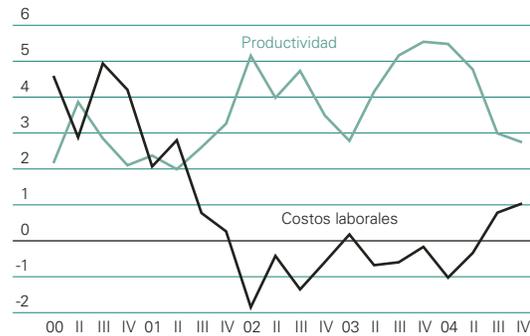
jm.nava@bbva.bancomer.com

Referencias:

- Congressional Budget Office (2003), "The Long Term Budget Outlook", diciembre, <http://www.cbo.org>
- (2004a), "The Outlook for Social Security"
- (2004b), "Long-Term Analysis of Plan 2 of the President's Commission to Strengthen Social Security"
- (2005), "The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2006 to 2015"
- President's Commission to Strengthen Social Security, The (2001), "Strengthening Social Security and Creating Personal Wealth for All Americans", diciembre, http://www.csss.gov/reports/Final_report.pdf
- Social Security Trustees (2005), "The 2005 Annual Report of the Board of Trustees of the Federal Old-Age and Survivors Insurance and Disability Insurance Trust Funds", marzo, <http://www.ssa.gov/OACT/TR/TR05/>

EUA: Productividad Sector Empresarial no Agrícola y Costos Laborales Unitarios

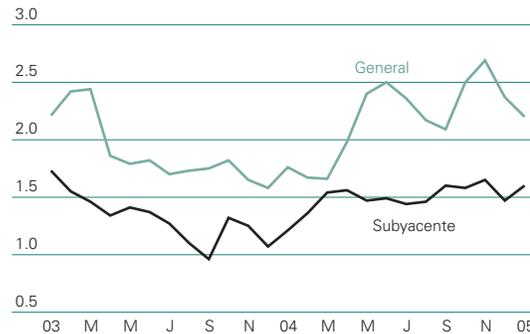
Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de BLS

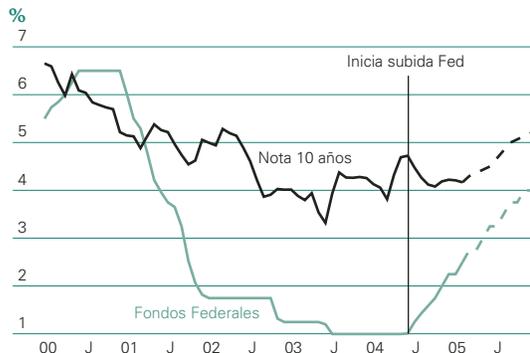
EUA: Índice de Precios del Gasto de Consumo Personal

Variación % anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de BEA

EUA: Tasas de Interés



Fuente: BBVA

Entorno financiero

La dinámica de la Reserva Federal de aumentar 25 puntos base su tasa de referencia en cada una de las reuniones celebradas desde junio de 2004 continuará hasta que las tasas se aproximen a niveles de 3%, previsiblemente en la reunión del 3 de mayo. A partir de ahí, surgirá una mayor incertidumbre sobre el ritmo al que la autoridad monetaria implementará los siguientes aumentos toda vez que los tasas de interés nominales se situarán ya en el límite de la zona considerada como "neutral" (entre 3 y 5%). Esto podría conducir a la autoridad monetaria a hacer depender más los aumentos posteriores de las tasas de interés de la información económica que vaya estando disponible, reduciendo la certidumbre en la que se ha movido la política monetaria en los últimos meses. Ahora bien, en conjunto, contemplamos que los aumentos de tasas continuarán hasta cerrar el año 2005 en 4%.

Como anticipábamos, la economía estadounidense continúa creciendo a tasas altas por cuarto año consecutivo, a pesar de los aumentos del precio del petróleo. Esto podría estar indicando que la economía tiene menos recursos ociosos, lo que unido a la moderación del crecimiento de la productividad, al aumento de los precios de producción e importación y a la depreciación del dólar, podría conducir a que la Reserva Federal modifique al alza el sesgo de la inflación.

En este contexto de mayor incertidumbre sobre la política monetaria y de un posible sesgo al alza en inflación, cabe esperar que las tasas de interés de largo plazo en EUA, que están en niveles muy bajos, vayan aumentando gradualmente hasta situarse al cierre del año en 5.2% seguramente en un entorno de mayor volatilidad dadas las dudas que rodearán, a partir de junio, el ritmo de alzas de los fondos federales. Esto ocurriría en un contexto de ajuste gradual en los mercados financieros, en los que el dólar en su cruce con el euro terminará en niveles próximos a 1.35. Frente a la ampliación de diferenciales de rentabilidad entre EUA y Europa, que podría favorecer al dólar, la divisa estadounidense se verá negativamente afectada por sus elevados déficit fiscal y corriente. Este aumento de tasas de interés podría llevar a que se comenzara a corregir el proceso de búsqueda de rentabilidades que ha llevado los diferenciales de deuda corporativa y de países emergentes a niveles muy bajos. Ahora bien, este ajuste será limitado, ya que no se espera un escenario de fuerte volatilidad en las rentabilidades en los países industrializados.

Hay dos escenarios de riesgo. El primero es que la Reserva Federal haga una pausa en sus incrementos de tasas, y que el mantenimiento de una elevada expansión monetaria lleve a que se acumulen mayores riesgos al alza en la inflación. En esta situación probablemente el ajuste de las variables financieras sería más abrupto, con aumentos significativos de tasas de interés en el tramo largo de la curva de deuda y con una mayor depreciación del dólar. El segundo escenario de riesgo está relacionado con el bajo nivel de ahorro de las familias y con su alto grado de endeudamiento. Un choque negativo de confianza puede precipitar un descenso de la actividad, sin fuertes presiones de fondo en la inflación, lo que detendría los aumentos de tasas de interés de la Reserva Federal y mantendría las de largo plazo durante todo el año 2005 en niveles próximos a los actuales.

¿Están las Tasas de Interés de Largo Plazo Demasiado Bajas en EUA?

Varios factores indicarían que las tasas de largo plazo en EUA deberían estar por arriba de los niveles actuales. Primero, las tasas de corto plazo han aumentado 150 puntos básicos (pb) y las expectativas de incrementos han ido al alza. Segundo, el crecimiento económico en 2005 ha comenzado sólido. Tercero, se acumulan potenciales presiones inflacionarias, ante el crecimiento de los precios de producción y de importación, tanto por el mayor precio del petróleo como por la depreciación del dólar.

¿Por qué no están aumentado más? En primer lugar, se podría argumentar que las empresas no muestran una fuerte demanda de crédito para nuevos proyectos de inversión. Ahora bien, aunque el ahorro de EUA es bajo, el mundial no lo es. Así, la demanda de activos estadounidenses por parte de otros países ha permitido mantener bajas las tasas de interés de largo plazo en EUA.

En segundo lugar, los fondos de pensiones y las compañías de seguros están aumentando la demanda de activos de largo plazo, en parte porque pueden verse afectadas por cambios regulatorios y en parte porque durante los últimos años han mantenido carteras con activos de baja duración. Este factor puede continuar mientras equilibran sus carteras, pero su impacto en la tasa de 10 años dependerá de los cambios en la oferta de deuda, en especial, de los plazos a los que se emita.

En tercer lugar, se podría pensar (como en 2004) que las tasas en EUA se mantienen bajas porque, a pesar de que la economía entra en su cuarto año consecutivo de expansión, las expectativas de inflación se mantienen bajas. Ahora bien, en 2004 estas expectativas descontadas en los bonos indexados alcanzaron un mínimo de 2.3% en septiembre, y desde entonces han recuperado niveles máximos. En la actualidad, la acumulación de riesgos al alza en inflación parece apoyar mayores aumentos en las tasas de largo plazo.

En cuarto lugar, a menudo se argumenta que la prima de riesgo temporal recogida en las rentabilidades a 10 años se ha reducido en un contexto de certidumbre ante la política monetaria anunciada por el Fed. Sin embargo, esto no es así: la prima de riesgo descontada en las tasas *forward* se mantiene estable y próxima a los 20 pb.¹

Por último, las tasas de largo plazo pueden incluir la expectativa de menor crecimiento futuro, que se traduce en tasas reales abajo de su nivel de equilibrio (2.5 a 3%).² Pero de nuevo, en un contexto de elevada liquidez, el riesgo de que se esté subestimando el nivel de la tasa, es alto. Si se ad-

mite que las ganancias de productividad se van a mantener es difícil pensar que las tasas reales sean bajas.

EUA: Expectativas de Inflación Descontadas en los Bonos Indexados • %



Fuente: BBVA con datos de Reserva Federal

¿Dónde se estima que puede estar el nivel de equilibrio de las tasas de largo plazo? Si se considera que la tasa de largo plazo recoge las expectativas de inflación de mediano plazo (2.5%), la tasa de interés real compatible con una inflación estable (de 2.5 a 3%) y con la prima de riesgo temporal (20 pb), es posible pensar que el nivel de equilibrio se sitúe cerca de 5.5%.

EUA: Contribuciones de las Variables del Modelo de Tasas a 10 Años en 2005 • Promedio trimestral

	Tasa 3 meses	Inflación	ISM*	Saldo presupuestario	Modelo 10 años
1er. trim.	1.6	2.5	0.0	0.1	4.3
2do. trim.	1.8	2.8	0.0	0.1	4.7
3er. trim.	2.1	2.5	-0.1	0.1	4.8
4to. trim.	2.3	2.7	-0.1	0.1	5.2

* Confianza empresarial
Fuente: BBVA con datos de Reserva Federal

Los modelos econométricos que explican la evolución de la tasa a 10 años en EUA³ la estiman en 5.2% a fin de 2005. El aumento de las de corto plazo sería el principal determinante de esta evolución en el tramo largo de la curva.

Mayte Ledo

teresa.ledo@grupobbva.com

- 1 Véase BIS (2005): "Decomposing long-term yields", BIS Quarterly Review, marzo
- 2 Véase J. D. Amato (2005): "The role of the natural rate of interest in monetary policy", BIS working paper no. 171
- 3 El modelo especificado es un mecanismo de corrección del error con la tasa de interés a 3 meses y la tasa de inflación de largo plazo y en la dinámica incorpora cambios en: las expectativas de actividad empresarial (ISM), en las tasas a 3 meses, en la tasa de inflación y en el saldo presupuestario.