

II. Evolución de la situación en las economías industrializadas avanzadas

Aspectos más destacados

En el transcurso de 2001, los países industrializados avanzados experimentaron una desaceleración excepcionalmente brusca y simultánea y el crecimiento del comercio mundial prácticamente se paralizó. La desaceleración tuvo su origen en el sector empresarial, donde la caída de los beneficios y de los precios de las acciones provocó una drástica disminución de la inversión en capital fijo y de las existencias. Las condiciones de financiación de las empresas divergieron a medida que aquellas que contaban con baja calificación crediticia se vieron obligadas a pagar mayores diferenciales. En cambio, la demanda de las familias continuó siendo alta, especialmente en Estados Unidos y en otros países de habla inglesa. La fuerza que adquirió el gasto de las familias es atribuible, en parte, a la subida del precio de la vivienda y a condiciones crediticias favorables.

La economía mundial mejoró significativamente durante los primeros meses de 2002, debido a una lenta reducción de las existencias y a las firmes respuestas de la política económica. La inversión fija de las empresas todavía no se ha recuperado, los beneficios siguen siendo débiles, y en algunos países, los niveles de deuda parecen altos para esta fase del ciclo económico. A pesar de la subida de los precios del petróleo, las expectativas de inflación parecen estar bien ancladas en un nivel bajo, lo que permite mantener reducidos los tipos de interés.

Desaceleración en 2001

El producto agregado de los principales países industrializados comenzó a disminuir a mediados de 2000 y continuó haciéndolo significativamente el año pasado (véase el cuadro II.1). Los primeros indicios de desaceleración aparecieron en Estados Unidos, especialmente en el sector de alta tecnología. La posterior desaceleración del comercio mundial fue especialmente brusca (véase el gráfico II.1), poniendo de relieve el carácter excepcionalmente sincronizado de la misma. Un aspecto significativo de esta desaceleración es que no parece haber sido provocada por el endurecimiento de la política monetaria, sino por una fuerte corrección a la baja de las existencias de las empresas y de la inversión, precedida, y hasta cierto punto provocada, por una considerable caída de los beneficios empresariales. En cambio, el consumo privado y la construcción de viviendas se mostraron mucho más fuertes que durante desaceleraciones anteriores. Las tendencias divergentes del gasto de las empresas y de los hogares se debieron, en parte, a variables fundamentales diferentes. El exceso de capacidad y la caída de los beneficios

Brusca
desaceleración del
comercio mundial

Crecimiento e inflación						
	PIB real			Precios de consumo ¹		
	1991–2000	2001	2002 ²	1991–2000	2001	2002 ²
	variación porcentual anual					
Estados Unidos	3,2	1,2	2,8	2,8	2,8	1,6
Zona del euro	2,0	1,5	1,3	2,6	2,5	2,0
Japón	1,4	-0,4	-1,0	0,8	-0,7	-1,0
Reino Unido	2,3	2,2	1,8	3,2	2,1	2,2
Economías industrializadas avanzadas	2,5	1,1	1,7	2,4	2,1	1,4

¹ Para el Reino Unido, precios al por menor excluidos los pagos de intereses hipotecarios.
² Previsiones consensuadas publicadas en mayo.
Fuentes: © Consensus Economics; datos nacionales. Cuadro II.1

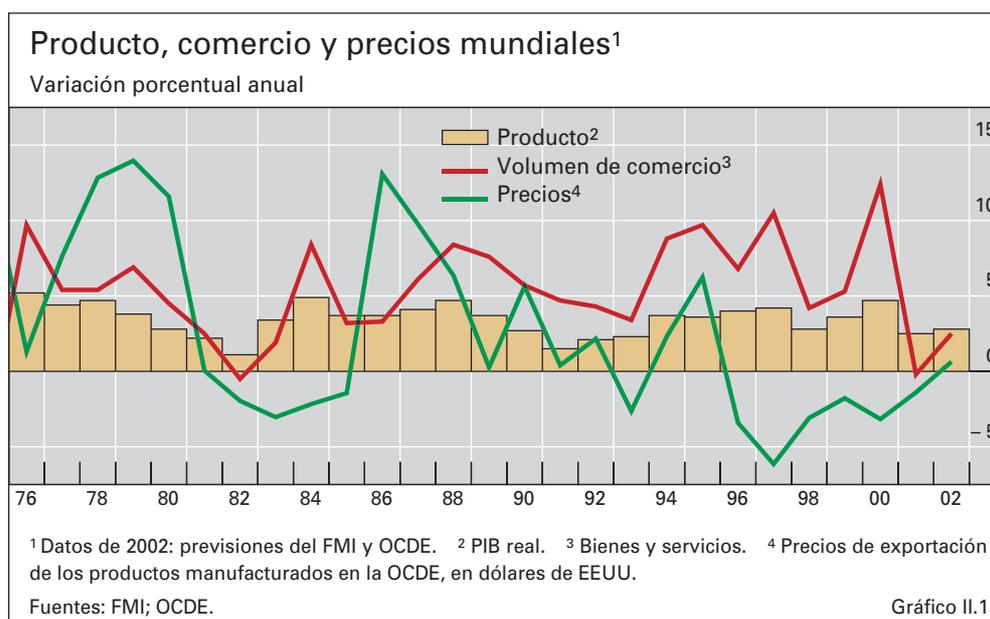
en el sector empresarial contrastaron significativamente con la subida de los precios de la propiedad inmobiliaria y la continua fortaleza de la renta real de las familias. Las condiciones crediticias relativamente favorables a estas últimas facilitaron el consumo y la construcción de viviendas.

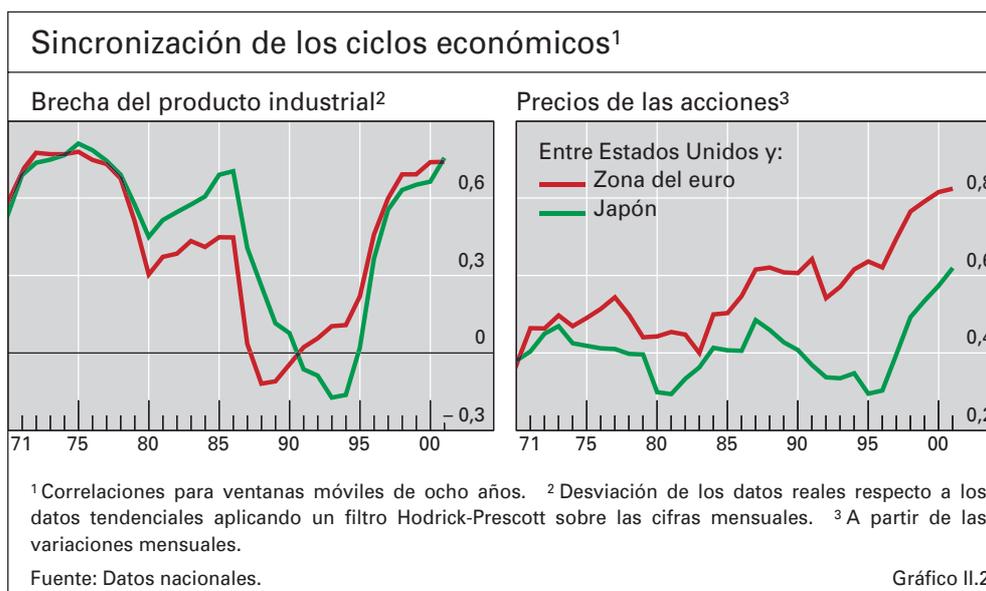
Vínculos internacionales

Una característica importante de la última desaceleración es su grado de sincronización, superior al de la recesión de principios de la década de los 90 (véase el gráfico II.2), lo que parece indicar un aumento de la correlación entre los diferentes ciclos económicos al intensificarse la globalización económica. Sin embargo, no se descartan otras explicaciones.

El comercio es la vía de transmisión más clara de perturbaciones económicas entre países. Al aumentar la especialización en las diversas fases de producción, los flujos comerciales representan una mayor proporción del producto en las economías actuales (véase el cuadro II.2). Por otra parte, la

Vínculos comerciales





integración vertical implica que las perturbaciones específicas de un sector producen efectos similares en el producto agregado de otros países. Otra característica de la globalización relacionada con lo anterior es que las empresas se han afianzado en los mercados internacionales, como demuestran los crecientes movimientos de inversión extranjera directa registrados en los años 90. Esto implica que las alteraciones en una gran economía podrían reducir los beneficios agregados de las multinacionales, provocando un ajuste de su gasto a escala internacional. Asimismo, las perturbaciones registradas en un país podrían afectar a las expectativas empresariales de sus socios comerciales, acelerando así la corrección de las existencias, de los planes de inversión y del empleo.

Canales financieros

También es posible que los canales financieros hayan adquirido mayor importancia. Los tipos de interés a largo plazo tienden a evolucionar paralelamente, y la correlación entre los precios de las acciones de los principales países industrializados se ha incrementado progresivamente, lo que puede haber intensificado la sincronía de los ciclos económicos de dos

Participación del comercio exterior ¹				
	1981-90	1991-2000	2000	2001
	en porcentaje del PIB			
Estados Unidos	9,3	11,4	13,0	11,9
Zona del euro ²	14,8	15,0	19,3	19,3
Japón	11,3	9,1	10,0	10,1
Reino Unido	26,1	27,1	29,0	28,2
Canadá	26,0	35,1	42,9	40,7
Australia	16,5	19,6	22,4	22,2
Suecia	32,2	35,7	44,5	43,5
Suiza	35,8	36,1	44,0	44,2

¹ Media de exportaciones e importaciones de bienes y servicios. ² Excluido el comercio transfronterizo interno.

Fuentes: BCE; OCDE; datos nacionales. Cuadro II.2

formas. Por un lado, la rápida reacción de los precios de los mercados financieros frente a los cambios de la situación macroeconómica acelera la transmisión de las perturbaciones de unos países a otros. Por el otro, durante las últimas décadas se ha producido un aumento de la financiación a través de los mercados de capital. Aunque las estructuras financieras y los balances varían extraordinariamente según el país, y la influencia de los mercados de capital suele ser mayor en los países de habla inglesa que en la zona del euro o en Japón, los cambios en los mercados financieros cada vez más interrelacionados tienden a producir efectos en la demanda interna más intensos y sincronizados que antes.

A pesar de estas tendencias seculares, el grado subyacente de sincronía económica podría ser menor de lo que indican los acontecimientos de 2001. En primer lugar, durante la última desaceleración intervinieron factores comunes transitorios y posiblemente reversibles. La subida de los precios del petróleo en 1999 y 2000 (véase el cuadro II.3) encareció las importaciones y redujo los beneficios empresariales, frenando así el consumo privado y el gasto de las empresas. La política monetaria también se endureció en la mayoría de los países durante 1999–2000. Pero quizás, el acontecimiento más importante fue el estallido de la burbuja de las acciones tecnológicas, que provocó un deterioro espectacular y sincronizado en los mercados mundiales de capital. Como resultado, se produjo una pronunciada caída de la inversión empresarial fija y de las existencias (componentes de la demanda relativamente intensivos en comercio), lo que aumentó la importancia del canal comercial. Por último, los atentados del 11 de septiembre de 2001 dañaron la confianza de todos los países.

En segundo lugar, parece que la sincronía de la reciente desaceleración ha sido muy marcada si se compara con la recesión de principios de los años 90. Sin embargo, los acontecimientos que ocurrieron entonces fueron bastante excepcionales. En 1991, cayó la producción en Estados Unidos y en otros importantes países de habla inglesa, pero no fue hasta dos años más

En 2001, se produjeron perturbaciones generalizadas transitorias y posiblemente reversibles

¿Vuelta a la situación existente en los años 70 y 80?

Comercio y precios en el mercado internacional ¹					
	1991–2000	1999	2000	2001	2002 ²
	variación porcentual anual				
Volumen del comercio	7,3	5,6	12,8	-0,7	2,6
Precios de los bienes en el mercado internacional (en dólares de EEUU)	-0,8	-2,0	0,3	-3,5	-1,5
Manufacturas	-0,9	-1,9	-5,1	-2,4	-0,5
Petróleo	2,1	37,5	57,0	-14,0	-5,3
Otros productos	-0,9	-7,0	1,8	-5,5	-0,1
Relación de intercambio					
Economías avanzadas ³	0,2	0,1	-2,5	0,4	0,6
Economías en desarrollo	-0,0	4,5	7,4	-3,0	-1,6

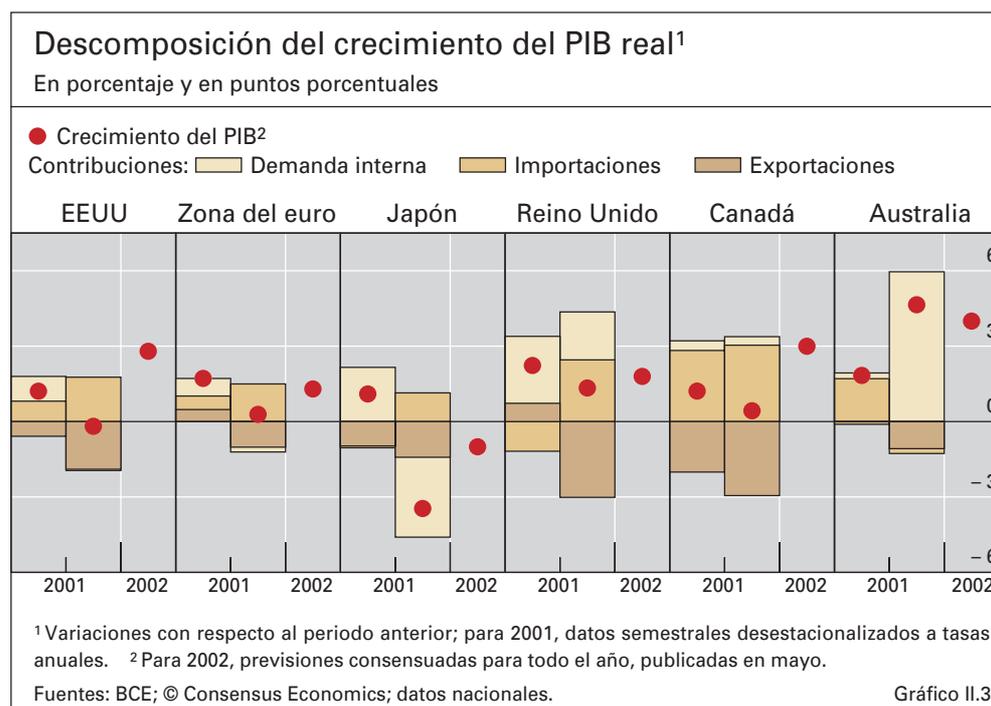
¹ Sólo bienes. ² Previsión del FMI. ³ Países industrializados avanzados y países asiáticos recientemente industrializados (Corea, Hong Kong RAE, Singapur y Taiwán, China).
Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*. Cuadro II.3

tarde cuando lo hizo en Europa continental y en Japón. La ausencia de sincronía a principios de los años 90 se puede atribuir sobre todo a perturbaciones y acontecimientos específicos de los países, especialmente la reunificación de Alemania y el fin de la burbuja de los precios de los activos en Japón. Esta última circunstancia también se dejó sentir durante bastante tiempo en los balances, lo que lastró la actividad económica durante toda la década de los 90. El consiguiente distanciamiento de Japón con respecto al ciclo económico de otros países industrializados se acentuó con la crisis asiática de 1997-98. Desde este punto de vista, la sincronización observada el año pasado podría reflejar simplemente una vuelta a la situación existente en los años 70 y 80.

No se debe exagerar la sincronía de 2001

En tercer lugar, no debe exagerarse la sincronía de los ciclos económicos en 2001. Aunque el crecimiento se vio afectado en todas partes, los acontecimientos macroeconómicos ocurridos en las principales economías siguieron pautas diferentes que reflejaron la influencia de los factores específicos de cada país. Fuera de Estados Unidos, la situación en los países de habla inglesa fue más favorable, incluso en los que mantienen mayores lazos económicos con Estados Unidos (sobre todo Canadá). El Reino Unido creció en 2001 más deprisa que el resto de países del G-7, aunque el producto disminuyó a finales de año. Estos resultados fueron posibles principalmente gracias a la combinación de un consumo pujante y de un fuerte crecimiento de la inversión pública. En Australia, a pesar de sus relaciones comerciales con Japón y con Asia oriental, la economía creció un 2,5% el año pasado, gracias a una fuerte demanda interna, a un tipo de cambio competitivo y al buen comportamiento de la oferta tras muchos años de liberalización económica (véase el gráfico II.3).

La desaceleración mundial afectó a otras regiones más de lo que hubiera cabido esperar. Japón, que ya se había estancado mientras la economía de



Estados Unidos crecía a un ritmo fuerte, fue el único país industrializado en el que el PIB disminuyó en 2001. El descenso de las exportaciones agravó la recesión económica del país, que ya se encontraba en dificultades por los problemas del sector bancario, la fragilidad de los balances de las empresas y las expectativas deflacionarias. En la zona del euro, la actividad se desaceleró considerablemente en el transcurso del año. En Alemania, el PIB disminuyó durante el segundo semestre de 2001, al frenarse la demanda interna como consecuencia de una fuerte corrección de las existencias y de la caída de la inversión. En Italia, la actividad también se ralentizó considerablemente, debido a una débil demanda interna. En otros países europeos, la producción se redujo, sobre todo en Suecia, donde se paralizó el consumo en 2001, y en Suiza, donde el escaso crecimiento mundial y la apreciación del franco suizo afectaron a la demanda de exportaciones.

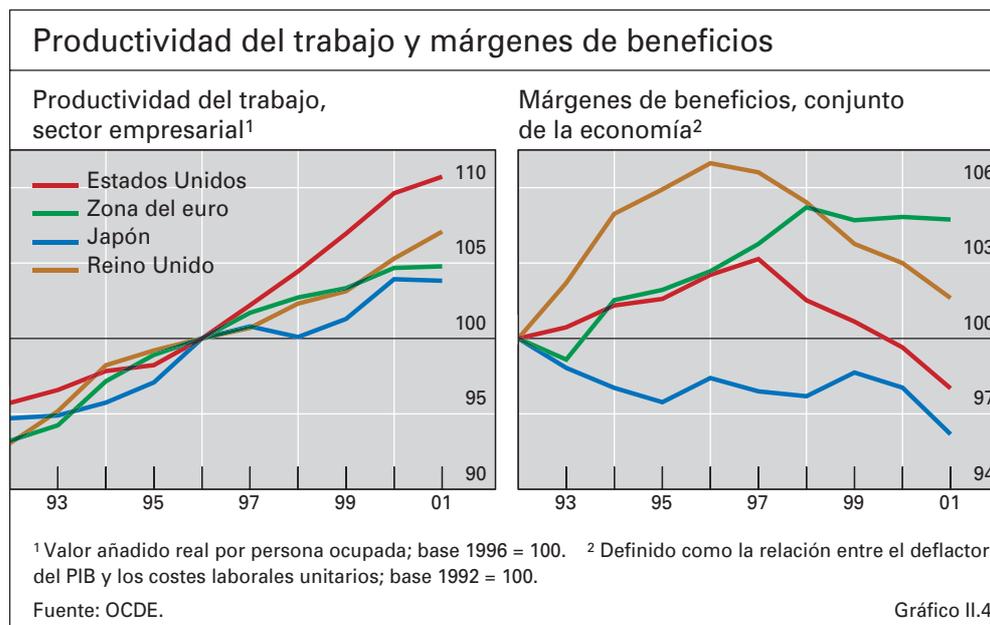
En conjunto, parece que la desaceleración sincronizada de 2001 se debió principalmente a perturbaciones generalizadas, a las que contribuyeron la elevada intensidad comercial de los componentes de la demanda que más se vieron afectados. En ese sentido, fue similar a las recesiones de principios de los años 70 y 80. Esto implica que la recuperación mundial que comenzó a principios de 2002 puede no conllevar el mismo grado de sincronización (véase más adelante).

El papel de los sectores empresarial y manufacturero en la desaceleración

Una segunda característica de la desaceleración del año pasado, además de su elevado grado de sincronización mundial, fue el contraste entre la evolución del sector empresarial y de los hogares. Esto provocó fuertes diferencias entre los resultados de los sectores orientados hacia el interior y aquellos orientados hacia el exterior, especialmente en los países cuya moneda se había apreciado notablemente en los últimos años. Por ejemplo, el producto del sector manufacturero disminuyó considerablemente en Estados Unidos y en el Reino Unido, mientras que la construcción pública y residencial, así como el sector servicios, sortearon relativamente bien la fase contractiva del ciclo.

Contraste entre la evolución del sector empresarial y de los hogares

La desaceleración mundial se desató por una vertiginosa caída de la producción de manufacturas, especialmente en el sector de la alta tecnología. Un elemento fundamental fue la considerable y rápida disminución de la inversión empresarial, en respuesta a la merma de los beneficios. Aunque la mayoría de las empresas supo aprovechar los bajos tipos de interés y el fuerte crecimiento del producto durante la década de los 90, sus beneficios han sufrido crecientes presiones en los últimos años. Los márgenes de beneficio de las empresas estadounidenses se han reducido desde 1997, ya que casi todos los incrementos de la productividad han sido absorbidos por la remuneración del trabajo. Los márgenes, reducidos por la subida de los precios del petróleo y por un endurecimiento anterior de las condiciones crediticias en algunos sectores, disminuyeron aún más en el periodo previo a la desaceleración (véase el gráfico II.4). Este empeoramiento, patente también en algunos de los principales países industrializados, se vio agravado por el creciente exceso de capacidad en algunos sectores, que agudizó las presiones



deflacionarias y limitó el margen de maniobra de las empresas para fijar sus precios.

La producción industrial también disminuyó, debido a una considerable corrección de las existencias que fue especialmente significativa en Estados Unidos. En cambio, en Japón, la proporción de las existencias en relación a las ventas se mantuvo en un nivel elevado, a pesar de que la producción industrial cayó a finales de 2001 al nivel más bajo de los últimos 14 años. Como ya se ha señalado, los atentados del 11 de septiembre tuvieron una enorme repercusión internacional. No sólo alteraron la producción en las fábricas, sino que también mermaron la confianza de las empresas en todo el mundo y agravaron la desaceleración del comercio internacional.

El gasto empresarial disminuyó todavía más debido a la evolución de los precios de los activos y a los cambios de las condiciones financieras, que llevaron a las empresas a intentar reconstruir sus flujos de caja y reducir sus requisitos de financiación recortando el gasto. En primer lugar, los beneficios empresariales declarados se vieron afectados por las considerables pérdidas tras unas adquisiciones que resultaron muy caras. En segundo lugar, al revisarse significativamente a la baja las expectativas de beneficios a corto plazo, muchas empresas también tuvieron que hacer frente a una imprevista falta de liquidez, en un contexto de baja actividad y de acceso restringido a algunos mercados de crédito. En tercer lugar, mientras que la fortaleza de sus monedas agravó los problemas a los que se enfrentaban los productores de Estados Unidos y del Reino Unido, el gasto empresarial en la zona del euro se vio especialmente afectado por el exceso de capacidad y por una importante corrección de los precios de las acciones en el sector de las telecomunicaciones.

En los últimos 18 meses, también se ha registrado un notable cambio en la financiación en el sector empresarial. Los prestatarios empresariales con alta calificación crediticia aprovecharon la suavización de la política monetaria y el giro hacia la financiación con bonos. Su emisión de títulos de deuda

Las empresas tuvieron que reducir su déficit financiero

siguió siendo alta, sobre todo en Estados Unidos y en el Reino Unido. A medida que se acentuaba la desaceleración, los inversionistas comenzaron a ser más selectivos y los diferenciales de los títulos empresariales no aptos para la inversión aumentaron, contrarrestando el efecto estimulador de la reducción de los tipos de interés a corto plazo. Como se señala en el capítulo VI, la solvencia de algunos tipos de empresas prestatarias empeoró debido a la reducción de beneficios y al aumento de quiebras que trajo consigo la desaceleración. Los riesgos específicos de cada sector desempeñaron un papel especial, sobre todo tras los acontecimientos de septiembre, y algunas industrias y empresas vieron seriamente reducido su acceso al crédito. Esta preocupación por el crédito también se tradujo en un endurecimiento de la concesión de préstamos por parte de los bancos y en la contracción del mercado de efectos comerciales en Estados Unidos. En Japón, la contracción del crédito se puede atribuir en gran medida a la escasa demanda. Al mismo tiempo, el creciente volumen de préstamos impagados en un periodo de deflación y el creciente número de quiebras redujeron la capacidad y la disposición de las instituciones financieras para facilitar crédito, especialmente a pequeñas y medianas empresas.

Mayores dificultades de acceso al crédito para las empresas, excepto en el caso de los prestatarios para inversiones de alta calificación

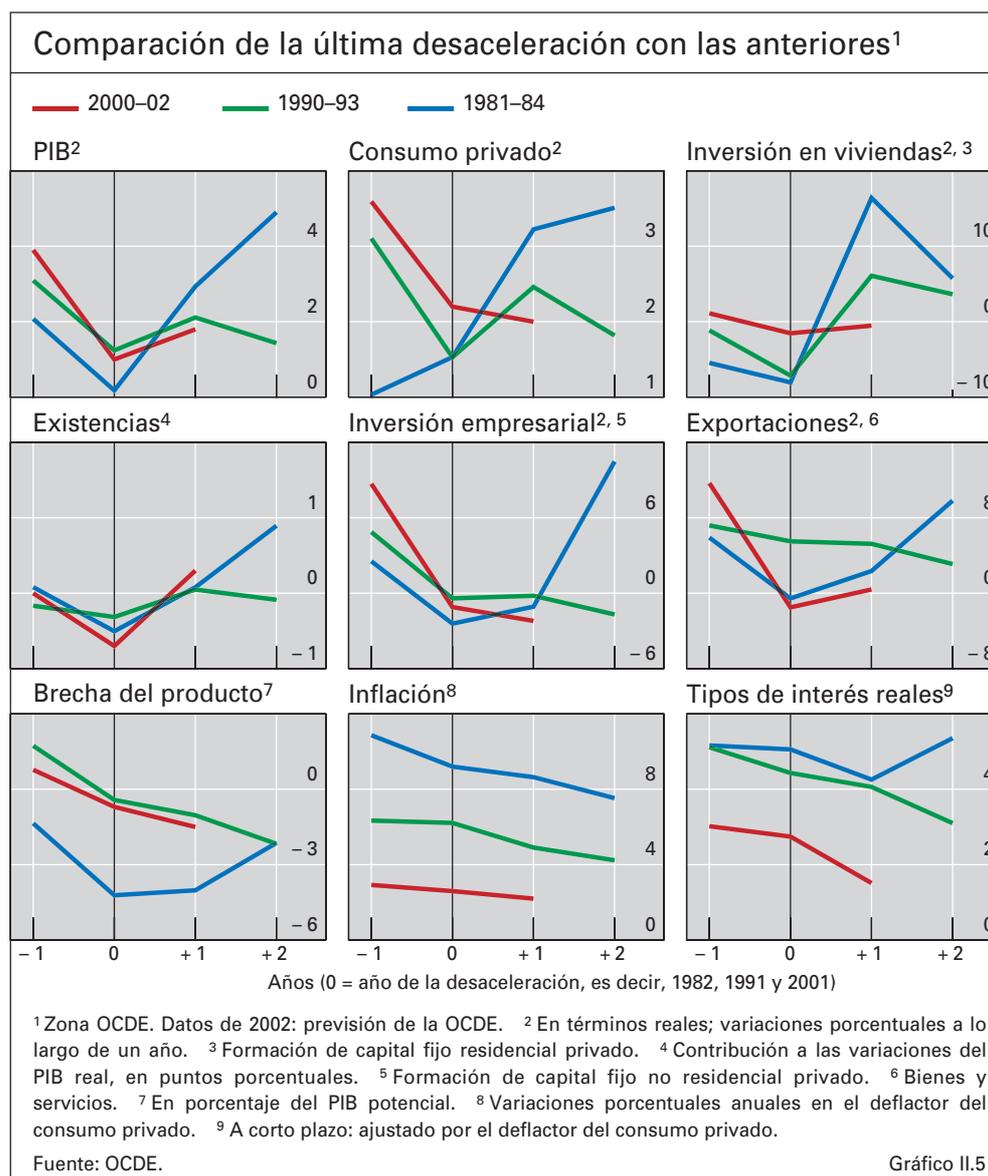
Condiciones crediticias, efecto-riqueza y gasto de las familias

En claro contraste con lo que ocurrió en el sector empresarial, el gasto de las familias mantuvo un buen ritmo en la mayoría de países, a pesar de los elevados niveles de deuda, de la caída de los precios de las acciones y de la creciente preocupación por las perspectivas laborales. El consumo privado se mantuvo muy activo en el Reino Unido e incluso aumentó en Australia. En Estados Unidos, el aumento de los despidos afectó a la renta de los hogares, pero las ventas al por menor resistieron extraordinariamente bien. Aunque el gasto de los hogares disminuyó en la zona del euro en su conjunto, se mantuvo alto en algunos países, especialmente en España y en Francia. En Japón, el consumo privado llegó a crecer en 2001.

La actividad del sector de la construcción también siguió una pauta excepcional. Al contrario que en Alemania (donde ha continuado disminuyendo tras el auge que se produjo después de la unificación) y en Japón (donde el gasto en obras públicas se ha reducido recientemente), la construcción se vio impulsada por el gasto público, especialmente en Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido. Además, la inversión en vivienda se sostuvo gracias a los precios de este sector en varios países. Esta solidez no es muy corriente, ya que en las desaceleraciones anteriores, la inversión en vivienda tendió a caer drásticamente en respuesta a la subida de los tipos de interés (véase el gráfico II.5).

Una de las causas de la capacidad de recuperación del gasto de los hogares fue la reducción de los tipos de interés a largo plazo y el dinamismo de los mercados hipotecarios. En Estados Unidos el tipo medio de los créditos a los hogares bajó dos puntos porcentuales durante el pasado año. A esto se sumó el bajo coste de la financiación ofrecida por los fabricantes de automóviles estadounidenses, lo que contribuyó a mantener el consumo privado hacia finales de 2001. En otros países de habla inglesa, los hogares

Capacidad de recuperación del gasto de las familias



supieron aprovechar el fuerte crecimiento de la financiación hipotecaria. Los coletazos de las primeras subidas de los precios de los activos podrían haber sido otro factor favorable. La relación entre el patrimonio neto y la renta de los hogares aumentó vertiginosamente durante la década de los 90 (más de 100 puntos porcentuales en Estados Unidos, el Reino Unido e Italia). Gran parte de esta mejora se debió a la subida de los precios de los activos financieros. Parece que el “efecto-riqueza” resultante fomentó el gasto de consumo durante la década de los 90, provocando una disminución casi general de las tasas de ahorro de los hogares, sobre todo en los países de habla inglesa. La única —e importante— excepción es Japón, donde el patrimonio neto de los hogares ha disminuido desde 1990, como consecuencia de la brusca caída de los precios de las acciones y del suelo, que se habían situado en niveles extremadamente altos.

Precios bajos de las acciones ...

Aunque los precios de las acciones comenzaron a bajar a principios de 2000, y siguieron haciéndolo en 2001, el consumo privado se mantuvo inesperadamente elevado en los países de la OCDE —aumentando en más

de un 2% en 2001—, a pesar de que el crecimiento del producto tan sólo alcanzó un 1%. Aún más desconcertante fue el hecho de que el gasto de los hogares se mantuviera mejor en los países donde se esperaban peores resultados tras la reducción de los precios de las acciones, como es el caso de Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido. Esto podría deberse a que el sustancial aumento del valor de la propiedad inmobiliaria que comenzó a mediados de los años 90 no mostró indicio alguno de moderación en 2001. De hecho, los precios de la vivienda han crecido durante el último lustro a una tasa anual cercana al 10% en términos reales en el Reino Unido, Irlanda, los Países Bajos y algunos países nórdicos, mientras que en la mayoría de los demás países industrializados lo hicieron en casi un 5% (véase el capítulo VII). Las principales excepciones fueron Alemania y Japón, donde los precios reales de la vivienda disminuyeron, y Canadá y Suiza, donde han permanecido generalmente estables durante los últimos años.

... pero significativo aumento del valor de la propiedad inmobiliaria

Teniendo en cuenta que el parque habitacional evoluciona con lentitud, es difícil calcular en qué medida podría el incremento del valor nominal del patrimonio inmobiliario aumentar el consumo. Por una parte, el efecto-riqueza es positivo, pero por otra, los alquileres de la vivienda tienden a subir cuando lo hacen los precios de las casas en propiedad. Aunque los propietarios de viviendas ahorren menos cuando suben los precios, los arrendatarios deben ahorrar más si aspiran a comprar una casa. Asimismo, los activos tangibles normalmente son menos líquidos que la riqueza financiera y las ganancias de capital son más ambiguas (ya que la información sobre los precios de la vivienda se encuentra más dispersa) y difíciles de materializar. Sea cual sea la influencia de la subida de los precios de la vivienda en el consumo, variará en función de la importancia del patrimonio inmobiliario.

En teoría, no está claro si la vivienda más cara afecta al consumo ...

No obstante, los efectos relacionados con los balances podrían constituir un importante mecanismo de transmisión de los precios de la vivienda al consumo. Una subida de los precios de la propiedad inmobiliaria eleva el valor de los activos fijos de los propietarios de viviendas con respecto a su pasivo. En Estados Unidos, las ventas anuales de viviendas se situaron en niveles significativamente altos en 2001, permitiendo a muchos hogares materializar las ganancias de capital a través de la venta de viviendas. Pero las transacciones de viviendas no son la única manera de obtener liquidez en las economías actuales. Como los hogares pueden obtener financiación presentando como garantía ganancias de capital todavía no obtenidas —es decir, sin vender sus hogares—, los activos reales se han convertido en activos mucho más líquidos. Se puede mejorar así la homogeneización intertemporal del consumo. La concesión más eficiente de crédito hipotecario de las últimas décadas podría haber acentuado esta tendencia.

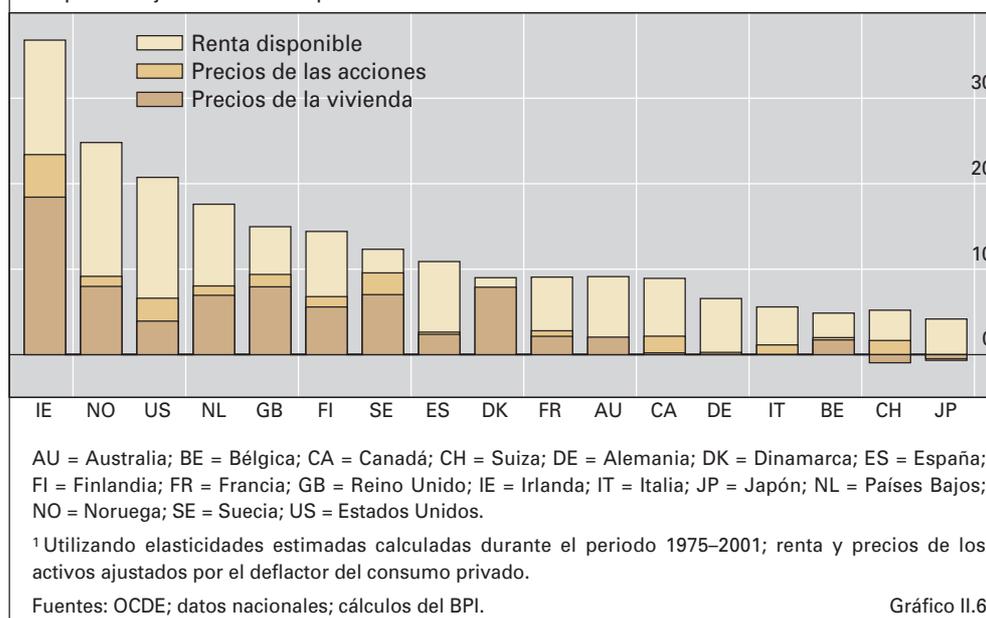
... pero los efectos relacionados con el balance podrían ser relevantes ...

Desde el punto de vista empírico, existen pruebas contundentes de que un aumento de la riqueza, tanto financiera como no financiera, produce un efecto positivo y significativo en el consumo. La subida del precio de la vivienda parece haber estimulado enormemente el consumo privado en los principales países de habla inglesa, los Países Bajos y los países nórdicos (véase el gráfico II.6). Sorprendentemente, parece que también ha ocurrido lo

... como demuestran las pruebas empíricas

Principales componentes del crecimiento del consumo privado real, 1996-2001¹

En porcentaje del consumo privado en 1995



mismo en países donde la riqueza inmobiliaria no es tan importante como la riqueza financiera. Esto podría deberse a que la “intensificación financiera” de los balances de los hogares (es decir, la capacidad para obtener liquidez a partir del patrimonio inmobiliario) ha sido mayor en los países que tienen sistemas financieros de mercado que en aquellos que recurren principalmente a los bancos. Estados Unidos constituyó quizá el ejemplo más destacado en 2001. La rápida subida de los precios de la vivienda, sumada a la creciente refinanciación de los créditos hipotecarios, amortiguó considerablemente los efectos negativos de la caída de la bolsa, del empeoramiento del mercado de trabajo y de la merma de confianza que supusieron los atentados del 11 de septiembre.

Indicios de mejora de las perspectivas económicas en 2002

Las perspectivas de la economía mundial han mejorado significativamente desde finales de 2001 y el comercio mundial parece estar recuperándose. En Estados Unidos, la producción se recuperó en el cuarto trimestre del año pasado y cobró una fuerza extraordinaria en el primer trimestre de 2002, aunque algunos indicadores señalan que desde entonces la actividad ha disminuido en cierta medida. En la zona del euro, las empresas también recuperaron la confianza, lo cual lleva a pensar que la recuperación está extendiéndose. Por el contrario, el consumo privado se mostró rezagado durante los primeros meses de 2002, a causa del aumento significativo de los precios y de la baja tasa de empleo. En Japón, las perspectivas a corto plazo se mantuvieron poco halagüeñas, aun a pesar de que las encuestas a las empresas y los datos más recientes sobre las exportaciones y la producción industrial

apuntan a que la desaceleración puede estar tocando fondo. Sin embargo, al seguir reduciéndose los salarios nominales, las perspectivas de consumo privado permanecen exiguas.

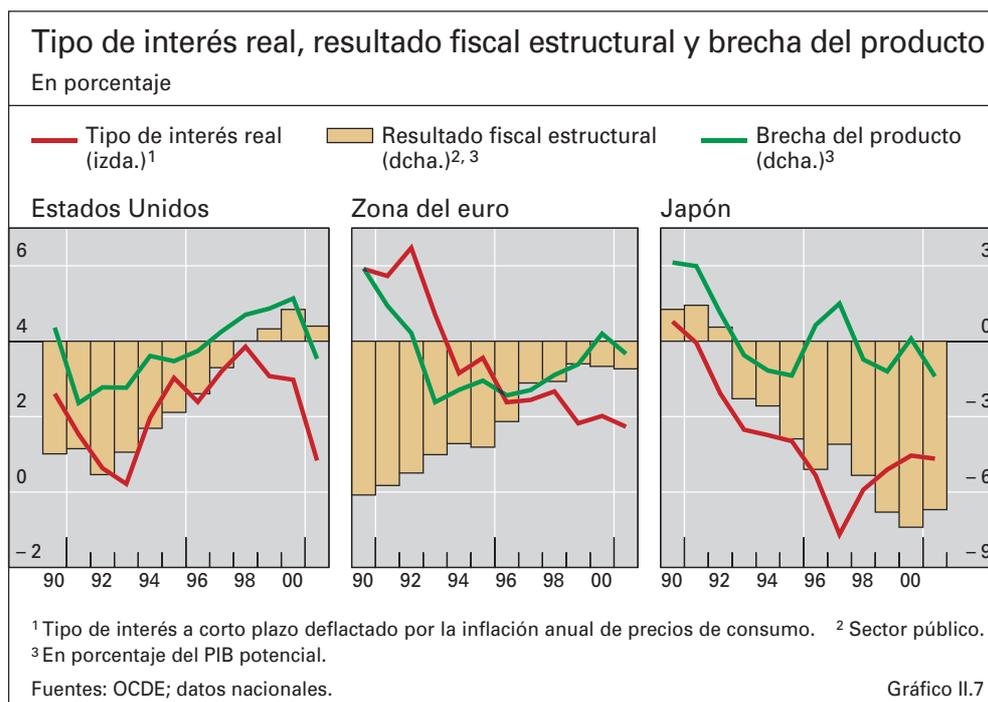
Factores a favor de la recuperación actual

Tanto la suavización de la política monetaria como una postura fiscal más expansiva han contribuido a mantener la demanda agregada (véase el gráfico II.7). A medida que aumentaba la desaceleración el año pasado, los tipos de interés a corto plazo fueron bajando considerablemente. Esta significativa suavización de la política monetaria ha sido especialmente importante en Estados Unidos, donde el año pasado la Reserva Federal redujo rápidamente los tipos oficiales hasta niveles a los que no se llegaba desde los años 60. Asimismo, las políticas presupuestarias en todo el mundo han adquirido tintes más expansivos, siendo el gasto público especialmente intenso en el Reino Unido. Estados Unidos realizó importantes rebajas fiscales el verano pasado y el gasto público ha crecido considerablemente, sobre todo desde los atentados terroristas. A principios de este año se adoptaron nuevas medidas, aunque menos extensas de lo previsto. La relajación de la política presupuestaria de Estados Unidos en 2002 podría alcanzar casi un 1,5% del PIB. También se espera que la política fiscal apoye la demanda en Canadá, Noruega y Suecia.

Políticas de apoyo

Además del estímulo fiscal provisional, otros factores excepcionales también han favorecido la recuperación. En primer lugar, la caída de los precios del petróleo hasta finales de 2001 redujo la inflación general, lo que contribuyó a mantener la renta real disponible. En segundo lugar, las variaciones de las existencias reforzaron enormemente el producto mundial a comienzos de 2002, sobre todo en los sectores del automóvil y de la

Factores excepcionales que han coadyuvado a la recuperación



tecnología de la información (TI). Al mismo tiempo, los últimos indicadores señalan que la recuperación mundial encabezada por Estados Unidos puede estar extendiéndose a otros sectores y regiones. La construcción de viviendas aumentó considerablemente a comienzos de 2002 en Estados Unidos, así como en otros importantes países de habla inglesa. Asimismo, al considerarse que los productos de alta tecnología tienen una vida económica relativamente breve, la capacidad actual podría quedarse obsoleta rápidamente y hacer más necesaria la adquisición de nuevo equipamiento. La inversión estadounidense en equipos y programas informáticos aumentó en el primer trimestre de 2002.

Factores que podrían dificultar la recuperación

Pueden aparecer dificultades en las condiciones de los mercados financieros ...

No obstante, las condiciones del mercado financiero podrían moderar la recuperación. Los rendimientos de los bonos del Estado no respondieron a la suavización de la política monetaria del año pasado y han estado muy ligados a los cambios de opinión de los inversionistas con respecto a la recuperación desde octubre de 2001. Los tipos de interés aumentaron a finales del año pasado en un contexto de mayor optimismo sobre las perspectivas macroeconómicas generales, mayor preocupación por la situación fiscal en algunos países y expectativas de un temprano endurecimiento monetario (véase el capítulo IV). Sin embargo, a medida que aumentaba la preocupación entre los inversionistas sobre la fuerza de la recuperación, los tipos de los bonos volvieron a bajar en abril y mayo de ese año, y los diferenciales de las empresas se redujeron ligeramente. Aunque estos factores deberían favorecer la recuperación, la capacidad de las empresas para obtener financiación continúa limitada, debido a la mayor cautela que muestran los inversionistas tras una serie de quiebras de primer orden que se produjeron en diversos países.

... y en los balances de situación empresariales

En cuanto a las empresas, es importante saber a qué ritmo pueden recuperarse los beneficios. Por una parte, el coeficiente entre los beneficios y el PIB se ha mantenido relativamente estable en la zona del euro. En Japón, la última encuesta *Tankan* muestra que las empresas japonesas esperan que los beneficios se recuperen a un ritmo bastante rápido en 2002. En Estados Unidos, una marcada disminución de los costes laborales unitarios contribuyó a una importante recuperación de los beneficios en los últimos trimestres, lo que hace esperar que la espectacular disminución de la participación en los beneficios registrada en 2001 pudiera invertirse pronto. Por otra parte, cualquier acercamiento de los tipos de interés a niveles más normales elevaría el coste del servicio de la deuda y ejercería mayores presiones sobre los márgenes de beneficios, lo que podría obligar a las empresas a seguir corrigiendo sus balances antes de que la inversión pueda recuperarse. El exceso de capacidad también podría minar la inversión empresarial durante mucho tiempo. De hecho, la actual debilidad de los precios de los semiconductores indica que sigue habiendo un considerable exceso de capacidad en el sector de la TI. Asimismo, la tasa de utilización de la capacidad en el sector manufacturero de los países de la OCDE se mantiene muy por debajo de la media de la

década de los 90. Una importante excepción es la zona del euro, donde el exceso de capacidad —salvo en el sector de las telecomunicaciones— parece más limitado.

La recuperación podría variar según los países

El impulso de la recuperación tangible de principios de 2002 ha sido muy diferente en cada país, quizás por no concurrir la mayoría de los factores que generaron un alto grado de sincronización durante la desaceleración.

En primer lugar, las políticas adoptadas han variado considerablemente en cada país. Un factor evidente es el distinto grado de suavización de la política monetaria. Teniendo en cuenta los niveles de inflación y producción (véase el capítulo IV), los tipos de interés a corto plazo han bajado menos en Europa que en Estados Unidos y apenas han variado en Japón, donde se encuentran cercanos al nivel cero. También existen sorprendentes disparidades en lo que se refiere a la política fiscal. Mientras que la orientación presupuestaria se ha vuelto claramente expansiva en los principales países de habla inglesa, en la zona del euro los actuales niveles de déficit y deuda han limitado en mayor medida la demanda pública. Aunque en 2001 se permitió la intervención de los estabilizadores automáticos para amortiguar el efecto de la desaceleración, el tono de la política fiscal podría endurecerse ligeramente en 2002. En Japón, se ha impuesto un estricto tope a la financiación mediante bonos y el presupuesto adoptado para el ejercicio fiscal de 2002 prevé una considerable disminución del gasto público, especialmente en obras públicas.

Diferentes ritmos de recuperación

En segundo lugar, y quizá más importante, la tasa de crecimiento potencial parece diferir mucho entre los principales países industrializados, lo que implicaría una recuperación cíclica más acusada en Estados Unidos dada la magnitud de las distintas brechas del producto existentes. La productividad del trabajo en el sector no agrario estadounidense se mantuvo alta durante la desaceleración, creciendo un 2% anual entre 1996 y 2001 (véase el gráfico II.4). Esto, unido a un rápido crecimiento de la tasa de población activa, conlleva una tasa de crecimiento potencial del producto relativamente alta, lo que contribuiría a mantener los beneficios empresariales y los incrementos salariales reales. Los resultados del resto de los principales países industrializados han sido menos significativos. En Japón, la tasa media de crecimiento del producto registrada durante la última década ha sido muy baja, y la productividad del trabajo tan sólo ha crecido a un ritmo anual de un 0,75% durante los últimos cinco años. En la Unión Europea, el aumento medio anual de la productividad del trabajo ha sido del 1,25% durante el último lustro y el crecimiento potencial sigue viéndose limitado por el estancamiento de la población activa y por las rigideces estructurales existentes tanto en los mercados de productos como de trabajo. No obstante, el desempleo estructural ha disminuido en algunos países gracias a los incentivos para la contratación de trabajadores jóvenes o no cualificados. Por ejemplo, Francia ha reducido las contribuciones a la seguridad social para los trabajadores menos cualificados, mientras que otros países europeos han fomentado la

Diferentes perspectivas de crecimiento subyacentes

contratación mediante un mercado laboral más flexible. Sin embargo, esas medidas podrían haber perjudicado en cierta medida la productividad del trabajo en un primer momento, aunque logren aumentar el crecimiento potencial a largo plazo.

Perspectivas a medio plazo

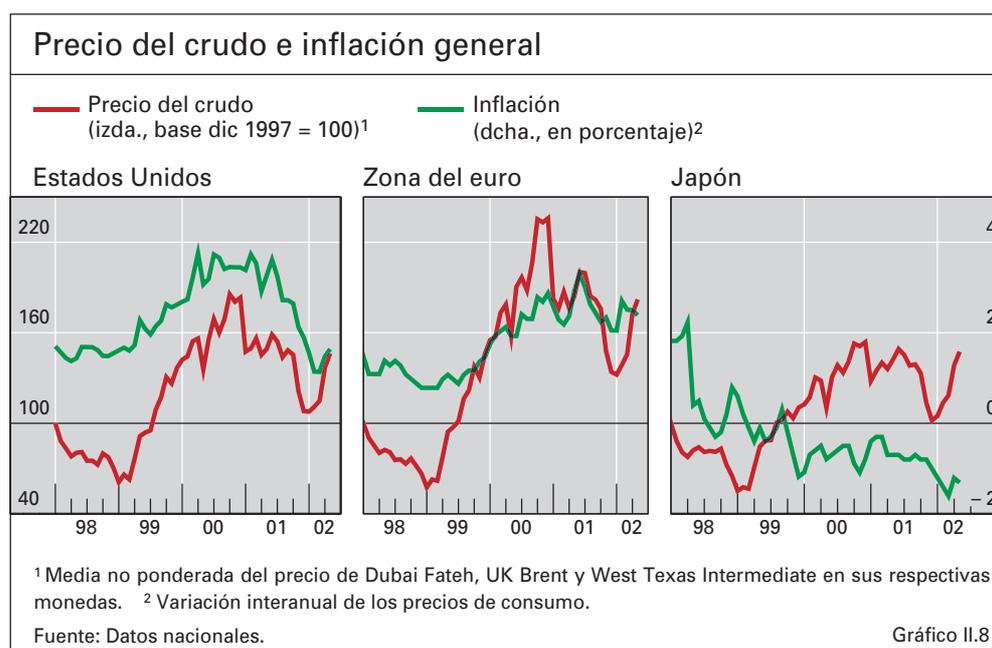
Más allá de los próximos trimestres, el ímpetu de la recuperación mundial actual podría depender sobre todo de las perspectivas de inflación, así como de los equilibrios financieros internos y externos.

Perspectivas de la inflación

A medida que la desaceleración mundial se intensificaba en 2001, las presiones inflacionarias fueron disminuyendo en la mayoría de los países. Sin embargo, esta bajada generalizada de la inflación se debió en gran medida al descenso de los precios de las materias primas (véase el gráfico II.8). La inflación subyacente —es decir, excluidos los precios de los alimentos y de la energía— se ha mantenido relativamente estable, y en la zona del euro incluso ha sobrepasado el 2%.

En Estados Unidos, la inflación general disminuyó considerablemente, pasando de casi un 4% a comienzos de 2001 a tan sólo un 1% un año más tarde. En Japón, los precios de consumo continuaron bajando a un ritmo algo más rápido en el segundo semestre de 2001. En el Reino Unido, la inflación general disminuyó con rapidez, debido principalmente a la reducción de los tipos hipotecarios. Si se excluye este efecto, la reducción de la inflación fue menos pronunciada, quedando justo por debajo del objetivo del Banco de Inglaterra. En Suiza, la apreciación de la moneda situó la inflación general en un nivel cercano a cero hacia finales de 2001. En cambio, los precios de consumo en la zona del euro subieron vertiginosamente en el primer

Se espera que la
inflación mundial
permanezca baja ...



semestre de 2001, debido al aumento de los impuestos indirectos (en Alemania y los Países Bajos), al encarecimiento temporal de los alimentos y al efecto retardado que tuvieron la subida de los precios del petróleo y un menor tipo de cambio. Sin embargo, la inflación disminuyó durante el segundo semestre, aunque se mantuvo en un nivel algo superior al objetivo anunciado por el Eurosistema.

Se espera que la inflación mundial permanezca baja durante 2002, sobre todo teniendo en cuenta la suavización de las tensiones en el mercado de trabajo. La capacidad de las empresas para fijar los precios continúa limitada en todos los países por el todavía gran exceso de capacidad y por la creciente competencia en los mercados internacionales.

No obstante, sigue habiendo ciertos riesgos de inflación. En los países europeos con mercados de trabajo rígidos, los asalariados podrían reaccionar frente a la mejora de las perspectivas de crecimiento pidiendo salarios más altos. El impacto podría ser aún mayor si los sindicatos también reivindicaran compensaciones por pérdidas salariales anteriores. Además, los precios de la energía han subido recientemente y podrían seguir haciéndolo en un clima político inestable. Los principales países productores de petróleo se han comprometido a ajustar la oferta para mantener estables los precios, pero está por verse si la medida será suficiente para impedir que los precios de la energía se encarezcan. También pueden existir otras presiones inflacionarias en países donde el tipo de cambio está expuesto a caídas bruscas o donde los precios de la vivienda han subido de forma cuantiosa.

Afortunadamente, las recientes oscilaciones de la inflación podrían haber reducido el riesgo que esas presiones inflacionarias suponen para la estabilidad de los precios a medio plazo. Parece que tras la notable

... en respuesta a las fuerzas seculares, a pesar de los riesgos a corto plazo

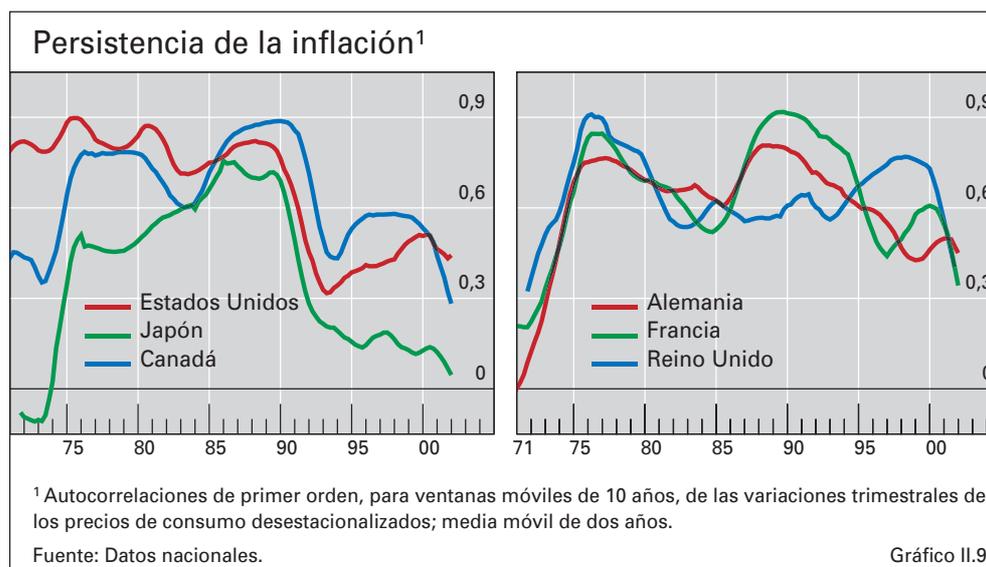
Expectativas inflacionarias mejor ancladas

Principales características de la inflación en los países industrializados avanzados ¹					
	Periodo	Media	Dispersión ²	Variabilidad ³	Persistencia ⁴
Estados Unidos	1970–1989	6,3	3,2	0,5	0,8
	1990–2001	3,0	1,0	0,4	0,6
Países europeos ⁵	1970–1989	8,3	4,1	0,5	0,8
	1990–2001	3,1	1,6	0,5	0,6
Japón	1970–1989	5,8	5,4	0,9	0,7
	1990–2001	0,9	1,4	1,6	0,3
Canadá	1970–1989	6,9	3,1	0,4	0,8
	1990–2001	2,3	1,6	0,7	0,4
Australia	1970–1989	9,1	3,4	0,4	0,5
	1990–2001	2,8	2,2	0,8	0,2
Países industrializados avanzados ⁵	1970–1989	7,1	3,9	0,6	0,8
	1990–2001	2,7	1,4	0,6	0,5

¹ Cálculos basados en variaciones porcentuales anuales del índice de precios al consumo trimestral desestacionalizado (para la persistencia a corto plazo, variaciones trimestrales). ² Calculada como la desviación estándar. ³ Coeficiente entre la desviación estándar y la media aritmética. ⁴ Coeficiente de autocorrelación de primer orden de las variaciones trimestrales; los valores inferiores de los años 90 indican disminuciones de la persistencia a corto plazo. ⁵ Media ponderada basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 1995.

Fuente: Datos nacionales.

Cuadro II.4



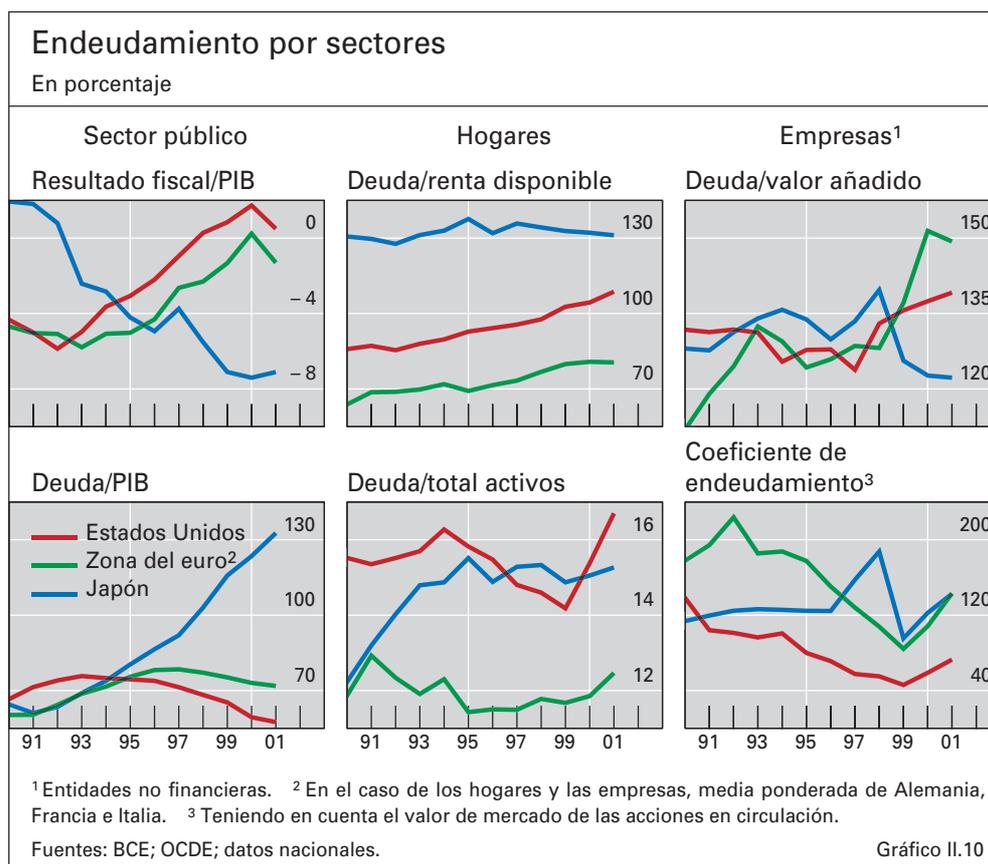
disminución del nivel y volatilidad de la inflación en la década de los 90 (véase el cuadro II.4), las expectativas inflacionarias están mejor ancladas. En concreto, en el nuevo clima de inflación baja y controlada, parece que los agentes miran más hacia el futuro y basan sus expectativas de inflación en la política monetaria y no tanto en las tasas de inflación anteriores (véase el capítulo IV). En este sentido, la persistencia a corto plazo de los cambios en la inflación se ha reducido, especialmente durante el último decenio (véase el gráfico II.9). Este cambio, que se ha puesto de manifiesto sobre todo en los países que cuentan con un sistema de objetivos de inflación, implica que la inflación pasada ya no es tan relevante a la hora de explicar la inflación actual.

Desequilibrios internos

El segundo factor que podría influir en la capacidad de sostenimiento de la recuperación a medio plazo es el grado de endeudamiento. La deuda del sector privado aumentó considerablemente durante la década de los 90 y los balances de las empresas y de los hogares no mejoraron durante 2001 al mismo ritmo que durante desaceleraciones anteriores. Esta cuestión ha despertado gran interés. ¿Exigirán los elevados niveles de deuda una corrección más profunda de los balances? ¿Conllevarán en algún momento un drástico recorte del gasto? No es fácil responder a estas preguntas, entre otras cosas porque los diferentes indicadores sugieren conclusiones distintas (véase el gráfico II.10).

Examinando primero la evolución de la tasa de ahorro neta (es decir, la diferencia entre ahorro e inversión), los hogares en la mayoría de los países experimentaron un significativo descenso durante la década de los 90 (véase el gráfico II.11). Los excedentes se redujeron drásticamente en Japón y se transformaron en déficit en Estados Unidos. En este último caso, un factor decisivo fue que la reducción de los tipos de interés nominales y los considerables incrementos patrimoniales indujeron a los hogares a financiar el aumento del gasto endeudándose todavía más. En este sentido, la evolución

Significativo descenso de la tasa de ahorro neta de los hogares

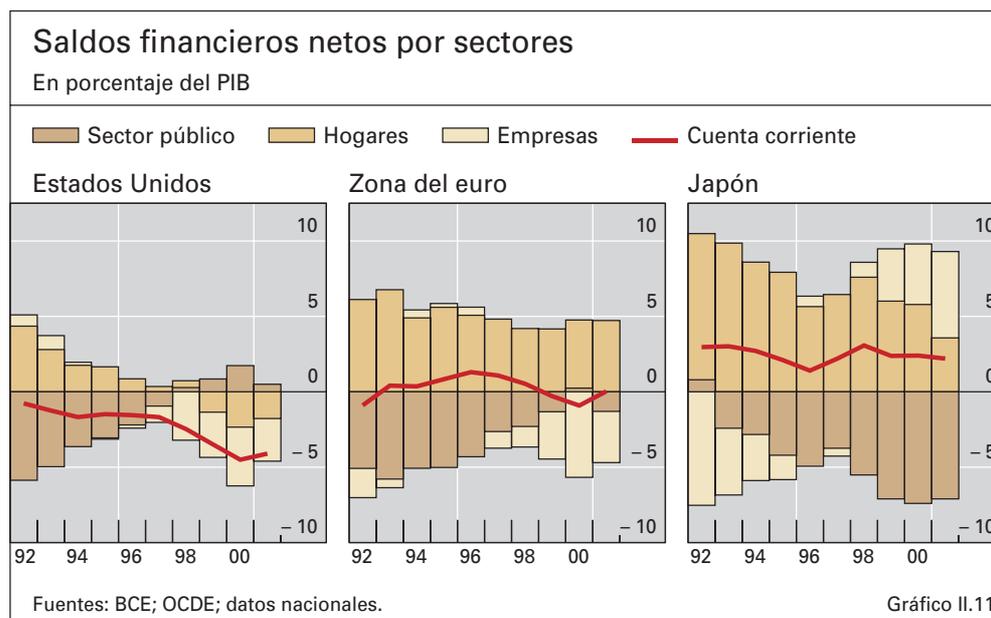


de los mercados hipotecarios ha sido especialmente importante, ya que no sólo ha reducido las restricciones de liquidez, sino que también ha permitido a los hogares limitar el aumento de los costes del pago de la deuda. Así por ejemplo, en 2001 los hogares mejoraron sus saldos financieros y redujeron los pagos de intereses sustituyendo ciertos tipos de deuda por créditos hipotecarios.

En Japón, para contrarrestar el gran nivel de deuda acumulado en el pasado, las entidades no financieras han recortado el gasto en inversión y han utilizado su creciente excedente de ahorro. En cambio, en la zona del euro se ha producido una escasez de ahorro cada vez mayor, aunque se ha debido en parte a los incentivos fiscales para reducir los beneficios no distribuidos. En Estados Unidos, el déficit financiero de las empresas, que había aumentado durante la década de los 90, disminuyó el año pasado cuando éstas redujeron su gasto de inversión y sus existencias. Por consiguiente, la relación entre el coste de intereses y el flujo de caja es hoy mucho menor que en vísperas de la recesión de 1990–91.

Pasando a los indicadores de deuda, la tasa de endeudamiento bruto tanto de los hogares como de las empresas ha aumentado en general en los países industrializados avanzados desde mediados de los años 90 y actualmente son más altas de lo que suelen serlo al comienzo de una recuperación. Las deudas pendientes representan más de un 100% de la renta disponible de los hogares en los países del G-7, lo que equivale a un aumento de 10 puntos porcentuales desde la última desaceleración económica. El coeficiente entre la deuda de las entidades no financieras y el

Los niveles de deuda privada son altos ...



PIB casi alcanzó el 90% en los países del G-7 en 2001, frente a aproximadamente un 80% hace 10 años. Preocupan especialmente los niveles de deuda del sector de equipos de alta tecnología y de telecomunicaciones, en el que las empresas tendrán que mejorar sus balances en un clima de exceso de capacidad y bajada de precios.

... pero no tanto comparados con los niveles actuales de los precios de los activos

Sin embargo, el volumen de deuda sigue pareciendo relativamente modesto cuando se tienen en cuenta los precios de los activos. De hecho, la subida de los precios de los activos registrada durante la década de los 90 ha aumentado el patrimonio neto de los hogares en la mayoría de los países del G-7. En la actualidad, la deuda representa tan sólo un 15% de la riqueza bruta de los hogares, lo que supone aproximadamente el mismo nivel que a comienzos de los años 90. Asimismo, el coeficiente de endeudamiento de las empresas ha disminuido en los últimos 10 años. No obstante, el coeficiente de endeudamiento de las empresas japonesas aumentó en 2001, ya que la caída del precio de las acciones contrarrestó las cuantiosas amortizaciones de deuda.

La ausencia de un claro indicador para calificar la deuda como "insostenible" no significa que las consideraciones financieras no pongan en peligro las perspectivas de crecimiento futuro. En primer lugar, una parte significativa de la mejora del flujo de caja de las empresas observada en 2001 tuvo su origen en el ajuste de las existencias y el recorte de la inversión. El flujo de caja podría empeorar de nuevo, una vez que concluya el ajuste de las existencias o si la inversión se recupera antes de obtener beneficios. En segundo lugar, en muchos sectores se ha producido un empeoramiento generalizado de la calidad del crédito. Los prestatarios muy endeudados del sector europeo de las telecomunicaciones, obligados a solicitar aún más préstamos para instalar las infraestructuras necesarias, están enfrentándose a primas de riesgo más altas. En tercer lugar, los precios actuales de algunos activos se sitúan en niveles que hacen que la deuda privada parezca relativamente modesta, y podrían resultar excesivos.

Algunos observadores temen que los precios de la vivienda vuelvan a bajar, mientras que otros sostienen que la reciente subida no se contradice con las variables fundamentales. Más importante aún es el hecho de que la relación precio/beneficios de los valores se haya mantenido relativamente alta durante la desaceleración (véase el capítulo VI). De no cumplirse las previsiones sobre beneficios reflejadas en los precios de las acciones, podrían producirse algunos ajustes a la baja. En este sentido, son especialmente importantes las perspectivas a largo plazo de la productividad, que parecen haber mejorado, sobre todo en Estados Unidos. Asimismo, la creciente competencia en los mercados sigue reduciendo los márgenes de beneficios, y se prevé que los asalariados absorban parte de los incrementos de la productividad. Por consiguiente, incluso si el crecimiento de la productividad se mantiene elevado y se produce una fuerte recuperación, podría ser difícil para las empresas estadounidenses conseguir que su participación en la renta nacional vuelva a alcanzar el máximo de 1996–97.

Los recientes acontecimientos ocurridos en el sector público también son motivo de preocupación. A pesar de las mejoras registradas en Estados Unidos y Europa, el coeficiente entre deuda pública y PIB ha permanecido elevado, lo cual indica que los gobiernos aún no han hecho lo suficiente para recuperar su margen de maniobra tras los excesos de las décadas de los 70 y los 80. Esta situación es especialmente grave ya que el envejecimiento de la población acabará por elevar considerablemente la tasa de endeudamiento a medio plazo. Asimismo, la política fiscal se suavizó durante la última desaceleración, lo que implicará cierto endurecimiento en el futuro. El superávit fiscal en Estados Unidos ha desaparecido rápidamente tras la desaceleración de la economía y las considerables reducciones de impuestos. Las perspectivas presupuestarias a largo plazo también han empeorado y podrían hacerlo aún más a la luz de los acontecimientos del 11 de septiembre. Se ha previsto en el presupuesto que vuelvan a aumentar los gastos militares, cuya disminución fue uno de los principales factores que reforzó la consolidación de la situación fiscal de Estados Unidos en la última década.

En la zona del euro, el presupuesto agregado de los gobiernos siguió registrando déficit en 2001, a pesar de que el producto se acercó a su nivel potencial. En algunos países, la relación entre el déficit y el PIB se aproximó al tope del 3%, mermando la confianza en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En Japón, la situación fiscal es motivo de especial preocupación. Debido al elevado y creciente nivel de deuda pública, las agencias de calificación crediticia han revisado a la baja la calificación de la deuda soberana a largo plazo del país. Además, el aumento significativo de préstamos impagados podría minar la credibilidad de las instituciones financieras y hacer necesaria una inyección de fondos públicos en los bancos.

Persisten los desequilibrios externos

Una última cuestión que puede tener consecuencias para los mercados financieros y para el futuro crecimiento de la demanda es la persistencia

Cuestiones
relacionadas con el
sector público

de grandes desequilibrios externos. La magnitud de la discordancia entre las balanzas por cuenta corriente mundiales, y su reciente aumento, crean una cierta incertidumbre sobre el volumen exacto de la misma (véase el cuadro II.5). No obstante, los desequilibrios mundiales continúan siendo considerables y existen razones para pensar que plantean un problema más grave que en el pasado.

La atención se ha centrado en Estados Unidos, que ha sido la locomotora de la economía mundial en los últimos años y que en la actualidad está incurriendo en un déficit por cuenta corriente de más de 400 mil millones de dólares, lo que equivale a aproximadamente un 4% de su PIB y a casi un 8% del ahorro total en el resto del mundo. Asimismo, la posición inversora internacional neta de este país ha empeorado considerablemente en los últimos años, con unos pasivos netos equivalentes al 22% del PIB en 2000 (a precios de mercado). Esta cifra se aproxima a la de Canadá, tradicional importador de capital, pero está muy por encima del 8% del Reino Unido. Además, contrasta radicalmente con los activos netos internacionales de Japón (24%) o de los principales países de la zona del euro (4% de media). Por supuesto, esto plantea el interrogante de si los inversionistas internacionales desean aumentar sus tenencias de activos estadounidenses a la vez que aumenta el déficit por cuenta corriente, lo que podría repercutir claramente en el tipo de cambio del dólar (véase el capítulo V). La respuesta no está clara, ya que los últimos acontecimientos y los análisis a largo plazo apuntan a direcciones contrarias.

El primer aspecto positivo que hay que señalar es que el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos disminuyó el año pasado. Sería todo un error pensar que esta disminución es decepcionante comparada con la recesión de principios de los años 90. Una gran parte de la variación experimentada entre 1990 y 1991 (1,5% del PIB) puede atribuirse a transferencias especiales relacionadas con la guerra del Golfo. Por otro lado, a diferencia de lo ocurrido a principios de los años 90, la última

Estados Unidos está incurriendo en un déficit por cuenta corriente cercano al 4% del PIB

Balanza por cuenta corriente de las principales regiones						
	1997	1998	1999	2000	2001	2002 ¹
	en miles de millones de dólares de EEUU					
Estados Unidos	-140	-217	-324	-445	-417	-435
Unión Europea	107	62	5	-28	29	30
Japón	97	119	115	119	89	110
Otros países industrializados avanzados	9	-5	8	54	55	47
Países emergentes asiáticos	20	115	107	92	99	78
Resto del mundo	-95	-164	-63	45	2	-43
Mundo ²	-2	-90	-152	-163	-143	-213

¹ Previsiones del FMI. ² Refleja los errores, omisiones y asimetrías de las estadísticas de la balanza de pagos.
Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*. Cuadro II.5

desaceleración ha adquirido dimensiones mundiales, lo que implica que las exportaciones e importaciones han disminuido a un ritmo prácticamente similar y que el déficit comercial de Estados Unidos ha permanecido relativamente elevado.

En segundo lugar, las perspectivas dependen fundamentalmente del crecimiento relativo de la productividad, que en Estados Unidos ha aumentado considerablemente durante los últimos años, y donde se prevé que el crecimiento potencial y la tasa de rendimiento del capital permanezcan muy superiores a los de otros países. Incluso en caso de que el crecimiento del producto en Estados Unidos no fuera lo suficientemente rápido como para impedir un nuevo aumento del coeficiente entre la deuda externa y el PIB, si se confirman a largo plazo las cifras favorables de productividad, Estados Unidos podría seguir siendo un destino atractivo para los inversionistas extranjeros. Por lo tanto, las entradas de capital a largo plazo podrían continuar financiando un creciente déficit por cuenta corriente sin ejercer excesivas presiones en los tipos de cambio y en los tipos de interés.

En tercer lugar, los recientes flujos de capital a largo plazo también pueden considerarse relativamente alentadores. Aunque Estados Unidos fue el primer país en el que se inició la desaceleración, y a pesar de la conmoción producida por los acontecimientos del 11 de septiembre, las entradas de capital a largo plazo en Estados Unidos continuaron situándose por encima del déficit por cuenta corriente. Los flujos de inversión extranjera directa y las compras de acciones estadounidenses en el exterior cayeron vertiginosamente, mientras que las adquisiciones extranjeras de bonos estadounidenses subieron, sobre todo las de los bonos de agencias y de empresas (véase el cuadro II.6). Sin embargo, aunque esas entradas atenuaron las presiones sobre las empresas estadounidenses para mejorar el flujo de caja y contribuyeron significativamente a la recuperación del sector de la vivienda, la sustitución de la financiación mediante acciones por financiación mediante deuda aumentó la carga del pago de la deuda en el futuro.

Balanza de pagos de las tres principales zonas económicas									
	Estados Unidos			Zona del euro			Japón		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001
en miles de millones de dólares de EEUU									
Cuenta corriente	-324	-445	-417	-28	-65	1	115	119	89
Bienes	-345	-452	-427	59	11	73	122	116	71
Servicios	84	76	79	-4	-5	3	-54	-48	-43
Renta	-14	-15	-19	-39	-26	-32	58	61	69
Transferencias corrientes	-49	-54	-50	-44	-45	-43	-11	-10	-8
Capital neto a largo plazo	370	485	445	-228	-86	-33	-7	-35	-73
Inversión directa	146	135	2	-125	26	-93	-10	-23	-32
Acciones	-2	94	19	-71	-235	126	71	-21	28
Bonos	226	256	424	-32	123	-66	-68	9	-69

Fuentes: BCE; datos nacionales.

Cuadro II.6

Abordando aspectos más preocupantes, lo primero que cabe destacar es la incapacidad del ahorro estadounidense para recuperarse durante la expansión de la inversión de finales de los años 90. De hecho, la relación entre el ahorro nacional y el PIB se redujo en casi 3 puntos porcentuales entre 1998 y 2001, ya que la gran disminución del ahorro de los hogares contrarrestó con creces la mejora del ahorro público. Sin embargo, el hecho de que la inversión en otras importantes regiones se haya mantenido escasa con respecto a la tasa de ahorro, también puede haber tenido cierta influencia. Así, el déficit comercial en Estados Unidos ha aumentado y es probable que siga haciéndolo, si este país sigue encabezando el crecimiento de Europa y Japón.

El comercio y las entradas de la inversión neta en Estados Unidos tienden a disminuir

El segundo asunto preocupante es el constante empeoramiento de la cuenta de renta procedente de la inversión neta de Estados Unidos. Aunque el descenso de los tipos de interés mundiales redujo la carga del pago de la deuda el año pasado, el déficit de esta cuenta aumentó, por haber disminuido los beneficios procedentes de las empresas extranjeras de propiedad estadounidense. Anteriormente, la renta procedente de la inversión extranjera directa neta era un factor positivo de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos, pero no se sabe con certeza si esta tendencia se mantendrá en el futuro. A finales de 2000, el volumen de inversión extranjera directa propiedad de Estados Unidos a precios de mercado ya era inferior al volumen de activos estadounidenses de propiedad extranjera. Además, si el rendimiento relativo del capital siguiera cambiando a favor de la inversión en Estados Unidos, sería cada vez más difícil para las empresas extranjeras de propiedad estadounidense obtener mejores resultados que las empresas estadounidenses de propiedad extranjera. Las perspectivas para los pagos netos de intereses también son preocupantes. Debido al aumento de los pasivos netos externos, Estados Unidos está cada vez más expuesto a las variaciones de los tipos de interés mundiales y a la opinión de los mercados financieros.

¿Quedará el creciente endeudamiento neto de Estados Unidos "compensado" por el superávit por cuenta corriente en el resto del mundo?

A más largo plazo, cabe preguntarse si el creciente endeudamiento externo de Estados Unidos quedará fácilmente "compensado" por la acumulación de superávit por cuenta corriente en el resto del mundo, y si estos superávit, implícitos en la identidad contable mundial, concuerdan con la probable evolución de los saldos de ahorro e inversión en otros países. Desde esta perspectiva, la zona del euro actualmente se encuentra casi en equilibrio, ya que un ligero excedente de ahorro del sector privado contrarresta más o menos la magnitud negativa del ahorro en el sector público. Según las previsiones actuales, es probable que esta situación no varíe en un futuro cercano.

En Japón, el superávit por cuenta corriente sigue siendo considerable, y no hay que olvidar que este país es la principal fuente de financiación para el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos. Esto refleja en gran medida un importante superávit financiero en el sector empresarial, que ha seguido creciendo a medida que las empresas aumentaban su tasa de ahorro y reducían sus inversiones ante los niveles extraordinariamente altos de deuda y el exceso de capacidad (véase el gráfico II.11). Sin embargo, al estar Japón

en un estadio avanzado en el proceso de envejecimiento demográfico mundial, puede convertirse a medio plazo en un lugar de producción menos atractivo, y depender así en mayor medida de las remesas procedentes de las empresas extranjeras de capital japonés y de los activos financieros extranjeros en manos de instituciones japonesas.

Entre las economías de mercado emergentes actualmente con superávit, las economías en transición podrían atraer mayor cantidad de inversión extranjera, al mejorar los sistemas de supervisión y seguir modernizando su capital. Por ello, es más probable que soliciten financiación en vez de ser una fuente de fondos. En Oriente Medio, el factor determinante son los precios del petróleo, pero es probable que la creciente población de algunos grandes productores de petróleo pese en los superávits por cuenta corriente a largo plazo. Asia será una región clave, ya que en los últimos años se ha convertido en una importante fuente de financiación del déficit de Estados Unidos. Como se señala en el capítulo III, las tasas de inversión cayeron vertiginosamente tras la crisis de 1997, y dado que las tasas de ahorro se mantuvieron altas, la región ha acumulado enormes superávits por cuenta corriente. Aunque es posible que haya habido algún exceso de capacidad antes de la crisis, a medio plazo es más probable que la inversión se recupere, en vez de caer más. Las oportunidades de inversión que brinda la adhesión de China a la OMC no pueden sino acelerar ese proceso. Si las tasas de ahorro siguen altas y los países asiáticos continúan fomentando las exportaciones como principal motor del crecimiento, la región podría seguir siendo, a todas luces, una importante fuente de financiación del déficit de Estados Unidos.

Sin embargo, un mayor ímpetu en la demanda interna en Asia podría llevar consigo el paso de una inversión en activos extranjeros a una inversión en activos nacionales, lo que podría aumentar la tasa de crecimiento potencial. Asimismo, la reducción de las rigideces estructurales en Europa podría aumentar la inversión empresarial y el crecimiento a largo plazo. El crecimiento más rápido de la demanda interna y unos niveles de inversión más elevados fuera de Estados Unidos podrían reducir los flujos de capital netos hacia este país, y permitir así un aumento continuo del déficit por cuenta corriente sin poner en peligro el crecimiento de la economía mundial y la estabilidad financiera.