

## II. Evolución de la situación en los países industrializados

### Aspectos más destacados

El crecimiento de la producción en los países industrializados se recuperó el año pasado de la recesión de 1997–98, gracias al continuo y elevado crecimiento de la demanda interna de Estados Unidos y al progresivo fortalecimiento de los países de la zona del euro. Japón constituyó una excepción a esta tendencia: tras la imprevista recuperación registrada en el primer semestre de 1999, su producción disminuyó durante el segundo, situándose al final del año en el mismo nivel que en 1998.

Aunque en los países que se encontraban en la posición más avanzada del ciclo la economía se hallaba el año pasado en un nivel cercano o superior al de plena capacidad y los precios de la energía experimentaron una enorme subida, la mayoría de los indicadores de la inflación subyacente continuaron siendo moderados, en parte debido a los efectos de la creciente competencia existente en los mercados mundiales de bienes, que impidieron que las empresas traspasaran la subida de los costos de los factores a los precios finales. Otro de los motivos por los que la inflación continuó siendo baja fue la desaceleración del crecimiento medio de los costos laborales unitarios, como consecuencia de la moderación de los salarios nominales y del mayor crecimiento de la productividad. Este último fue especialmente notable en Estados Unidos, donde el crecimiento de la producción por hora aumentó en el sector no agrícola hasta situarse en un 4<sup>1</sup>/<sub>4</sub>%, la tasa más alta de los últimos 35 años.

La tasa de crecimiento efectivo de la producción fue inferior a la potencial en casi todos los demás países, y los indicadores habituales de la atonía de la producción aumentaron. No obstante, las tasas de desempleo descendieron en general, en claro contraste con las pautas históricas. Donde más bajaron fue en los países de la zona del euro, confirmando la impresión de que la moderación salarial y la adopción de medidas para flexibilizar en mayor grado los mercados laborales podrían estar reduciendo gradualmente el desempleo estructural, aunque también caben otras explicaciones.

El año pasado también fue testigo de un nuevo aumento de los desequilibrios financieros internos y externos, sobre todo en Estados Unidos y Japón. Impulsado por el incremento de la riqueza y el aumento paralelo del endeudamiento del sector privado, el crecimiento de la demanda interna estadounidense fue muy superior al de la producción real, lo cual provocó un aumento aún mayor del desequilibrio de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos. En Japón, por el contrario, la propensión del sector privado a gastar disminuyó aún más, y el intento del gobierno de reactivar el crecimiento económico por medio de estímulos fiscales sólo surtió

efecto temporalmente. En consecuencia, el déficit presupuestario de las administraciones públicas se elevó de nuevo y la relación entre la deuda y el PIB continuó creciendo a un ritmo elevado.

A pesar del nuevo aumento del déficit por cuenta corriente, el dólar estadounidense se mantuvo bastante estable en términos efectivos el año pasado, toda vez que las entradas netas de capitales a largo plazo en Estados Unidos contrarrestaron en gran parte el desequilibrio de la balanza por cuenta corriente. En los países de la zona del euro, sin embargo, las salidas netas a largo plazo fueron muy superiores al superávit por cuenta corriente, mientras que en Japón los anuncios de reestructuración de las empresas, unidos a las medidas de liberalización, provocaron un considerable aumento de las entradas de inversión extranjera directa (IED) y de inversión de cartera, que contribuyeron a las presiones al alza sobre los precios de las acciones japonesas.

### Evolución macroeconómica en 1999

A medida que transcurría 1999 y desaparecían los efectos de los acontecimientos que rodearon a la moratoria de la deuda rusa, mejoraron gradualmente las perspectivas de crecimiento de la producción en los países industrializados y en la economía mundial (cuadro II.1). Por tercer año consecutivo, el crecimiento efectivo en Estados Unidos fue significativamente superior a las previsiones (gráfico II.1). En los demás países que se encontraban en la fase más avanzada del ciclo económico (Canadá, Australia y el Reino Unido), el crecimiento también fue mayor de lo previsto. Aunque las predicciones para los países de la zona del euro se cumplieron más o menos en promedio, este resultado puede atribuirse sobre todo a que se compensaron los errores de predicción de los diferentes países, lo que ocultó la existencia de una creciente divergencia entre ellos. Concretamente, las economías de la zona del euro que ya se encontraban en una fase avanzada del ciclo (Irlanda, España

Las perspectivas de la producción mejoraron

Predicciones y resultados para 1999 <sup>1</sup>						
	PIB real		Precios de consumo		Cuenta corriente	
	Predicción	Resultado	Predicción	Resultado	Predicción	Resultado
	Variaciones porcentuales anuales				En miles de millones de dólares de EE.UU.	
Norteamérica	2,3	4,1	2,0	2,2	-287	-342
Europa occidental	2,0	2,2	1,5	1,2	134	74
Zona del euro	2,3	2,2	1,3	1,0	108	40
Países asiáticos del Pacífico	0,5	2,2	1,1	0,4	192	191
América Latina	0,8	-	7,4	8,0	- 67	- 50
Europa oriental	-0,4	1,1	53,2	34,1	- 24	- 4
Otros países	2,0	2,1	5,2	3,2	- 14	- 11
Total	1,5	2,6	3,7	2,8	- 66	-142

<sup>1</sup> Cifras publicadas en diciembre de 1998 (predicciones) y abril de 2000 (resultados).

Fuente: © Consensus Economics, *Consensus Forecasts*.

Cuadro II.1

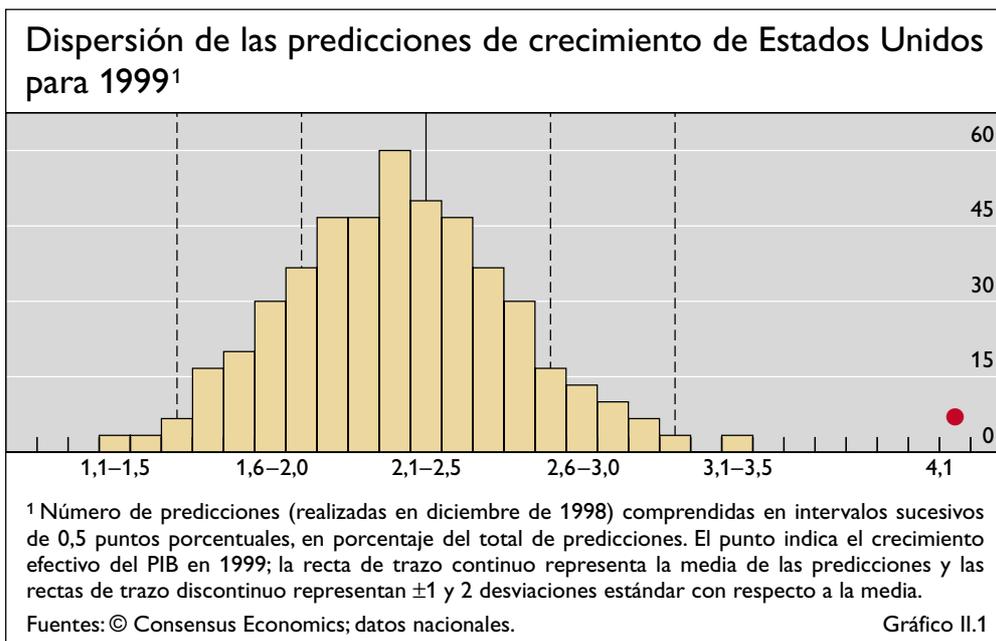
y los Países Bajos) crecieron a un ritmo mayor del previsto, mientras que la recuperación de las que se hallaban en una fase más rezagada (Alemania e Italia) tardó en materializarse más de lo esperado. La evolución de la región asiática del Pacífico también contribuyó a la mejora de la demanda mundial. Japón no experimentó la disminución prevista de la producción, mientras que las economías asiáticas emergentes afectadas por la crisis se recuperaron mucho más deprisa de lo previsto (véase el capítulo III).

A pesar de la mejora en el crecimiento de la producción, de la subida inesperadamente grande de los precios del petróleo y de la energía, así como de políticas relativamente acomodaticias, la inflación medida por el IPC correspondió más o menos a las predicciones el año pasado, lo cual induce a pensar que las fuerzas desinflacionarias subyacentes fueron más fuertes de lo que pensaba la mayoría de los analistas. Las presiones competitivas existentes en los mercados mundiales de bienes y la correspondiente disminución del poder de fijación de los precios de las empresas fueron algunos de los factores principales que explican este favorable resultado. La continua moderación salarial y la recuperación del crecimiento de la productividad en algunos de los países con un crecimiento más rápido también fueron importantes, mientras que el papel de las variaciones de los tipos de cambio sigue siendo incierto. Por una parte, el fortalecimiento del dólar de Estados Unidos frente al euro probablemente contribuyó a desplazar la demanda mundial a los países con un exceso de capacidad y una inflación relativamente baja. Por otra, la apreciación del yen actuó en sentido contrario, alejando la demanda mundial de un país que tenía un exceso de capacidad y una deflación de precios.

Dado que la convergencia de las tasas de crecimiento fue menor de lo previsto, la mayoría de los países que se encontraban en la fase más avanzada del ciclo vieron como aumentaban aún más sus desequilibrios externos. El superávit externo conjunto de los países asiáticos del Pacífico fue acorde con las predicciones, mientras que el superávit de Europa occidental disminuyó más

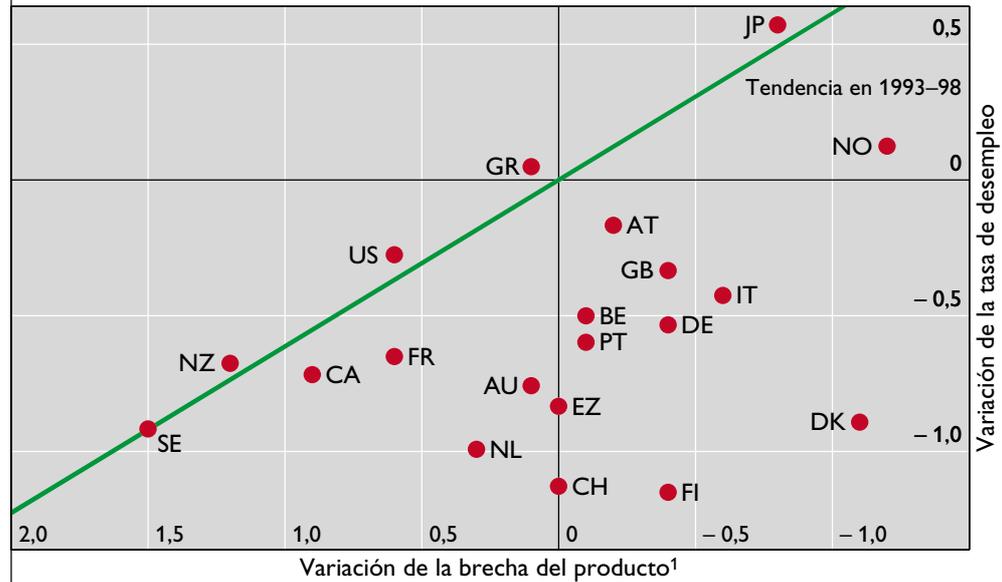
Fuerzas desinflacionarias más fuertes de lo previsto

Aumento de los desequilibrios externos e internos



## Variaciones de las tasas de desempleo y de las brechas del producto

En el periodo 1998–99, en puntos porcentuales



AT = Austria; AU = Australia; BE = Bélgica; CA = Canadá; CH = Suiza; DE = Alemania; DK = Dinamarca; FI = Finlandia; FR = Francia; GB = Reino Unido; GR = Grecia; IT = Italia; JP = Japón; NL = Países Bajos; NO = Noruega; NZ = Nueva Zelandia; PT = Portugal; SE = Suecia; US = Estados Unidos; EZ = zona del euro.

<sup>1</sup> La brecha del producto se ha expresado en porcentaje del PIB potencial (escala invertida).

Fuentes: OCDE; datos nacionales.

Gráfico II.2

de lo previsto, a pesar de la depreciación del euro. Sin embargo, tal y como parece indicar implícitamente la discrepancia entre los resultados mundiales y las predicciones del cuadro II.1, el déficit o discrepancia estadística mundial aumentó significativamente en 1999. Por otra parte, los datos agregados ocultan un empeoramiento de los desequilibrios en algunos países, en varios casos a un ritmo que parece insostenible. Así, el aumento gradual que experimentó el superávit externo de Japón hasta 1998 y la disminución registrada el pasado año podrían considerarse el resultado neto del creciente exceso de ahorro del sector privado y del déficit público, que está aumentando a un ritmo insostenible. De igual modo, el aumento del déficit externo de Estados Unidos se debe a los crecientes desequilibrios internos, pero de signo contrario, ya que el Estado está devolviendo su deuda, mientras que el sector privado contrae nueva deuda a un ritmo vertiginoso.

Paralelamente a la mejora de las perspectivas del crecimiento, los tipos de interés reales a largo plazo subieron el año pasado, alcanzando en algunos casos unos niveles superiores a su media histórica. Ahora bien, como estas subidas fueron en parte un ajuste para tener en cuenta las perspectivas de crecimiento más elevadas y, por lo tanto, una respuesta endógena a algunos de los factores que impulsan el proceso de crecimiento, su influencia moderadora en el aumento de la demanda interna no fue claramente evidente. Al permitir la entrada de inversión privada, la mejora que experimentaron los saldos presupuestarios el año pasado probablemente también produjo un efecto atenuante.

Subida de los tipos de interés reales sin apenas producir un efecto moderador

A pesar de la mejora que experimentó la situación económica en el curso de 1999, el crecimiento efectivo fue inferior al potencial en la mayoría de los países y, por lo tanto, no lo suficientemente alto como para impedir que aumentara la brecha total del producto. Aun así, el desempleo disminuyó, confirmando la idea de que las medidas tomadas en el mercado de trabajo y la moderación de los salarios reales influyeron de manera favorable en la demanda de trabajo. Esta disminución fue especialmente destacada en los países de la zona del euro, en los que la tasa agregada de desempleo disminuyó casi 1 punto porcentual, mientras que la tendencia observada en el periodo 1993–98 habría inducido a pensar que no se produciría ningún cambio (gráfico II.2). Este resultado aparentemente favorable también podría deberse a factores menos positivos, como el trabajo a tiempo parcial involuntario, la disminución del crecimiento de la población activa y la desaceleración de los aumentos de la productividad (véase más adelante).

Respuesta del desempleo a la moderación salarial y a las medidas tomadas en el mercado de trabajo

### Evolución de la situación en los distintos países

A principios de este año, la economía de *Estados Unidos* registró su 107º mes de crecimiento ininterrumpido, lo que convierte la expansión actual en la más larga desde la Segunda Guerra Mundial (cuadro II.2). Sin embargo, como consecuencia de los “vientos en contra” que soplaron a principios de la década de 1990, no ha sido ésta la expansión con la tasa más alta de crecimiento; incluso en los últimos cuatro años, el crecimiento medio sólo ha

La expansión de Estados Unidos ha sido la más larga desde la Segunda Guerra Mundial ...

Expansión de Estados Unidos desde una perspectiva histórica				
	1T 1961–3T 1969	1T 1983–2T 1990	2T 1991–4T 1999	4T 1995–4T 1999
Volumen de PIB <sup>1</sup>	5,0	4,3	3,6	4,4
Desviación estándar <sup>2</sup>	2,0	1,7	1,3	0,7
Empleo <sup>1</sup>	2,1	2,5	1,5	1,7
Productividad <sup>1</sup>	2,9	1,7	2,1	2,6
Tasa de desempleo <sup>3</sup>	4,7	6,8	5,8	4,8
Deflactor del PIB <sup>1</sup>	2,6	3,3	1,9	1,6
Desviación estándar <sup>2</sup>	1,3	0,6	0,6	0,4
Tasa de ahorro de los hogares <sup>3</sup>	8,4	8,4	5,6	3,9
Precios de las acciones <sup>1,4</sup>	5,1	12,6	16,4	23,1
Tipo de interés a diez años <sup>3,5</sup>	4,7	9,6	6,4	5,9
Deuda/renta de los hogares <sup>3</sup>	63,4	74,4	89,6	94,2
Deuda/producción de las empresas <sup>3,6</sup>	54,9	70,6	75,3	76,3
Beneficios de las sociedades/PIB <sup>3</sup>	10,8	7,4	8,7	9,7
Inversión de las empresas/PIB <sup>3,7</sup>	13,4	14,6	15,6	17,3
Inversión en equipo/PIB <sup>3,7</sup>	3,4	6,0	8,3	9,7
Cuenta corriente/PIB <sup>3</sup>	0,5	-2,4	-1,7	-2,3

<sup>1</sup> Variaciones porcentuales anuales. <sup>2</sup> De las variaciones entre un trimestre y el mismo trimestre del año anterior. <sup>3</sup> Media del periodo. <sup>4</sup> S&P 500. <sup>5</sup> Letras y bonos del Tesoro de Estados Unidos. <sup>6</sup> Empresas no financieras. <sup>7</sup> En volumen.

Fuente: Datos nacionales.

Cuadro II.2

sido igual que el de la expansión de los años 80 y muy inferior al de la expansión de la década de 1960. El ritmo de creación de empleo también ha sido menor que durante esas expansiones. Sin embargo, dado que la actual comenzó con un exceso relativamente pequeño de oferta en el mercado de trabajo, la tasa de desempleo ha sido permanentemente reducida y, a principios de este año, descendió al nivel más bajo registrado desde finales de 1969. Ahora bien, a diferencia de lo ocurrido ese año, en el que la tasa de inflación alcanzó el 6%, el año pasado el IPC (excluidos los precios de la energía y los volátiles precios de los alimentos) tan sólo subió un 2%.

... gracias a la  
baja y estable  
inflación ...

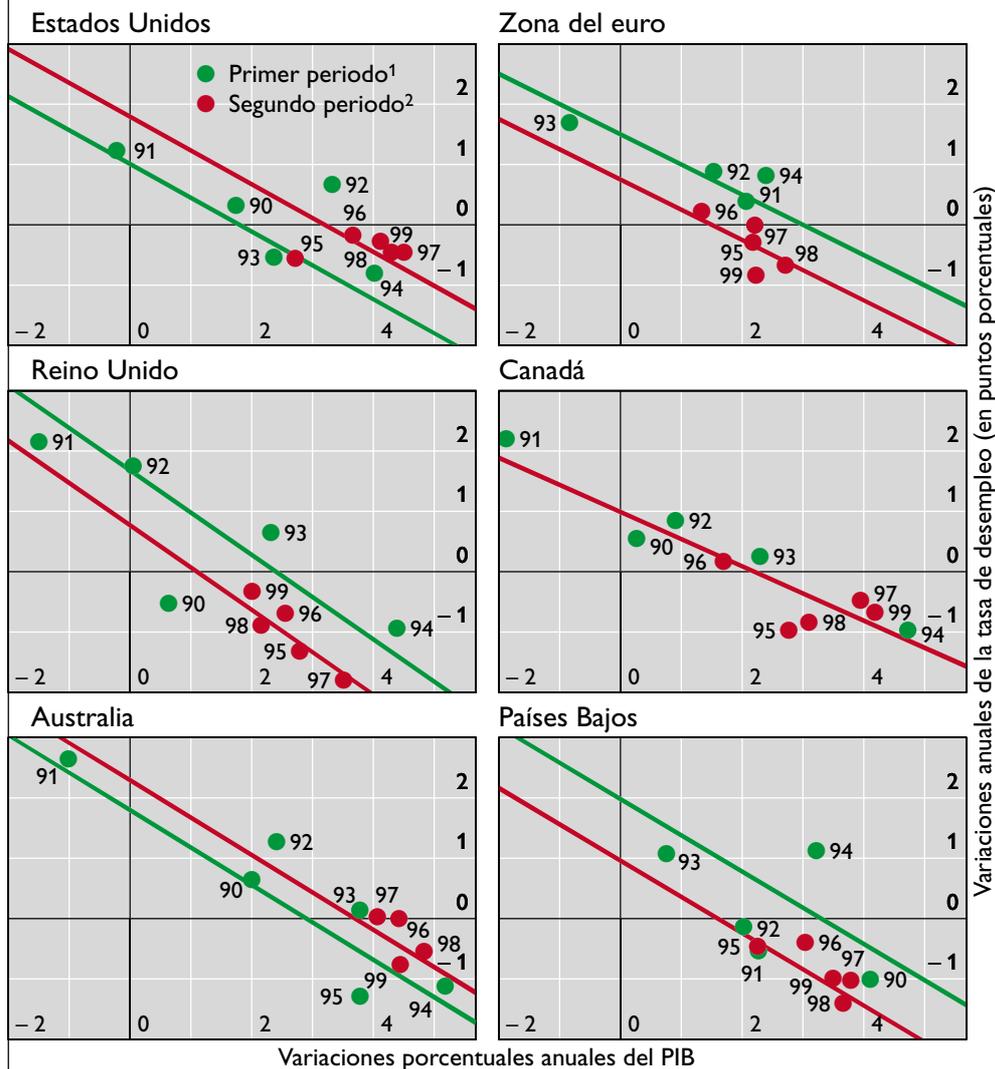
Una característica clave que distingue la expansión actual de las anteriores de parecida duración es el hecho de que la inflación ha descendido en lugar de aumentar. Al permitir que las medidas económicas continuaran siendo acomodaticias, la baja inflación ha sido uno de los principales factores que ha contribuido a prolongar la recuperación. La variabilidad de la inflación también ha sido escasa, lo cual probablemente ha reducido la incertidumbre, ha mejorado la capacidad de las variaciones de los precios relativos para transmitir señales y, por lo tanto, ha facilitado a las empresas el ajuste de la producción a la demanda. De hecho, una importante característica del ciclo actual ha sido la notable disminución de la relación entre las existencias y las ventas, así como de la amplitud del ciclo de las existencias, factores ambos que han ayudado a las empresas a recortar los costos y han reducido la variabilidad del crecimiento del PIB.

... y a la aceleración  
del crecimiento  
de la productividad

Esta mejora de los resultados no ha sido enteramente exógena, pero puede atribuirse en gran medida a la inversión en equipos de tecnología de la información y a la aplicación de nuevas tecnologías en toda la cadena de producción y distribución. Como muestra el cuadro II.2, la relación entre la inversión en equipo y el PIB, de un 8<sup>1</sup>/<sub>4</sub>%, ha sido significativamente más alta que en las expansiones anteriores. Por otra parte, hasta ahora apenas hay indicios de que vaya a cesar el auge de la inversión, ya que la relación entre la inversión en equipo y el PIB superó el 11% a finales del año pasado. Una consecuencia fundamental de las nuevas tecnologías y del aumento de la intensidad de capital en la economía de Estados Unidos ha sido la notable recuperación del crecimiento de la productividad del trabajo y de la tasa de crecimiento potencial del conjunto de la economía. De hecho, el crecimiento de la productividad del sector no agrícola alcanzó el 4<sup>1</sup>/<sub>4</sub>% el año pasado, lo que contribuyó a frenar los costos laborales unitarios y la inflación global de los precios. El aumento que experimentaron la relación capital/trabajo y el crecimiento de la productividad del trabajo durante la segunda mitad de los años 90 también han tenido otra consecuencia: según las estimaciones, la tasa de crecimiento de la producción compatible con una tasa estable de desempleo ha aumentado de algo menos de un 2% a un 3<sup>1</sup>/<sub>4</sub>% durante dicha década (gráfico II.3).

La contribución del Estado ha sido diferente a la de ciclos anteriores. En primer lugar, el crecimiento del gasto público ha sido menor que en la década de 1960, durante la cual fue la principal causa del recalentamiento. Segundo, los aumentos imprevistos de los ingresos (generados en parte por los impuestos sobre las ganancias de capital) y los intentos de reducir el gasto

## Crecimiento del PIB y variación de la tasa de desempleo durante el ciclo reciente



Variaciones porcentuales anuales del PIB

Nota: Las líneas rectas se han obtenido estimando una regresión de las variaciones trimestrales de la tasa de desempleo con respecto a una constante y a las variaciones actuales y retardadas de los logaritmos del PIB trimestral, permitiendo una variación del valor tomado por la constante entre los dos periodos. Un desplazamiento descendente (ascendente) de la línea recta indica que se necesita un crecimiento menor (mayor) para mantener constante la tasa de desempleo. En el caso de Canadá, el valor estimado de la constante no ha variado.

<sup>1</sup> 1T 1990–4T 1994 (en el caso de Australia, hasta 4T 1995). <sup>2</sup> 1T 1995–4T 1999 (en el caso de Australia, desde 1T 1996).

Fuentes: Datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico II.3

han provocado un creciente exceso de ahorro, lo que ha permitido al Estado reducir su endeudamiento y “atraer” gasto de inversión privada. Y en tercer lugar, la reducción de los tipos medios y marginales del impuesto sobre la renta y la sustitución de las transferencias a las personas de renta baja por incentivos para reintegrarse en la población activa probablemente han contribuido al crecimiento de la población activa y han reducido las posibilidades de que surgieran excesos de demanda y presiones salariales.

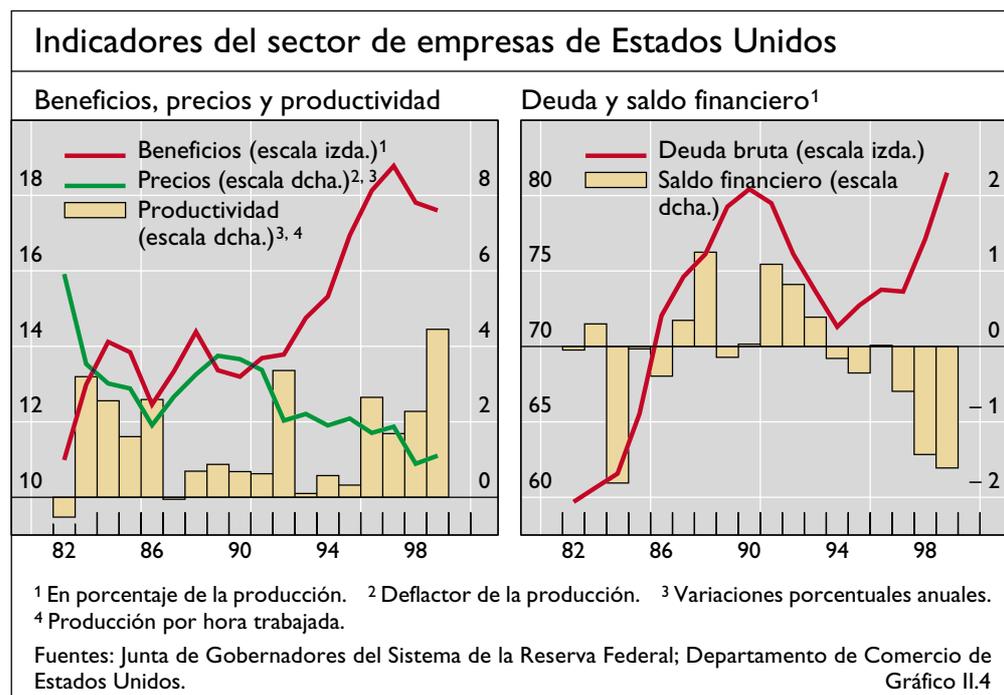
A pesar de su influencia positiva en la oferta, las nuevas tecnologías también han provocado desequilibrios y podrían acabar contribuyendo a

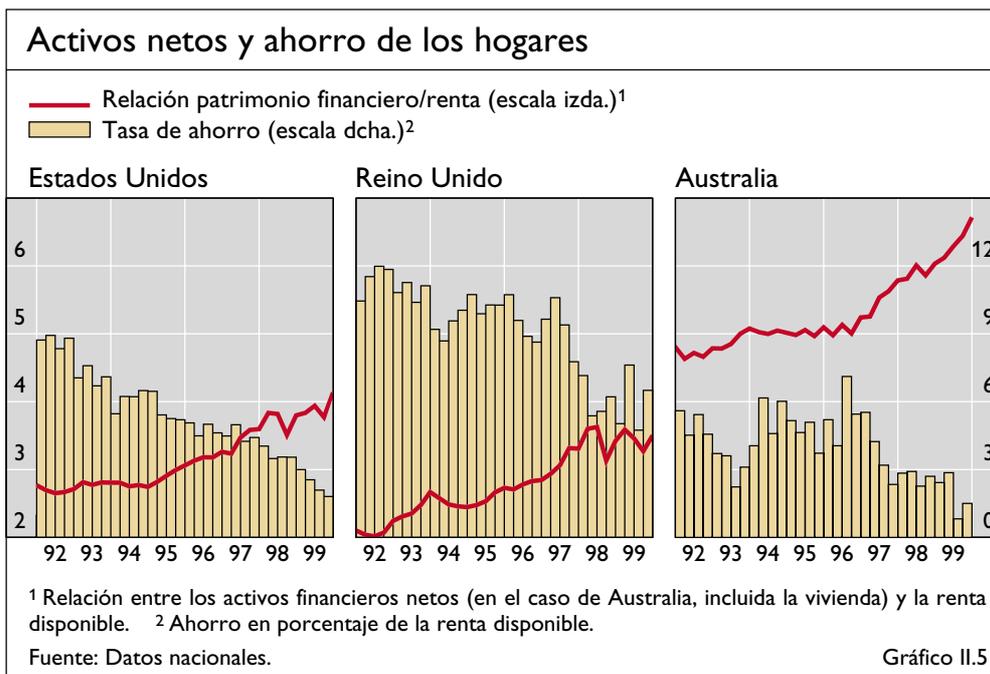
El exceso de ahorro público “atrae” inversión

Las nuevas tecnologías contribuyen a reducir los costos ...

... pero podrían reducir los márgenes de beneficios

aumentar la volatilidad del ciclo económico. En primer lugar, los sectores de alta tecnología, que representan una creciente proporción de la producción en Estados Unidos, tienen una historia de ciclos volátiles y una enorme sensibilidad a las fluctuaciones de la demanda de sus productos. En segundo lugar, y en lo que concierne a los usuarios, las nuevas tecnologías y las presiones para recortar los costos han animado a las empresas a reducir considerablemente las existencias y otras reservas para imprevistos. Aunque las nuevas tecnologías también han mejorado la capacidad de las empresas para gestionar eficazmente las existencias, es posible que haya aumentado su vulnerabilidad a las perturbaciones de la oferta y de la demanda. Por consiguiente, la disminución de la variabilidad del crecimiento del PIB no sólo se debe a nuevas inversiones y a la aplicación de nuevas tecnologías, sino que tal vez se haya convertido en una condición necesaria para que continúen siendo rentables. En tercer lugar, dado que las nuevas tecnologías e Internet han reforzado las presiones competitivas en los mercados mayoristas y minoristas y han reducido el poder que tienen las empresas para fijar los precios, los márgenes de beneficios y la participación de los beneficios están sujetos a una presión creciente a la baja. Los beneficios también están disminuyendo a causa de las crecientes amortizaciones, como consecuencia de la corta duración de las inversiones recientes en equipos. Por ejemplo, durante los últimos tres años, la aceleración del crecimiento de la productividad del trabajo ha ido acompañada, de hecho, de una disminución de las participaciones de los beneficios, a diferencia de lo ocurrido en los periodos anteriores, en los que la correlación fue positiva (gráfico II.4). En suma, el gasto de inversión no sólo contiene una creciente proporción de inversión de reposición, sino que, además, está siendo financiado cada vez más por las empresas contrayendo nuevas deudas.





Por último, existen indicios de que los precios de las acciones y el patrimonio financiero de los hogares han aumentado alrededor del 3<sup>1</sup>/<sub>4</sub>%, más de lo que puede justificar el aumento del crecimiento potencial, lo cual implica que la aceleración del crecimiento de la productividad ha tenido mayores efectos en la demanda que en la oferta. Este hecho se observa no sólo en la creciente diferencia entre la demanda efectiva y la producción potencial, sino también y, quizá, sobre todo en el acusado aumento de la relación entre el patrimonio financiero neto de los hogares y su renta disponible (gráfico II.5), así como en la influencia de los incrementos patrimoniales en el gasto de los hogares. Aunque sólo se hubiera gastado el 4% de los incrementos patrimoniales a corto plazo, la subida de los precios de las acciones explicaría entre el 20% y el 25% del aumento que ha experimentado el consumo en los últimos cinco años (cuadro II.3).

Algunos de los acontecimientos más arriba analizados también pueden observarse en los restantes países de habla inglesa que se encontraban en la posición más avanzada del ciclo (el Reino Unido, Canadá y Australia). Estos tres países se habían aproximado al nivel de plena capacidad o lo habían sobrepasado y vieron cómo las tasas de desempleo alcanzaban su nivel más bajo desde hacía 10 a 20 años. Sin embargo, las causas del crecimiento fueron distintas en los tres países. Canadá se benefició de una subida de los precios de los productos básicos que exporta y del auge de las exportaciones a Estados Unidos, mientras que la demanda interna se recuperó posteriormente. En Australia, la causa principal del crecimiento fue el gasto de los hogares, mientras que la inversión se desaceleró y los ingresos por exportaciones disminuyeron, debido en parte a que en Australia los productos básicos cuyos precios bajaron durante el primer semestre del año tienen un peso relativamente grande en las exportaciones. En el Reino Unido, el modesto crecimiento anual del PIB fue el resultado neto de tendencias contrapuestas.

Riesgo de exceso de demanda debido a los incrementos patrimoniales

La evolución ha sido similar en otros países de habla inglesa...

En primer lugar, a un primer semestre débil siguió un segundo fuerte, debido a los efectos retardados de la suavización de la política monetaria en respuesta a la disminución de la inflación. Segundo, ha surgido una clara dicotomía entre, por una parte, los sectores orientados hacia la economía interna que están beneficiándose del descenso de los precios de importación y de los grandes incrementos patrimoniales y, por otra, los sectores expuestos a las presiones competitivas relacionadas con la fortaleza de la moneda y, durante una parte del año, con el débil crecimiento del mercado de exportaciones.

... incluido un bajo ahorro ...

En estos tres países, el ahorro de los hogares también ha descendido a niveles que, no sólo son bajos desde un punto de vista histórico, sino también significativamente inferiores a los de otros países industrializados, salvo Estados Unidos. Parece que una de las principales razones es el mencionado incremento del patrimonio financiero neto, que en el Reino Unido y Australia se ha visto reforzado por la subida de los precios de la vivienda y por un aumento de los créditos hipotecarios superior al que podría explicar la inversión en vivienda. En Canadá, la tasa de ahorro de los hogares incluso descendió el año pasado a un 1%, al sobrepasar la relación entre la deuda y la renta el nivel del 100%.

... mientras que la evolución de la productividad ha sido diferente

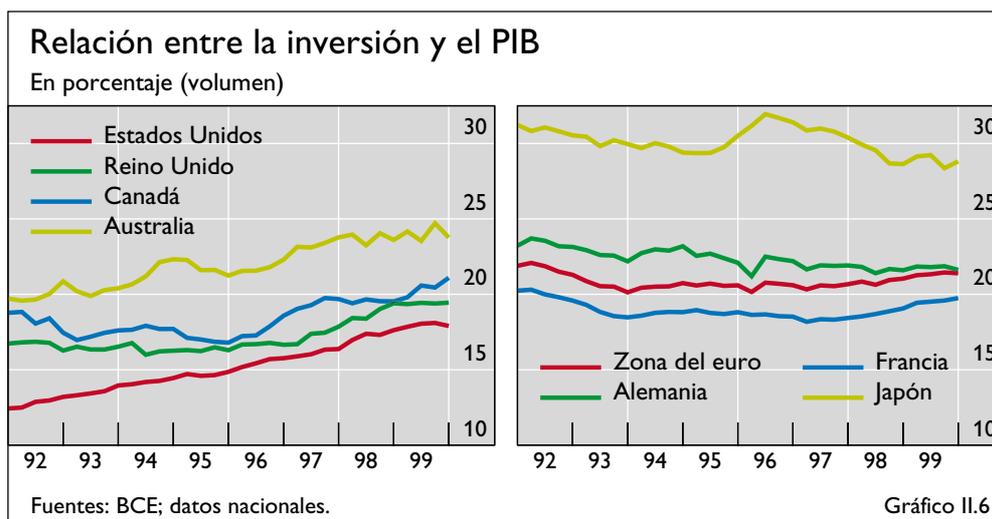
La evolución de la inversión empresarial y su influencia en el crecimiento potencial y en la productividad del trabajo parece que es diferente en los tres países. Mientras que la relación entre la inversión y el PIB ha aumentado en los tres desde 1995 aproximadamente (gráfico II.6), Australia es el único país en el que el crecimiento de la productividad ha experimentado un aumento significativo. Con la excepción de Estados Unidos, Australia también es el único país en el que parece haberse elevado la tasa de crecimiento del PIB compatible con un desempleo estable. Aunque hay indicios de que el crecimiento de la productividad ha aumentado en Canadá desde mediados de 1998, el aumento ha sido demasiado pequeño y demasiado tardío para influir en la relación calculada entre el crecimiento del PIB y el desempleo. Por lo que se refiere al Reino Unido, el panorama es aún más variado. Ante la acusada apreciación de la libra, las empresas manufactureras han conseguido elevar la productividad lo suficiente como para mantener el crecimiento de

Elasticidades estimadas del consumo con respecto a la renta y a la riqueza						
	Elasticidades de la renta <sup>1</sup>		Elasticidades de la riqueza <sup>1,2</sup>		Contribuciones <sup>3</sup>	
	A corto plazo	A largo plazo	A corto plazo	A largo plazo	Renta	Riqueza
Estados Unidos	0,62	0,89	0,04	0,12	15,5	6,5
Reino Unido	0,59	0,76	0,02	0,16	10,5	7,5
Australia	0,41	0,90	0,11	0,13	14,5	7,5

<sup>1</sup> Las elasticidades se han obtenido estimando una regresión del gasto de los hogares con respecto a la renta disponible y a la riqueza neta del sector de los hogares, respectivamente, utilizando un modelo de corrección de errores con datos trimestrales; Estados Unidos: 1T 1960–4T 1999; Reino Unido: 1T 1980–4T 1999; Australia: 1T 1977–4T 1999. <sup>2</sup> Estados Unidos y Reino Unido: patrimonio financiero solamente; Australia: incluida la vivienda. <sup>3</sup> Contribuciones (en porcentaje) al crecimiento del consumo durante 4T 1994–4T 1999, utilizando las elasticidades a largo plazo. Durante este periodo, el consumo real aumentó un 22% en Estados Unidos y Australia y un 18% en el Reino Unido.

Fuente: Datos nacionales.

Cuadro II.3



sus exportaciones sin reducir sus márgenes de beneficios. En cambio, la productividad medida apenas ha cambiado en el sector de los servicios y, como consecuencia de diversas medidas relacionadas con el mercado de trabajo y del notable aumento de la proporción de trabajadores a tiempo parcial, actualmente es necesario un bajo crecimiento para mantener estable el desempleo.

En *Nueva Zelanda*, aunque la demanda interna se recuperó notablemente el año pasado, el crecimiento de la producción continuó siendo más bajo que en casi todos los demás países de habla inglesa. La sequía redujo la producción en los sectores primarios, los precios de los principales productos básicos de exportación siguieron siendo bajos y el gran aumento de la demanda de importaciones se tradujo en una contribución negativa del sector de comercio exterior al crecimiento y en un aumento del déficit externo, que alcanzó una cifra de alrededor del 8% del PIB.

En *Japón*, el crecimiento sólo fue positivo en el primer semestre de 1999, durante el cual los efectos del programa de medidas fiscales expansivas adoptado a finales de 1998 se vieron reforzados por una recuperación imprevista del gasto de los hogares. Durante el segundo semestre, reapareció la debilidad de la demanda privada, al aumentar el ahorro de los hogares, disminuir aún más la inversión empresarial fija y desvanecerse gradualmente el estímulo procedente de las medidas fiscales tomadas anteriormente. Pero la contribución de las exportaciones netas mejoró lentamente, a pesar de la apreciación del yen.

Los acontecimientos del pasado año deben analizarse a la luz de los problemas estructurales que tiene la economía japonesa. Uno de ellos, que influyó poderosamente en los acontecimientos de 1997–98, fue la débil posición financiera de los bancos y el hecho de que no pudieran (o no quisieran) conceder préstamos. Este problema parece que se ha resuelto en mayor o menor grado por medio de un programa de recapitalización financiado por el Estado, que, junto con el incremento de los beneficios, ha permitido a los bancos cancelar una gran cantidad de los préstamos improductivos. No obstante, el crédito bancario sigue disminuyendo a causa tanto de la falta de

La recesión de Japón se debe a los efectos de ...

... la persistente debilidad del sector financiero ...

demanda, ya que las grandes empresas prefieren amortizar su deuda bancaria y/o financiarse en el mercado de capitales, como de la adopción de criterios más estrictos para conceder préstamos a las pequeñas y medianas empresas. Por otra parte, la continua exposición de los bancos al descenso de los precios de la propiedad inmobiliaria podría exigir nuevas cancelaciones (véase también el capítulo IV).

... y la reestructuración de las empresas

El segundo problema se deriva de la reestructuración llevada a cabo en las empresas para mejorar el rendimiento del capital. Las empresas han intentado como primera medida reducir su exceso de capacidad, lo que contribuyó a la disminución de la inversión empresarial fija el año pasado. Sin embargo, dado que no parece posible que mejore significativamente el rendimiento sin un considerable descenso de la participación del trabajo en la renta, las empresas también han anunciado planes para reducir el empleo. Aunque la aplicación de estos planes probablemente llevará algún tiempo —hasta ahora sus efectos se observan sobre todo en la reducción de las horas extraordinarias y del número de contrataciones—, parece que su anuncio ha mermado la confianza y el gasto de los consumidores.

El notable aumento del ahorro privado ...

De hecho, el bajo gasto y el consiguiente exceso de ahorro privado quizá constituyan el problema estructural más grave de la economía japonesa. Japón, a diferencia de los países de habla inglesa, ha visto como aumentaba gradualmente el ahorro privado desde finales de los años 80 y se aceleraba de manera clara a partir de 1997. Este aumento, unido a la disminución de la inversión empresarial y, más recientemente, a la recuperación de los beneficios empresariales y de los beneficios no distribuidos, ha elevado el superávit financiero neto del sector privado a más del 10% del PIB en 1999 y a cerca del 13% en el primer trimestre del año 2000.

... sólo es contrarrestado en parte por el estímulo fiscal

El gobierno japonés ha intentado contrarrestar el efecto negativo del desequilibrio entre el ahorro y la inversión del sector privado mediante un programa de medidas fiscales expansivas (dos de las cuales se pusieron en práctica el año pasado), que equivalen a aproximadamente la mitad del exceso acumulado de ahorro privado neto desde 1992. Para aumentar la demanda de construcción de viviendas y mejorar el acceso de las pequeñas y medianas empresas a los créditos, los estímulos se han complementado con diversos programas crediticios. Aunque éstos han contribuido a reactivar temporalmente la inversión en vivienda y a reducir el número de quiebras, parece que los efectos multiplicadores de los estímulos fiscales han disminuido de manera progresiva. Las administraciones locales, que padecen restricciones financieras, han tenido crecientes dificultades para tomar las medidas complementarias esperadas, y la eficiencia y la utilidad marginal de los proyectos públicos de inversión parecen haber disminuido, al igual que el número de proyectos llevados a cabo. Sin embargo, el hecho de que la actividad económica haya decrecido en los periodos sin estímulos fiscales demuestra que, sin estas medidas, la caída de la actividad económica habría sido mucho mayor.

Aumento insostenible de la deuda pública

Dado que los estímulos fiscales no han conseguido una recuperación duradera de la demanda privada y que los ingresos fiscales han disminuido en relación con el PIB, la relación entre la deuda pública neta y el PIB se encuentra actualmente en una senda ascendente insostenible, aun cuando su nivel siga

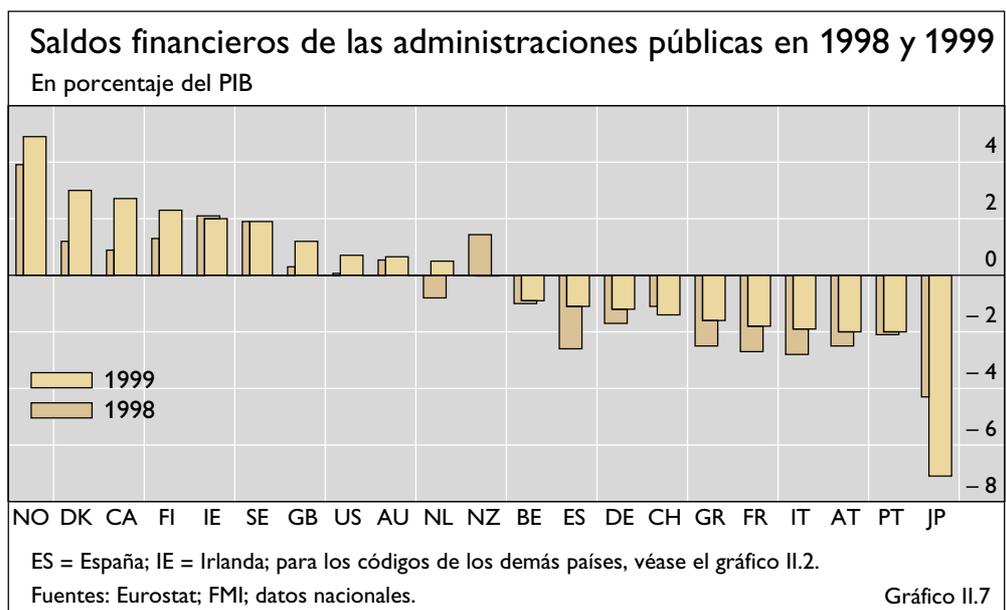
siendo bajo en comparación con el de otros países. El saldo presupuestario primario tuvo un déficit el año pasado y dado que el tipo de interés implícito de la deuda fue significativamente superior al crecimiento del PIB nominal, a finales de año la deuda neta había sobrepasado el 37% del PIB (mientras que en 1998 representaba algo menos del 30%) y la deuda bruta había alcanzado el 105%. Por otra parte, según las predicciones actuales, las relaciones serían cercanas al 45% y 115%, respectivamente, a finales del año 2000.

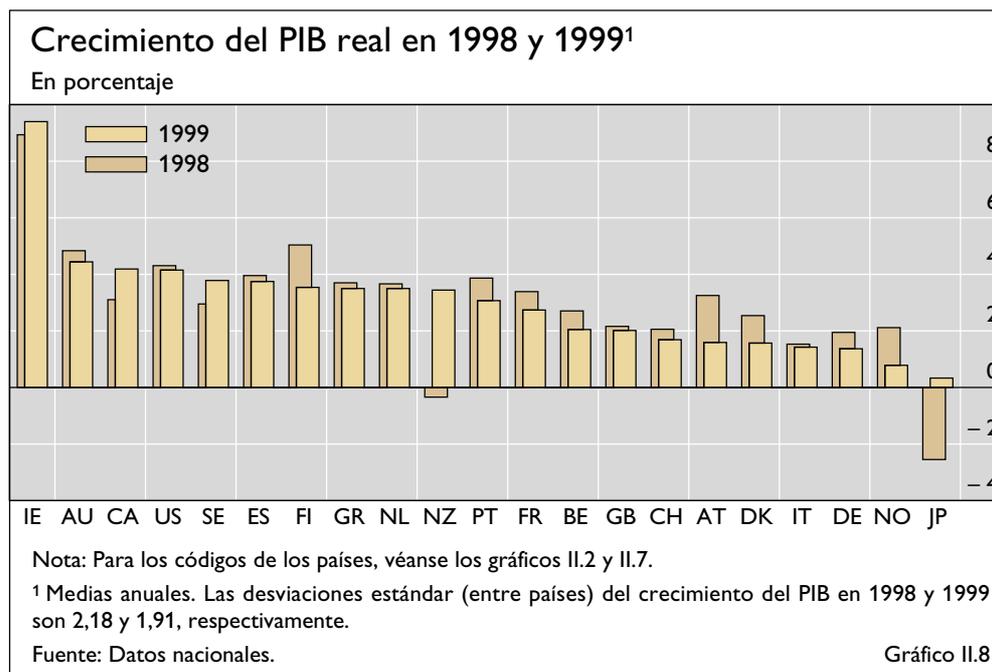
En los países de la zona del euro, los desequilibrios financieros internos y externos fueron bastante modestos el año pasado (gráfico II.13). El déficit presupuestario de la zona del euro se redujo a un 1¼% del PIB (gráfico II.7), debido en parte a una disminución de los intereses pagados por la deuda, pero también a un aumento imprevisto de los ingresos. Aunque estas mejoras parece que no han tenido relación con la fase actual del ciclo, existe una correlación positiva significativa en los países de la zona del euro entre los déficit presupuestarios y las brechas del producto; las mayores desviaciones se observan en los países con unos desequilibrios estructurales relativamente grandes (Austria y Finlandia). Sin embargo, en 1999 disminuyeron, en general, al igual que la relación entre la deuda bruta y el PIB, por lo que el principal desequilibrio se encontraba en el mercado de trabajo, en el cual la tasa de desempleo, a pesar de haber descendido significativamente en los últimos dos años, aún era en promedio del 10%.

Aunque la tasa media de crecimiento en la zona del euro fue más o menos acorde con las predicciones, la reducción esperada de las diferencias de crecimiento entre los distintos países no se materializó. De hecho, el año pasado las tasas de crecimiento oscilaron entre un máximo del 9,4% en Irlanda y un mínimo del 1,4% en Italia y Alemania (gráfico II.8). Dado que estas diferencias han persistido durante unos años, también existen grandes divergencias entre los países en lo que se refiere al exceso de capacidad y al desempleo. En Irlanda, con un crecimiento medio del PIB del 8¾% en los últimos cinco años, actualmente la producción efectiva es del orden de un 5%

Modestos desequilibrios en la zona del euro

Diferencias entre las tasas de crecimiento y entre los excesos de capacidad





superior a la producción potencial estimada. El PIB efectivo también es superior al potencial en los *Países Bajos*, si bien los progresos realizados en la flexibilización del mercado de trabajo han reducido el desempleo a un 2<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% solamente. Italia, en cambio, tiene la mayor brecha del producto (-3<sup>1</sup>/<sub>4</sub>%) de la zona del euro y una tasa de desempleo sólo superada por *España*.

Otra característica de la evolución de los países de la zona del euro el año pasado es el aumento del empleo en un 1<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% y la disminución del desempleo, a pesar de que el crecimiento medio de la producción fue de un 2% solamente. Las estimaciones mostradas en el gráfico II.3 parecen indicar que en los últimos años el crecimiento de la producción necesario para mantener estable el desempleo ha sido menor que antes. Una de las razones podría consistir en que el desplazamiento gradual de la producción y del empleo hacia los sectores de servicios más intensivos en mano de obra ha reducido la productividad agregada del trabajo y, por lo tanto, el crecimiento de la producción necesario para mantener estable el desempleo. En segundo lugar, el hecho de que sea posible aminorar el desempleo aun cuando el crecimiento de la producción sea bajo, induce a pensar que se han realizado progresos en la flexibilización de los mercados laborales y en la reducción del desempleo estructural. El caso de los Países Bajos constituye un ejemplo especialmente notable a este respecto. Como muestra el gráfico II.3, la tasa de crecimiento de la producción necesaria para mantener estable el desempleo ha descendido significativamente y el cambio es atribuible en gran medida al fuerte aumento del número de trabajadores a tiempo parcial. No obstante, aunque estos resultados son positivos desde el punto de vista de la reducción del desempleo, también inducen a pensar que las relaciones relativamente altas entre la inversión y el PIB (gráfico II.6) de la zona del euro aún no se han traducido en un aumento del crecimiento de la productividad del trabajo inducido por la tecnología y en una mejora del rendimiento del capital.

Significativa mejora de la situación en el mercado de trabajo

El crecimiento de la producción se desaceleró considerablemente el año pasado en casi todos los demás países europeos. En *Dinamarca y Noruega*, la desaceleración puede atribuirse a la adopción de medidas más restrictivas, dado que tanto el crecimiento de la producción como la tasa de inflación estaban alejándose demasiado del ciclo europeo. En *Grecia*, el acontecimiento reciente más notable ha sido la disminución del crecimiento de los costos laborales unitarios, que han pasado de una tasa media de más del 10% durante el periodo 1990–97 al 6% en 1998 y al 2½% solamente el año pasado. Esta disminución puede atribuirse a la moderación salarial y al aumento de la productividad, y ha sido uno de los principales factores que han ayudado a Grecia a satisfacer los criterios para integrarse en la UME. En *Suiza*, el debilitamiento que experimentó la actividad económica el año pasado se debió principalmente a la desaceleración del crecimiento de la demanda interna, a pesar de las condiciones monetarias relativamente favorables y de la notable disminución del desempleo. *Suecia* fue la principal excepción a la desaceleración general observada en Europa. Su economía creció a un ritmo bastante lento hasta mediados de año, pero el giro posterior de la demanda externa elevó el crecimiento del PIB al 3½% en el conjunto del año.

Evolución en otros países europeos

## La inflación y los mercados laborales

### *La inflación y los precios del petróleo*

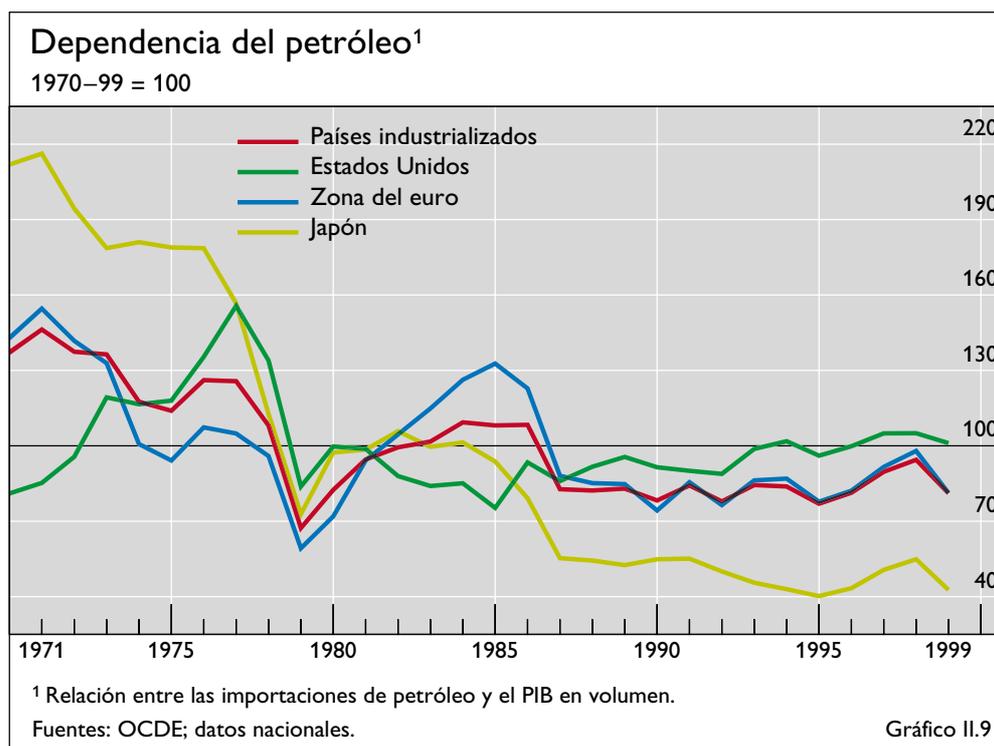
Mientras que en los últimos meses de 1999 las tasas anuales de inflación general se elevaron en promedio 0,4 puntos porcentuales con respecto a las del tercer trimestre, este aumento no significa necesariamente que haya concluido el periodo de inflación moderada de la década de 1990. Los aumentos fueron modestos en la mayoría de los países y se debieron principalmente a la acusada subida de los precios del petróleo. De hecho, el que no influyeran de manera significativa en las tasas de inflación subyacente induce a pensar que hasta ahora se mantienen las fuerzas desinflacionarias de los años 90.

La moderada repercusión de la subida de los precios del petróleo ...

Una de las posibles causas por las que la subida de los precios del petróleo sólo ha tenido una modesta repercusión en la inflación subyacente se halla en que esta subida no hace más que invertir los descensos anteriores, por lo que los precios reales se encuentran en un nivel más bajo que hace dos años. Así pues, es posible que a los usuarios no les haya resultado difícil adaptarse a los nuevos precios. En segundo lugar, el petróleo es menos importante que antes. Como consecuencia de los efectos de la innovación tecnológica, del desarrollo de otras fuentes de energía más baratas y de la adopción de una amplia variedad de medidas de ahorro de energía, el volumen de las importaciones de petróleo en relación con el PIB ha disminuido en los países industrializados desde los años 70 (gráfico II.9). El aumento del número de fuentes de energía, unido a la merma de la importancia del petróleo, reduce los efectos secundarios, toda vez que resulta más fácil para las empresas encontrar alternativas más baratas o absorber las variaciones de los precios en sus márgenes.

... se debe a los efectos del ahorro, de la tecnología ...

La tercera razón por la que la subida de los precios del petróleo no ha producido efectos-difusión reside en la influencia conjunta de las presiones



... de la  
competencia y  
de las condiciones  
de demanda  
agregada

competitivas, las condiciones de la demanda agregada y la política monetaria. En comparación con los periodos anteriores en los que los precios del petróleo experimentaron grandes subidas, la inflación es moderada en todo el mundo y son más los países con un exceso de capacidad. Además, el aumento de la competencia en los mercados (acelerado por la globalización y la liberalización), la resistencia de los consumidores y la adopción de medidas monetarias creíbles son factores a los que se ha atribuido la ruptura de las “viejas” pautas de la inflación. En estas condiciones, las empresas que suben sus precios no pueden esperar que sus competidores hagan lo mismo o que una devaluación de la moneda les permita volver a ser competitivos. Para evitar una pérdida de cuota de mercado, deben contrarrestar las subidas de los precios de un factor de producción con una reducción de otros costos o de los márgenes de beneficios. Así pues, el aumento de la competencia reduce los efectos de las subidas de los precios del petróleo.

En suma, hasta ahora parece que las fuerzas desinflationarias de los años 90 han limitado la crisis del petróleo de 1999 a una modificación de los precios relativos sin desencadenar una inflación o la consiguiente recesión. Por otra parte, la favorable respuesta observada en 1999, unida al acuerdo de marzo de 2000 para suavizar las cuotas de producción anteriores, permite mostrarse optimista respecto a los efectos secundarios de los costos de la energía durante este año y el próximo.

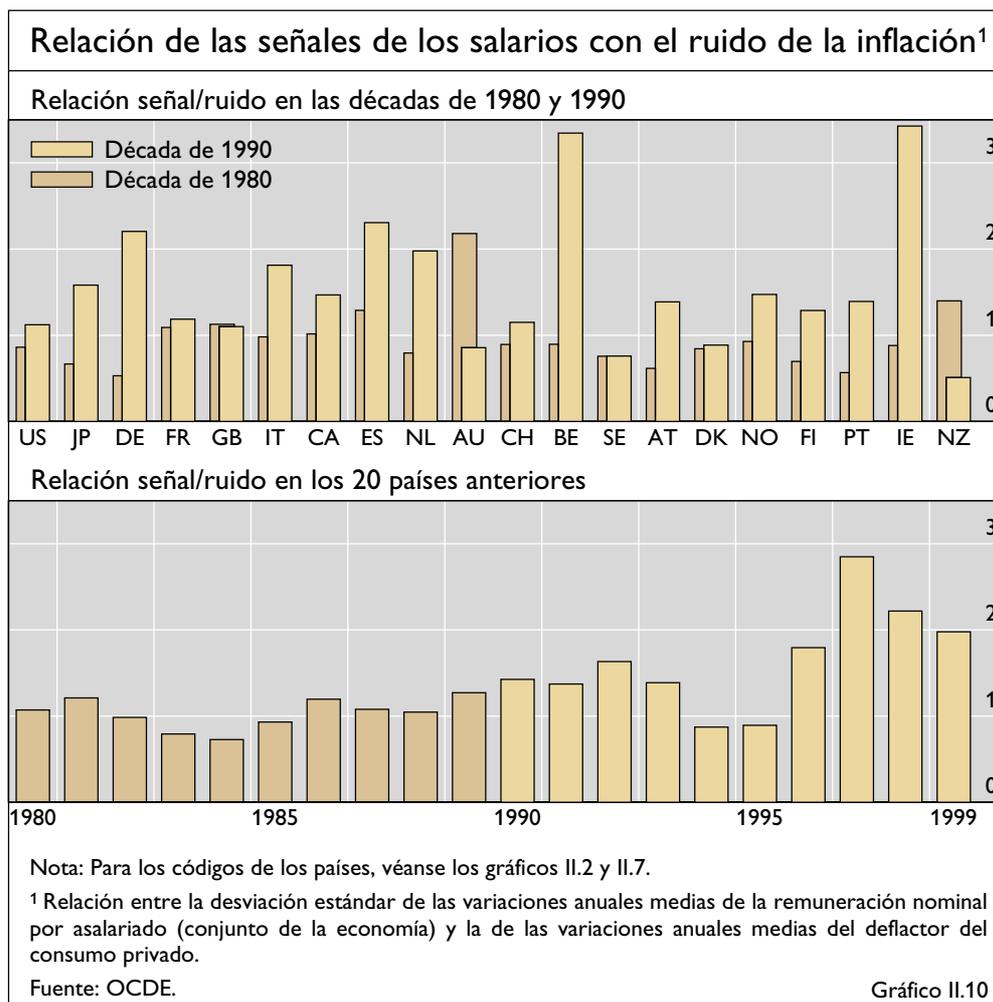
#### *Los mercados laborales, la fijación de los salarios y el proceso de inflación*

El aumento de la competencia mundial y los cambios tecnológicos no sólo han influido en la conducta de las empresas en la fijación de los salarios, sino que también han tenido consecuencias trascendentales para la formación de los salarios y para la interrelación de los salarios y los precios en los países

industrializados. La fijación de los salarios constituye un elemento fundamental del proceso de inflación, ya que los salarios son al mismo tiempo un importante determinante tanto de la renta nominal como de los costos de producción. Por lo tanto, las prácticas de fijación salarial pueden frenar o reforzar el establecimiento de una inflación baja y estable.

Una de las características de las condiciones que rigen la fijación de los salarios se debe al propio régimen de inflación. Los mercados laborales, al igual que otros mercados, funcionan más eficientemente cuando los participantes disponen de mejor información. Una de las ventajas directas de una inflación baja y estable estriba en que disminuye el ruido de fondo que ésta produce, lo que permite que las modificaciones de los salarios nominales reflejen mejor el crecimiento de los salarios reales y relativos, gracias a lo cual resulta más fácil para el mercado interpretar las señales y responder en consecuencia. Uno de los indicadores de la mayor claridad de las señales transmitidas por los salarios nominales es la relación entre la dispersión de las variaciones de los salarios y la dispersión de la inflación en el tiempo y en los distintos países. Un aumento de esta relación induce a pensar que las modificaciones de los salarios nominales traducen cada vez más las variaciones reales más que las variaciones de la inflación. Como muestra el gráfico II.10, la relación entre la dispersión de las variaciones salariales y la dispersión de las tasas de inflación aumentó

La baja inflación permite que sean más claras las señales de los salarios nominales ...



en la década de 1990 en 16 de los 20 países industrializados examinados en comparación con los años 80 (panel superior). Asimismo, la senda temporal de la relación en esos mismos 20 países (panel inferior) muestra una tendencia ascendente en las dos últimas décadas. Esta evolución permite a los empresarios y a los trabajadores distinguir más fácilmente las señales de los salarios reales del ruido de la inflación, y contribuye, por tanto, a dar unas indicaciones más precisas sobre la contratación, la formación y las carreras profesionales.

... mientras que la competencia hace más necesaria la flexibilidad

Otros dos factores que también influyen son la competencia mundial y las mejoras tecnológicas; estos dos elementos han elevado la presión para introducir innovaciones en los países industrializados. Si desean seguir siendo competitivos, los trabajadores y las empresas han de tener las cualificaciones, los incentivos y la flexibilidad necesarios para producir avances tecnológicos y explotarlos. De ahí que la gestión de los recursos humanos se considere cada vez más un aspecto clave de la competencia en todos los sectores, especialmente en los que está aumentando el comercio o la producción.

Es probable que la remuneración ligada al rendimiento ...

Uno de los aspectos fundamentales en la gestión de los recursos humanos es la política retributiva. Los países y las empresas que compiten entre sí ya se diferencian considerablemente en la forma en que fijan y ajustan los salarios y es probable que en la próxima década veamos enfoques aún más divergentes. En algunos países (sobre todo en Estados Unidos y el Reino Unido), las empresas ofrecen más incentivos, primas, participación en los beneficios y opciones de compra de acciones para aumentar los salarios y relacionar más la remuneración con la productividad del individuo y de la empresa. Aunque todavía es difícil disponer de indicadores generales sobre la importancia de estos componentes retributivos, los casos de los que se tiene conocimiento y las encuestas especiales coinciden en que en Estados Unidos la mayoría de los altos ejecutivos reciben una gran parte de su remuneración en forma de opciones de compra de acciones y en que los incentivos y las primas se han vuelto más habituales para los trabajadores de los niveles inferiores. Por otra parte, en las empresas de Alemania, Suiza y otros países está cada vez más extendida esta fórmula de las opciones para los altos ejecutivos.

... aumente la productividad y la sensibilidad cíclica de los salarios

Estas prácticas podrían incrementar la productividad y es probable que aumenten la sensibilidad de los salarios nominales al ciclo económico. Aunque la aceleración del crecimiento de la productividad y la subida de los salarios reales que ésta conlleva son claramente beneficiosos, el efecto de las mayores oscilaciones cíclicas de las ganancias salariales es ambiguo. Durante la próxima recesión, las reducciones salariales relacionadas con ella podrían acentuar la disminución del gasto de consumo, como ha ocurrido en Japón durante la década de 1990. Teniendo en cuenta el elevado endeudamiento de los hogares, este aspecto podría ser especialmente preocupante en los países de habla inglesa. Por otra parte, esas mismas reducciones de la remuneración también podrían salvar puestos de trabajo y mantener la confianza al permitir a los empresarios reducir los costos laborales sin recurrir a los despidos.

### *La UME, la negociación salarial y la inflación*

En Europa, las instituciones de los mercados laborales y la unión monetaria se plantearán mutuamente retos especiales en los años venideros. La unión

monetaria puede provocar cambios en las estructuras de negociación y de fijación de los salarios, al tiempo que la evolución de los mercados de trabajo puede tener importantes consecuencias para la gestión de la política monetaria.

En Europa continental, los salarios se negocian normalmente a escala nacional, por ejemplo en Austria, Bélgica, Portugal y los países nórdicos, o en un nivel intermedio (sectores o ramas de actividad), como en Francia, Alemania, Italia, los Países Bajos y España. Normalmente, los acuerdos europeos establecen una subida del salario medio o del salario mínimo y otras condiciones de empleo de un gran segmento de la población trabajadora, mientras que hasta hace poco era infrecuente la negociación por plantas o por empresas, habitual en Estados Unidos.

¿Cómo afecta el nivel de negociación o su grado de coordinación a los resultados económicos? Se ha dicho frecuentemente que la negociación nacional o centralizada anima a los sindicatos y a los empresarios a llegar a acuerdos que tengan debidamente en cuenta sus efectos macroeconómicos y sus costos sociales (“internalización de las externalidades”). Parece que las partes comprenden que un acuerdo salarial superior al crecimiento medio de la productividad es contraproducente, ya que obliga a los empresarios a subir los precios, en detrimento del crecimiento de los salarios reales, o a reducir el empleo si las presiones competitivas impiden subir los precios. Además, las negociaciones centralizadas brindan a los gobiernos la oportunidad de influir directamente en el resultado, por ejemplo bajando los impuestos, como ha ocurrido en Irlanda y Finlandia a principios de este año. Por otra parte, al imponer unas subidas salariales uniformes para todos los puestos de trabajo y todos los sectores, las negociaciones centralizadas dificultan el ajuste de los salarios relativos, lo que, en un mercado de trabajo cambiante, aumenta las posibilidades de que surjan desajustes entre las cualificaciones demandadas y las ofrecidas y crezca el desempleo estructural.

Las negociaciones por empresas o descentralizadas rara vez internalizan las consecuencias de las subidas de los salarios, pero —y esto también es importante— la competencia existente en el mercado de productos limita el resultado. Por otra parte, ese tipo de negociación permite que los salarios relativos sean más flexibles con respecto a las diferencias de productividad. A menudo se dice que el caso intermedio, la negociación sectorial, tiene todos los inconvenientes de los otros dos enfoques. Dado que la competencia es menor que en el nivel de la empresa y que los incentivos para internalizar los efectos macroeconómicos de los acuerdos son también menores que en las negociaciones centralizadas, los sindicatos pueden explotar su poder de mercado para conseguir mayores subidas salariales para sus afiliados. Aunque los datos empíricos no son totalmente fiables a este respecto, tanto los salarios reales como el desempleo tienden a ser más altos en los países cuyo modelo de negociación se encuentra entre el centralizado y el descentralizado.

La UME podría alterar estos sistemas de negociación al menos de dos formas: por una parte, los interlocutores sociales de cada país desempeñan un papel menor dentro de la zona del euro y, por otra, la competencia aumenta con la existencia de una moneda única y un mercado europeo común.

Pautas de fijación de los salarios en Europa

Principales características de la negociación centralizada ...

... descentralizada y sectorial

La UME podría llevar a realizar una negociación salarial ...

El primer factor implica una tendencia hacia la negociación de nivel intermedio y entraña el riesgo de que los negociadores se muestren más decididos a conseguir subidas salariales, sabiendo que la repercusión inflacionaria de un solo acuerdo en la zona del euro será reducida para el conjunto de ésta. El segundo factor implica que, como en las negociaciones descentralizadas, sea más probable que las fuerzas competitivas moderen las demandas salariales y, por lo tanto, la inflación media en la zona del euro. A la larga, si los negociadores reconocen que cuando la política monetaria es creíble y los mercados son competitivos, unas demandas salariales excesivas no hacen más que aumentar el desempleo y los conflictos sociales, se impondrá el segundo factor. Sin embargo, este resultado no es en modo alguno seguro y un aumento de los conflictos podría alterar las instituciones de negociación colectiva.

... más  
centralizada ...

Para evitar esto último, los interlocutores sociales podrían intentar centralizar las negociaciones salariales europeas. Ese tipo de medida podría estar justificado, ya que los empresarios y la competencia adquieren cada vez más una dimensión paneuropea. Sin embargo, reunir a los diversos interlocutores sociales nacionales (por ejemplo, a sindicatos sectoriales y profesionales y a organizaciones patronales también dispares) en un proceso unificado sería una compleja tarea. Por otra parte, el aumento de la competencia y los cambios tecnológicos probablemente ampliarán la diversidad de acuerdos salariales adecuados para los diferentes sectores o cualificaciones, para lo cual sería necesaria una flexibilidad mayor, mientras que las negociaciones paneuropeas irían precisamente en sentido contrario.

... o, lo que es  
más probable, por  
empresas

Es más probable que los salarios europeos acaben fijándose a escala local. De hecho, la descentralización ya está en marcha en varios países. Comenzó en el Reino Unido a principios de los años 60 y se aceleró en los 80. Durante las dos últimas décadas, Dinamarca, Suecia y los Países Bajos han descentralizado la mayor parte de sus negociaciones salariales, manteniendo la negociación nacional o sectorial únicamente en el caso de otras condiciones de empleo. En otros países, la transición ha sido más gradual, si bien en Alemania cada vez son más frecuentes los acuerdos entre empresas y sindicatos para modificar los salarios con arreglo a la evolución del mercado (“deriva salarial”) o para soslayar las trabas reglamentarias.

El papel del BCE

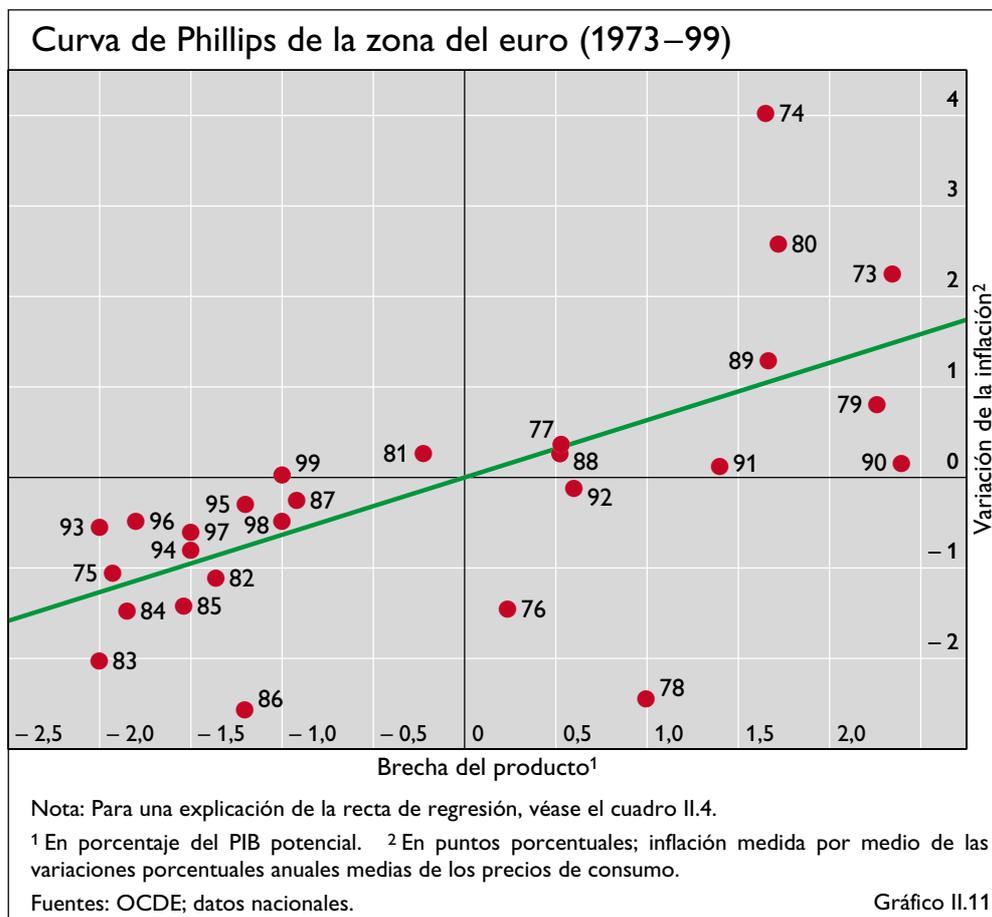
En la medida en que un importante componente de la política monetaria de los bancos centrales de la UE ha sido fomentar la incorporación de las expectativas de baja inflación a los acuerdos salariales, un sistema más descentralizado significa que el BCE desempeñará en el futuro un papel más indirecto, pero en modo alguno menos importante. Cuando los salarios se fijan localmente, las expectativas sobre la inflación influyen en las variaciones de los salarios nominales de una forma menos uniforme y menos explícita que en un sistema de negociación central. Los mercados competitivos ocupan en gran medida el lugar de las presiones políticas sobre los interlocutores sociales, mientras que los bancos centrales desempeñan el papel clave de suministrar información y reducir lo más posible la incertidumbre sobre la orientación de la política monetaria. Sin embargo, no influyen directamente en la multitud de acuerdos que se firman.

### Las curvas de Phillips

La diversidad y la innovación en los mercados de trabajo también podrían implicar que las relaciones de la curva de Phillips variarían significativamente de unos países a otros o cambiarían con el paso del tiempo. La pendiente de la curva de Phillips a corto plazo da pistas a las autoridades monetarias sobre las consecuencias inflacionarias de las tendencias actuales de la producción, y los desplazamientos de las relaciones de la curva de Phillips no sólo aportan información sobre las consecuencias para la política monetaria de importantes tendencias de la economía, sino que también alteran un importante parámetro del mecanismo de transmisión.

La llegada de la UME ha suscitado interés por la naturaleza de las relaciones de la curva de Phillips en la zona del euro en su conjunto. ¿Es muy inclinada la curva en comparación con la de otros países? ¿Se ha desplazado a medida que la política monetaria ha conseguido reducir la inflación? ¿Existen pruebas de la presencia de una relación común en los países de la zona del euro? El gráfico II.11, que contiene una primera ilustración, muestra la relación entre la brecha del producto agregado de los países de la zona del euro y la evolución de la tasa media de inflación desde 1973 hasta 1999. La curva representada parece indicar que una variación de la brecha del producto de 1 punto porcentual va acompañada de una variación media de la inflación de 0,6–0,7 puntos porcentuales.

La curva de Phillips de la zona del euro



Estimaciones de la curva de Phillips <sup>1</sup>							
	1973–99	R <sup>2</sup>	DW	1973–88	1989–99	R <sup>2</sup>	DW
Zona del euro	0,63	0,41	1,59	0,89	0,30	0,48	1,75
Estados Unidos	0,67	0,38	1,93	0,74	0,32	0,38	2,04
Japón	0,69	0,11	2,29	1,06	0,25	0,12	2,47
Japón <sup>2</sup>	1,37	0,48	1,70	2,10	0,35	0,68	1,39

<sup>1</sup> El modelo de la curva de Phillips se estimó para todo el periodo 1973–99 de la siguiente manera:  $\Delta\pi = \beta Brecha + \varepsilon$ , donde  $\pi$  representa la tasa de inflación (IPC),  $Brecha$  representa la brecha del producto y  $\beta$  la pendiente de la curva, que se muestra en la primera columna;  $\varepsilon$  se refiere a las variaciones no explicadas de la inflación, mientras que R<sup>2</sup> y DW representan el coeficiente de determinación y el grado de autocorrelación, respectivamente. Las estimaciones de la segunda parte del cuadro se han obtenido a partir de  $\Delta\pi = \beta Brecha + \delta Fic.Brecha + \varepsilon$ , donde  $Fic$  es una variable ficticia, que toma el valor 1 a partir de 1988 y 0 hasta entonces. La pendiente correspondiente al periodo 1973–88 es  $\beta$  mientras que  $\delta + \beta$  es la pendiente correspondiente al periodo 1989–99. Se ha observado que los coeficientes de todas las pendientes son significativos. <sup>2</sup> La primera ecuación correspondiente a Japón es  $\Delta\pi = \beta\Delta Brecha_{-1} + \varepsilon$  y la segunda  $\Delta\pi = \beta\Delta Brecha_{-1} + \delta Fic.\Delta Brecha_{-1} + \varepsilon$ .

Fuentes: OCDE; datos nacionales. Cuadro II.4

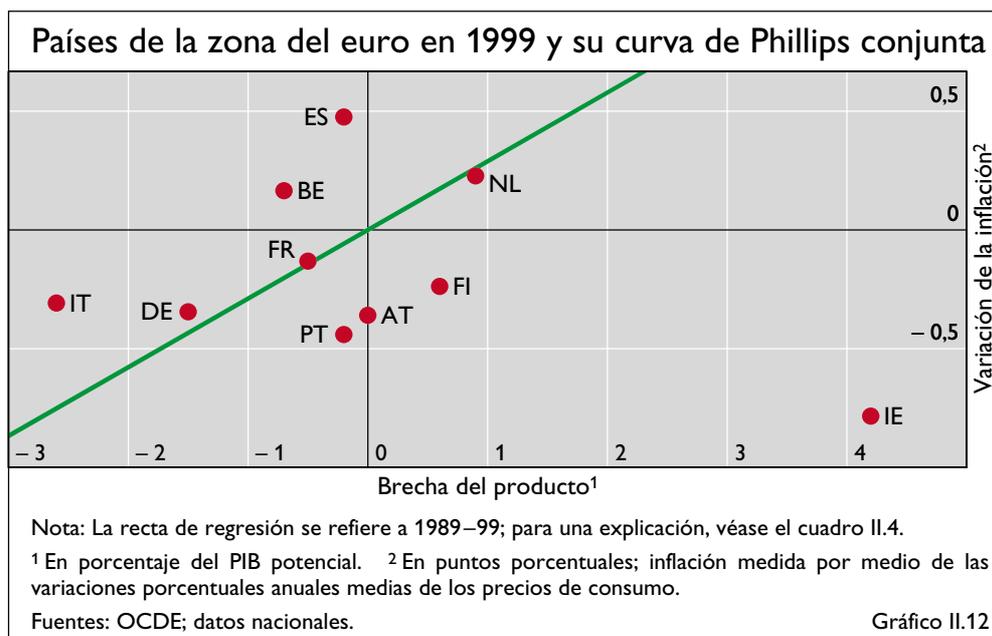
La aparente  
disminución de la  
pendiente de la  
curva de Phillips ...

El cuadro II.4 compara esta relación con estimaciones del mismo periodo para Estados Unidos y Japón, y se pregunta si la pendiente ha variado con el paso del tiempo. Cuando no se tienen en cuenta las variaciones de la pendiente, los resultados son muy similares, como se observa en la primera columna del cuadro. También es notable el hecho de que en las tres regiones las pendientes desciendan a 0,2–0,3 en la década de 1990 (véase también el capítulo IV). En otras palabras, actualmente parece que la inflación es menos sensible a la evolución de la producción que en las décadas de 1970 y 1980. Aunque este resultado también se observa en Japón, parece que, debido quizá a la incertidumbre sobre la magnitud efectiva de la brecha del producto o a los cambios de conducta de las empresas que fijan los precios pensando en el mantenimiento de los márgenes de beneficios, la curva de Phillips de Japón es mejor cuando se relacionan las variaciones de la inflación con las variaciones retardadas de la brecha del producto que con su *nivel*. Sin embargo, la sensibilidad de la inflación a las variaciones de la producción ha disminuido significativamente en las dos versiones.

... podría deberse  
a rigideces  
nominales, así  
como a errores  
de medición

Como se señaló en el informe anual del año pasado (capítulo II, págs. 32–35), podría haber varias razones por las que ha disminuido la pendiente de las curvas de Phillips durante la década de 1990, entre las cuales se encuentran la reducción de la inflación, la adopción de una política monetaria más creíble y la rigidez a la baja de los salarios o de los precios nominales. Por ejemplo, si los salarios son rígidos a la baja y la inflación es baja, algunos salarios son necesariamente más altos de lo que serían en caso contrario, por lo que un descenso de la demanda produce un efecto desinflacionario más pequeño. Hay otros factores que también podrían modificar la pendiente. Así, una disminución desapercibida del stock de capital humano y físico de un país (a causa de una reestructuración o del cambio tecnológico), como la que es posible que haya ocurrido en Japón, subestimaría la brecha del producto y sesgaría la pendiente hacia cero.

La tercera cuestión relativa a la posibilidad de que exista una relación común en la zona del euro se basa en el supuesto de que los países miembros



son suficientemente parecidos para compartir la misma curva de Phillips. En caso contrario (y si esa convergencia no progresara mucho), una política monetaria común podría provocar disparidades persistentes y potencialmente desestabilizadoras en la actividad económica. Afortunadamente, aunque las relaciones varían algo de unos países a otros, la hipótesis de una relación común no altera la capacidad de la curva de Phillips para predecir la inflación en función de la brecha del producto. Por consiguiente, la posición de los países de la zona euro alrededor de la curva de la zona euro correspondiente a los años 90 (gráfico II.12) refleja principalmente la presencia de divergencias cíclicas más que de diferencias en las relaciones subyacentes. De hecho, a excepción de Irlanda, el ajuste en torno a la curva de la zona del euro es razonablemente bueno.

Una curva de Phillips común para los países de la zona del euro

En suma, la relación que muestra la curva de Phillips parece bastante similar en todos los países de la zona del euro y tiene una pendiente bastante semejante a la de Estados Unidos, mientras que en el caso de Japón se explica mejor con otro modelo. En las tres regiones, la curva de Phillips es notablemente más plana en la década de 1990, lo cual implica que una variación dada de la brecha del producto va acompañada en la actualidad de una variación menor de la inflación. Esto podría aumentar la capacidad de los bancos centrales para mantener la tasa actual de inflación, pero también podría complicar la tarea de restablecer una tasa que se aleje de la senda deseada.

## Evolución del comercio mundial y de las balanzas externas

### *El comercio y los precios mundiales*

La expansión del comercio mundial (en volumen) disminuyó bruscamente en 1998, como consecuencia de que el crecimiento de la producción se volvió negativo en algunas de las economías de mercado emergentes más abiertas con un elevado volumen de comercio. A pesar de que el año pasado se

Evolución del comercio y de los precios en el mercado internacional				
	1991-96	1997	1998	1999
	Variaciones porcentuales anuales			
Volumen de comercio	6,5	10,0	3,8	4,9
Precios de los bienes en el mercado internacional (en DEG)	-	-0,8	- 4,2	- 1,6
Bienes manufacturados	-	-2,7	0,2	- 1,7
Petróleo	-3,1	-0,2	-31,2	37,6
Alimentos	3,0	-6,0	-11,2	-15,9
Bebidas	2,6	39,9	-14,0	-21,9
Materias primas industriales	-2,2	3,9	-13,1	- 3,0

Fuentes: HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung; FMI. Cuadro II.5

El comercio mundial sólo crece moderadamente ...

recuperaron tanto el crecimiento mundial como la actividad económica de los países asiáticos afectados por la crisis, el comercio mundial sólo experimentó un moderado aumento, debido principalmente a que la demanda de importaciones continuó siendo baja en las economías de mercado emergentes (y, por lo tanto, también las exportaciones de los países avanzados) a causa del bajo crecimiento de la demanda interna (cuadro II.5).

... mientras que las tendencias de los precios difieren

Los precios de los bienes en el mercado mundial (expresados en DEG) descendieron de nuevo el año pasado, pero las tendencias variaron mucho de unos grupos de bienes y productos básicos a otros. Los precios de los bienes manufacturados bajaron en cierta medida, después de haber experimentado una modesta subida en 1998, ya que la competencia continuó siendo intensa en los mercados mundiales de bienes y aún podían observarse bolsas de exceso de oferta tras la crisis asiática. Los precios de los productos alimenticios cayeron bruscamente por segundo año consecutivo, mientras que los precios de las materias primas industriales (sobre todo de los metales), que tienden a ser más sensibles a la evolución de la producción industrial mundial, comenzaron a recuperarse el año pasado, si bien no con suficiente rapidez como para impedir que experimentaran un pequeño descenso interanual. La recuperación más espectacular correspondió a los precios del petróleo: subieron cerca de un 40% entre 1998 y 1999 y se triplicaron entre el mínimo de finales de 1998 y el máximo más reciente, debido sobre todo a la limitación efectiva de la producción decidida en marzo del año pasado. Sin embargo, tras el acuerdo de marzo de este año para elevar los topes de producción, han bajado casi un tercio.

#### *Las balanzas por cuenta corriente*

Creciente discrepancia estadística

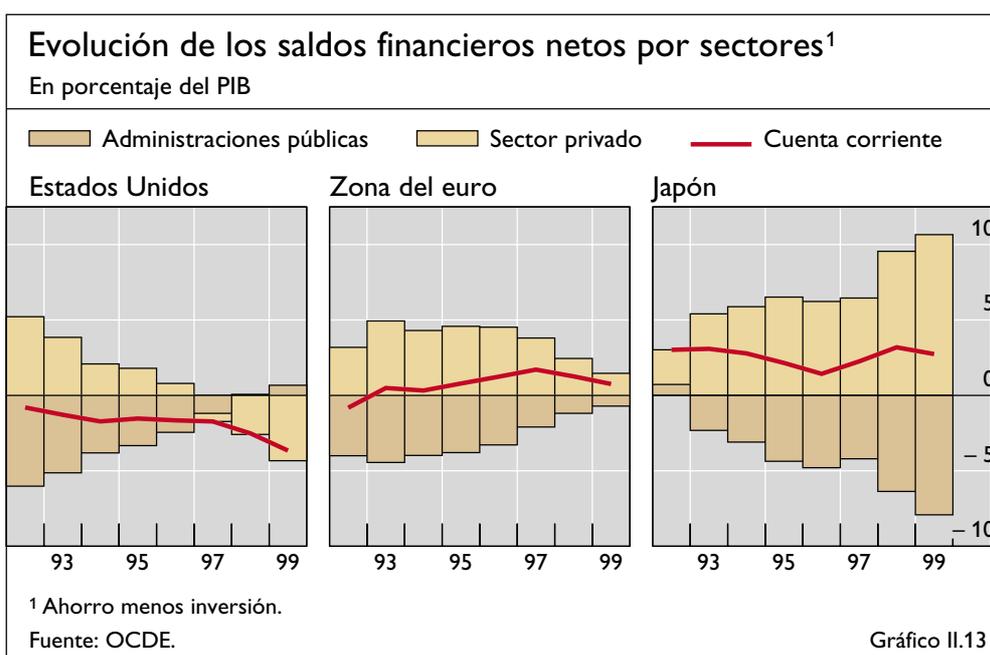
Como muestra el cuadro II.6, el déficit global o discrepancia estadística ha aumentado significativamente desde que estalló la crisis asiática. El empeoramiento agregado de todos los países con una cuenta corriente más débil desde 1997 es de unos 320.000 millones de dólares, de los cuales alrededor de un 60% corresponde a Estados Unidos y un tercio a otros países industrializados. Sin embargo, las mejoras acumuladas ascienden a 144.000

Cambios de las balanzas por cuenta corriente, 1997–99 <sup>1</sup>			
	Empeoramiento		Mejora
Estados Unidos	-195,4	Economías asiáticas	
Zona del euro	- 61,0	emergentes	85,3
Reino Unido	- 31,5	Japón	15,2
Australia	- 9,6	Canadá	7,3
Otros países industrializados	- 3,9	Suiza	3,2
Oriente Medio	- 9,6	Otros países industrializados	2,4
África	- 9,4	Economías en transición	20,8
		América Latina	9,9
<b>Total</b>	<b>-320,4</b>	<b>Total</b>	<b>144,1</b>

<sup>1</sup> En miles de millones de dólares de EE.UU.  
Fuentes: FMI; datos nacionales.

Cuadro II.6

millones solamente, la mayor parte de los cuales corresponde a Asia. Casi todo el empeoramiento puede atribuirse a la aceleración del crecimiento de las importaciones, pero su evolución en los países y las regiones situados a la izquierda del cuadro no parece alejarse de la relación histórica entre las importaciones y el crecimiento de la demanda interna. Las grandes fluctuaciones que experimentaron los tipos de cambio durante este periodo complican la distinción entre las variaciones de los volúmenes y las variaciones de los precios, lo que dificulta, a su vez, la distinción entre los volúmenes de exportaciones y sus precios. En conjunto, el cuadro parece indicar que el crecimiento de las exportaciones y, por lo tanto, el de la producción total posiblemente fueran mayores de lo que se ha supuesto hasta ahora. Sin embargo, resulta mucho más difícil saber con precisión qué países se han beneficiado de estos efectos adicionales en el crecimiento y en los pagos.



El déficit por  
cuenta corriente de  
Estados Unidos  
podrá  
mantenerse ...

Dejando a un lado la cuestión de la discrepancia estadística, los desequilibrios financieros de Estados Unidos no se limitan a la economía interna, como se ha señalado antes, sino que donde quizá sean más evidentes es en el aumento del desequilibrio externo y en la creciente preocupación por la posibilidad de que el nivel actual del dólar de Estados Unidos sea insostenible a más largo plazo (gráfico II.13). Sin embargo, no es posible saber cuándo los mercados considerarían insostenible el déficit externo de Estados Unidos sin examinar también los movimientos netos de capitales a largo plazo y las fuerzas que los determinan. Durante los dos o tres últimos años, la balanza por cuenta corriente de las tres zonas monetarias principales se ha visto inundada de movimientos netos de inversión extranjera directa (IED) y de inversión de cartera (cuadro II.7). Por ejemplo, el año pasado las entradas netas de IED en Estados Unidos representaron alrededor del 40% del déficit corriente, y las entradas netas de acciones, el resto y más. También merece la pena señalar que entre 1991 y 1997 las empresas estadounidenses invirtieron en el extranjero sumas mayores que las invertidas por empresas extranjeras en Estados Unidos. Sin embargo, esta tendencia se invirtió en 1998.

... dependiendo  
de las entradas  
de capital a largo  
plazo

Los movimientos netos de inversiones de cartera ya habían cambiado de sentido en 1996, aunque en parte debido a que los inversionistas estadounidenses se convirtieron en vendedores netos de acciones extranjeras. En conjunto, la aceleración experimentada por las entradas netas de IED y de inversión de cartera en Estados Unidos durante los dos últimos años induce a pensar que los rendimientos que esperan obtener los inversionistas extranjeros por sus inversiones en Estados Unidos han aumentado en

Balanza de pagos de los países industrializados									
	Cuenta corriente			Movimientos netos de IED y de inversión de cartera			Balanza global <sup>1</sup>		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
	En miles de millones de dólares de EE.UU.								
Estados Unidos	-143,5	-220,6	-338,9	277,6	238,5	359,0	134,1	17,9	20,1
Japón	94,3	120,6	109,5	3,6	- 62,9	- 35,8	97,9	57,7	73,7
Zona del euro	106,8	67,3	45,8	-80,9	-214,2	-180,4	25,9	-146,9	-134,6
Alemania	- 3,1	- 4,6	- 20,2	-37,9	- 75,9	- 59,4	-41,0	- 80,5	- 79,6
Francia	38,8	40,6	37,4	-37,5	- 64,2	- 84,5	1,3	- 23,6	- 47,1
Italia	32,2	21,7	9,8	4,8	- 6,9	- 13,0	37,0	14,8	- 3,2
Países del Benelux	41,4	37,7	34,6	-40,8	- 88,0	- 27,9	0,6	- 50,3	6,7
Reino Unido	10,8	- 1,1	- 20,7	-67,2	- 84,2	50,0	-56,4	- 85,3	29,3
Suiza	25,9	23,8	29,2	-24,9	- 14,0	- 55,4	1,0	9,8	- 26,2
Australia	- 12,7	- 17,9	- 22,3	16,2	6,6	12,2	3,5	- 11,3	- 10,1
Canadá	- 10,3	- 11,1	- 2,9	- 6,9	- 8,1	- 5,6	-17,2	- 19,2	- 8,5
Nueva Zelandia	- 4,3	- 2,6	- 4,3	5,4	3,0	0,1	1,1	0,4	- 4,2
Países industrializados	80,2	- 41,1	-193,2	103,3	-163,2	163,2	183,5	-204,3	- 30,0

<sup>1</sup> Suma de los dos primeros grupos de columnas.  
Fuentes: FMI; datos nacionales.

Cuadro II.7

consonancia con sus impresiones sobre el crecimiento de la productividad y de la producción potencial, así como que este cambio ha asegurado la financiación exigida por el notable empeoramiento del desequilibrio de la balanza por cuenta corriente.

La zona del euro constituye, en cierto sentido, la imagen opuesta de Estados Unidos. La balanza por cuenta corriente presentó un superávit el año pasado, pero las salidas netas de capital a largo plazo fueron cuatro veces mayores, por lo que la balanza global fue muy negativa. En el caso de Japón, la repatriación de fondos invertidos en el extranjero, unida a las compras extranjeras netas de acciones japonesas y la triplicación de las entradas de IED en comparación con 1998 (provocadas por la liberalización y la reestructuración de las empresas), redujo las salidas netas de capitales a sólo un tercio del superávit por cuenta corriente.

Considerando algunos países específicos, los mayores de la zona del euro registraron salidas netas de capitales el año pasado; Alemania tuvo el déficit global más alto, mientras que los países del Benelux experimentaron un superávit. En Suiza, por el contrario, el superávit de la balanza global se convirtió en un déficit. En el Reino Unido, los movimientos netos de capitales también experimentaron un enorme cambio y la balanza global se volvió claramente positiva. Por lo que se refiere a los demás países de habla inglesa, la balanza por cuenta corriente y la de capitales fueron muy diferentes el año pasado, en comparación con 1998, año en que los tres registraron un déficit por cuenta corriente relativamente alto y una disminución de los movimientos netos de capitales. Canadá, gracias a las exportaciones a Estados Unidos y a la subida de los precios de los productos básicos, casi eliminó su déficit por cuenta corriente, mientras que las salidas netas de capitales disminuyeron. En cambio, Australia y Nueva Zelanda, al estar más expuestas a la recuperación relativamente lenta de la demanda de importaciones en Asia y al tener los productos agrícolas un peso mayor en sus exportaciones de materias primas, vieron cómo aumentaban aún más su déficit comercial y su déficit por cuenta corriente. Sin embargo, Australia se benefició de un aumento de las entradas netas, lo que probablemente habrá reducido las presiones sobre su moneda, mientras que en Nueva Zelanda las entradas sufrieron una nueva disminución.

En conjunto, parece que durante la última década ha aumentado la importancia de los movimientos netos de IED y de inversión de cartera, impulsados por los cambios de opinión sobre los rendimientos, y las tasas de crecimiento a largo plazo han cobrado más importancia en comparación con los desequilibrios de la cuenta corriente. Esto es claramente evidente en el caso de Estados Unidos, donde la correlación entre los precios de las acciones y las entradas netas de capitales es sumamente positiva, al igual que la correlación entre el dólar y el precio de las acciones (véase el capítulo V). También es evidente en Japón, donde los anuncios de reestructuración de las empresas han provocado un notable aumento de las entradas y de los precios de las acciones. Sin embargo, en Europa las variaciones de los precios relativos de las acciones no explican las salidas de capital a más largo plazo, ya que los precios de las acciones europeas subieron más o menos a la misma tasa que los de Japón y más del doble que los de Estados Unidos.

Características de los movimientos de capitales en la zona del euro y en Japón ...

... y en algunos otros países

Orígenes diversos de los movimientos de capitales

Por otro lado, aunque la mayoría de estas tendencias son inequívocas, no está tan claro que puedan mantenerse. Por una parte, en la medida en que las opiniones sobre los futuros rendimientos y, por lo tanto, las entradas de capitales son principalmente cíclicas, es probable que una desaceleración de la actividad económica estadounidense aumente la preocupación por el déficit por cuenta corriente y, quizá, reduzca las entradas netas. Y por otra, si los movimientos de capitales son impulsados principalmente por cambios estructurales, como la aceleración del crecimiento a largo plazo provocada por la tecnología de la información o la reestructuración de las empresas, y las presiones de la demanda siguen siendo moderadas en los países de destino, un nuevo aumento del desequilibrio por cuenta corriente podría tener una escasa repercusión en la magnitud de los movimientos de capitales a más largo plazo.