

## II. Evolución de la situación en los países industriales avanzados

### Aspectos más destacados

El crecimiento anual se aceleró en 1998 en la mayoría de los países industriales avanzados, a pesar de la influencia cada vez más negativa de la extensión de la crisis económica y financiera de las economías de mercado emergentes de Asia y otras regiones. Sin embargo, hubo grandes diferencias entre los países en lo que se refiere a la capacidad de la demanda interna para contrarrestar el efecto negativo de las exportaciones netas. Contrariamente a las numerosas predicciones de que se desaceleraría la actividad económica, el PIB de Estados Unidos creció al mismo ritmo que en 1997 e incluso se aceleró a finales de año. En cambio, el crecimiento perdió mucha velocidad en la zona del euro durante 1998, y en Japón la recesión se agravó aún más, a pesar de la política fiscal y monetaria expansiva.

En un contexto caracterizado por la adopción de medidas acomodaticias, una baja inflación, favorables condiciones crediticias, mercados bursátiles en alza y un crecimiento relativamente elevado del empleo, el gasto de los hogares constituyó el principal motor de expansión de la demanda interna en los países que mejor resistieron a las perturbaciones externas el año pasado. De hecho, las tasas de ahorro de los hogares han descendido en algunos casos a mínimos históricos. La favorable situación de los mercados financieros y el notable aumento de la participación de los beneficios y de las tasas de rendimiento también han estimulado la inversión empresarial fija en estos países. El continuo descenso del precio relativo de los bienes de capital y las crecientes presiones internacionales para que se reduzcan los costos y mejore la eficiencia, han representado un impulso adicional, sobre todo a la inversión en equipo. En cambio, en los países en los que el crecimiento de la producción perdió velocidad durante 1998, el gasto de los hogares ha sido débil, en general, y las empresas han tendido a invertir los beneficios en activos financieros y no en activos reales.

Dado que el crecimiento de la producción efectiva fue superior al de la potencial en la mayoría de los países, las tasas de desempleo disminuyeron en general durante 1998. No obstante, la inflación continuó descendiendo, debido a la moderación de los salarios nominales, el descenso de los precios de las materias primas y el exceso de capacidad en los mercados mundiales de bienes. En Japón, la gran brecha de producción, que sigue creciendo, ha llevado a temer un descenso general de los precios. Sin embargo, hasta ahora apenas hay indicios de que se haya desencadenado una espiral deflacionista, ya que tanto la tasa de desinflación como las expectativas sobre la inflación se han mantenido estables en Japón.

El año pasado también experimentaron grandes cambios la balanza comercial y la balanza por cuenta corriente. A pesar de que disminuyeron las exportaciones japonesas a otros países asiáticos, el superávit por cuenta corriente de Japón aumentó considerablemente. En cambio, en Estados Unidos el elevado crecimiento de la demanda interna y la apreciación del dólar han hecho que este país haya absorbido la mitad del aumento de los superávits por cuenta corriente de Asia desde 1996. La balanza por cuenta corriente de los países exportadores de petróleo también ha empeorado considerablemente, debido a la disminución de los ingresos generados por el petróleo, mientras que el superávit conjunto de los países de la zona del euro se ha mantenido estable.

### Ajustes y respuestas de las autoridades a las perturbaciones externas

La recesión existente en las economías de los mercados emergentes ...

En el transcurso de 1998, la recesión y la tormenta financiera que sufrieron las economías de mercado emergentes afectaron cada vez más a los países industriales avanzados. Sin embargo, la magnitud de los efectos y sus vías de transmisión fueron muy distintas en los diferentes países y sectores, dependiendo de la naturaleza de las relaciones con las economías afectadas, de la fase del ciclo económico nacional, de las variaciones de los tipos de cambio y, sobre todo, de la respuesta de las autoridades económicas.

... se transmitió por varias vías

En conjunto, la relación de intercambio de los países industriales avanzados mejoró el año pasado, pero las exportaciones netas disminuyeron, ya que el crecimiento de las exportaciones reales se desaceleró y el volumen de importaciones siguió siendo alto debido al descenso de los precios de importación. Por otra parte, incluso en los casos en los que las variaciones de las exportaciones netas y la relación de intercambio fueron neutrales con respecto a la renta global y al nivel de actividad económica, hubo grandes cambios intersectoriales que complicaron las decisiones de las autoridades económicas. En particular, los precios de los sectores expuestos a la competencia mundial sufrieron presiones a la baja, y la demanda disminuyó en estos sectores. En cambio, el descenso de los precios de importación benefició a los hogares y a las empresas que venden en los mercados internos, generalmente menos competitivos. Estas divergencias también se reflejaron en los indicadores sobre el nivel de confianza: éste aumentó en el caso de los consumidores en casi todos los países y disminuyó en el de las empresas. Esta tendencia fue especialmente visible durante el segundo semestre de 1998, periodo en el que más se debilitó la demanda de exportaciones y más aumentó la competencia procedente de las importaciones de bajo costo.

En estas circunstancias, el crecimiento del PIB de los distintos países dependió en gran medida de la capacidad de la demanda interna para compensar los efectos negativos de las exportaciones netas. En conjunto, el cambio de sentido de los movimientos financieros mundiales en favor de los países industriales avanzados, las políticas —monetaria y fiscal— acomodaticias o neutrales y la situación financiera favorable en general, contribuyeron a elevar el crecimiento de la demanda. Sin embargo, dados los cambios intersectoriales

Contribuciones al crecimiento del PIB en algunos países									
	1997	1998	1998 4T	1997	1998	1998 4T	1997	1998	1998 4T
Variaciones porcentuales anuales									
	Estados Unidos			Japón			Zona del euro		
Demanda interna	4,3	5,3	5,6	0,0	-3,5	-3,1	1,9	3,3	3,0
Consumo	2,3	3,3	3,6	0,6	-0,6	0,0	0,9	1,8	2,1
Exportaciones netas	-0,4	-1,4	-1,4	1,4	0,6	0,1	0,7	-0,2	-0,6
PIB	3,9	3,9	4,3	1,4	-2,9	-3,0	2,5	3,0	2,4
	Canadá			Australia			Nueva Zelandia		
Demanda interna	5,3	2,3	0,9	3,5	6,3	5,2	3,4	-0,1	0,0
Consumo	2,4	1,6	1,2	2,0	2,6	2,4	1,8	1,0	0,6
Exportaciones netas	-1,5	0,7	1,8	0,2	-1,3	-0,5	-0,4	-0,6	-0,8
PIB	3,8	3,0	2,8	3,7	4,9	4,7	3,0	-0,8	-0,8

Fuentes: Banco Central Europeo; datos nacionales.

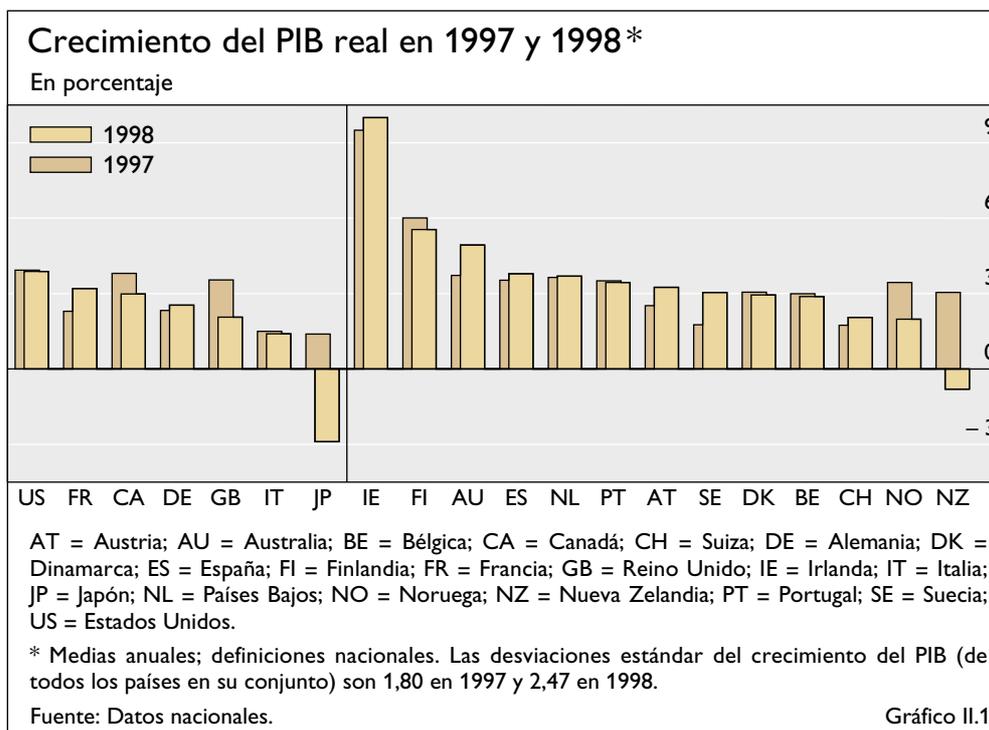
Cuadro II.1

antes mencionados, la respuesta positiva de los hogares a estas tendencias fue un factor fundamental en la aceleración del crecimiento de la demanda. Este hecho fue evidente en *Estados Unidos*, donde el gasto de los hogares fue especialmente alto, impulsado por el sólido aumento del empleo y de los salarios, los bajos tipos de interés y los considerables incrementos netos de la riqueza de los hogares relacionados con las significativas subidas de los precios de las acciones estadounidenses. De hecho, el gasto de los hogares, incluida la inversión en vivienda, aumentó más de un 5% y, por segundo año consecutivo, el PIB creció casi un 4% (cuadro II.1).

Por lo que se refiere a los demás países de habla inglesa mostrados en el cuadro, éstos se vieron afectados por las variaciones negativas de los precios relativos y por perturbaciones del comercio, ya que las materias primas representan una elevada proporción de sus exportaciones. Sin embargo, la situación evolucionó de forma muy diferente en los tres países, debido a las distintas respuestas de las autoridades económicas. *Australia* fue el país más dispuesto a dejar que la depreciación del tipo de cambio amortiguara los efectos del empeoramiento de la relación de intercambio, y también bajó los tipos de interés. Como consecuencia de ello, el crecimiento de la demanda interna contrarrestó con creces los efectos negativos de las exportaciones netas, y el crecimiento del PIB aumentó a casi un 5%. *Canadá* también dejó que el tipo de cambio amortiguara los efectos del empeoramiento de la relación de intercambio. Sin embargo, cuando la depreciación fue más allá del descenso de los precios relativos de exportación y pareció que afectaba a la confianza, se endureció la política monetaria, lo que frenó tanto la demanda interna como el crecimiento del PIB. *Nueva Zelandia*, preocupada por los efectos potencialmente inflacionistas de la depreciación de su moneda, consecuencia a su vez de la evolución de la relación de intercambio, intentó primero mantener constantes las condiciones monetarias, subiendo los tipos de interés. El PIB disminuyó, en parte como consecuencia de ello, y sólo comenzó a

Importante papel del gasto de los hogares ...

... y de las respuestas de las autoridades económicas



recuperarse cuando se suavizó la política monetaria en respuesta a la disminución de la inflación y el aumento de la brecha de producción.

Divergencias en el seno de la zona del euro ...

En la *zona del euro*, los efectos negativos de la desaceleración del crecimiento de las exportaciones se intensificaron a lo largo del año, ya que la desaceleración del crecimiento en varios países de Europa oriental agravó los efectos de la disminución de la demanda asiática de importaciones. No obstante, el gasto de los hogares se recuperó, gracias a las favorables condiciones financieras y a la leve suavización de la política fiscal de algunos países, y el crecimiento interanual medio del PIB aumentó a un 3%. Sin embargo, hubo grandes diferencias entre los países (gráfico II.1). En *Alemania*, en un contexto de menor demanda de exportaciones, debilidad de la inversión en equipo (en parte como consecuencia de ello) y gasto de los hogares relativamente flojo, el crecimiento de la producción era negativo a finales de 1998. En *Italia*, el crecimiento de la producción también perdió velocidad, ya que las exportaciones disminuyeron y la reducción de los tipos de interés no estimuló la demanda interna, debido en parte a que esta medida tiende a reducir la renta de los hogares. En *Francia* y *España*, por el contrario, la pujanza del sector de los hogares y el elevado aumento del empleo mantuvieron el crecimiento de la producción cerca de su nivel potencial. La situación fue aún más boyante en otros países de la zona del euro; en *Irlanda* y los *Países Bajos* comenzaron a aparecer desequilibrios y presiones inflacionistas.

... y disminución del crecimiento en otros países europeos

En otros países europeos, la mayoría de los cuales se encontraban en una fase del ciclo económico más avanzada en relación con la zona del euro, el crecimiento medio disminuyó en 1998. La mayor desaceleración se produjo en el *Reino Unido* y *Noruega*, donde la elevada vulnerabilidad a las perturbaciones del comercio y de los precios extranjeros, unida al endurecimiento de la política monetaria, afectó gradualmente a la demanda interna y al crecimiento

de la producción. En *Dinamarca*, el crecimiento también se desaceleró el año pasado, mientras que en *Suiza* y *Suecia* el gasto de los hogares y la formación de capital fueron suficientemente elevados para contrarrestar el descenso de la demanda de exportaciones.

En *Japón*, la situación evolucionó de una forma totalmente diferente. Al estar más expuesto su comercio exterior que el de Estados Unidos y Europa, Japón fue uno de los primeros países que sintió la repercusión negativa de la crisis de las economías asiáticas emergentes. Por otra parte, la recesión, que había comenzado a principios de 1997, se agravó debido a que la demanda privada sólo respondió levemente a la política fiscal y monetaria expansiva. En realidad, aunque las exportaciones a las economías asiáticas emergentes disminuyeron casi un 20%, la contribución de las exportaciones netas al PIB fue positiva, ya que la contracción de la demanda interna redujo las importaciones más de lo que disminuyeron las exportaciones.

Empeoramiento de la recesión en Japón

### Comercio exterior y balanza por cuenta corriente

La crisis de las economías asiáticas y de otras economías de mercado emergentes también afectó considerablemente el año pasado al comercio mundial y a las balanzas de pagos. Como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica mundial, el crecimiento del comercio mundial disminuyó al 3½% solamente, la tasa más baja desde 1991 (cuadro II.2). Por otra parte, como consecuencia del debilitamiento de la demanda y del creciente exceso de capacidad, los precios de los bienes en el mercado mundial (expresados en DEG) bajaron alrededor de un 3%, especialmente los de las materias primas. Éstos, expresados en relación con los precios de los productos de los países industriales, son muy inferiores a los niveles a principios de los años 60.

Disminución del comercio mundial y descenso de los precios

Comercio exterior y precios de los bienes en el mercado mundial				
	1990-95	1996	1997	1998
	Variaciones porcentuales anuales			
Producción mundial	2,9	4,3	4,2	2,5
Comercio exterior (en volumen)	6,2	6,9	9,9	3,3
<i>Cociente: comercio/producción</i>	2,2	1,6	2,4	1,3
Exportaciones netas de bienes				
Economías avanzadas	0,3	-0,2	0,2	- 1,1
Economías emergentes	0,7	0,7	3,3	4,6
Precios de los bienes en el mercado mundial (en DEG)				
Bienes manufacturados	-0,4	3,2	-1,3	- 2,9
Petróleo	0,5	1,3	-2,8	- 0,1
Otras materias primas	-2,7	23,7	-0,2	-31,2
Relación de intercambio				
Economías avanzadas	-0,9	3,3	2,0	-13,5
Economías emergentes	0,5	-0,3	-0,3	1,3
Economías emergentes	-1,1	2,2	-0,7	- 6,4

Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.

Cuadro II.2

Cambios de las balanzas por cuenta corriente <sup>1</sup>			
	1978–80		1996–98
Exportadores de petróleo	99	Economías emergentes de Asia	136
Países industriales avanzados	-75	Japón	54
Estados Unidos	17	Otros países industriales avanzados	-133
Japón	-29	Estados Unidos	-99
Zona del euro	-66	Zona del euro	1
Alemania	-22	Alemania	2
Francia	-11	Francia	19
Italia	-16	Italia	-15
España	-8	España	-2
Reino Unido	5	Reino Unido	3
Otros países <sup>2</sup>	4	Otros países <sup>2</sup>	-31
Economías emergentes (excl. las exportadoras de petróleo)	-33	Países exportadores de petróleo	-66
Economías emergentes de Asia	-11	Economías emergentes (excl. las exportadoras de petróleo <sup>3</sup> )	-27
África	-1	África	-3
América Latina	-14	América Latina	-27

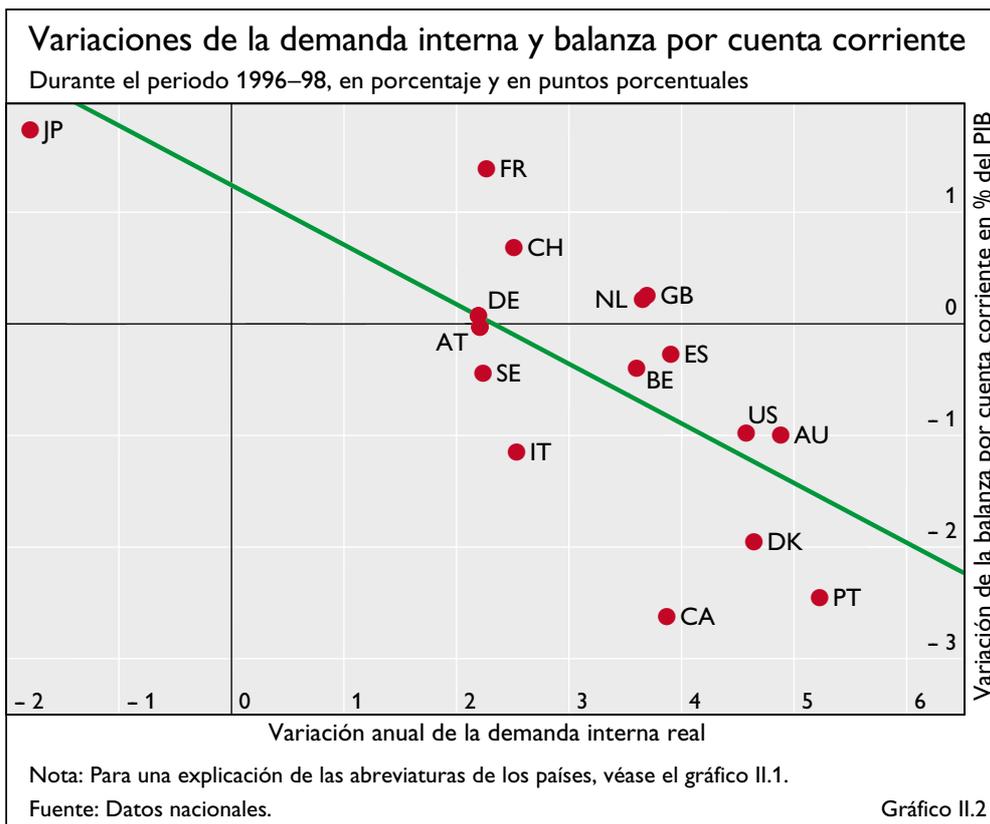
<sup>1</sup> En miles de millones de dólares de EE.UU. <sup>2</sup> Australia, Canadá, Noruega y Nueva Zelanda.  
<sup>3</sup> Excluida Asia.  
Fuentes: FMI, *Estadísticas financieras internacionales*, *Perspectivas de la economía mundial*; datos nacionales.  
Cuadro II.3

Las mejoras de la cuenta corriente de Asia ...

La recesión tanto de algunas economías asiáticas emergentes como de Japón también ha provocado grandes cambios en las balanzas por cuenta corriente. Desde 1996, los superávits conjuntos de las economías asiáticas emergentes y de Japón han aumentado cerca de 200.000 millones de dólares, es decir, alrededor del doble de lo que aumentaron los superávits de los países exportadores de petróleo durante la subida de los precios del petróleo de 1978–80 (cuadro II.3). En comparación con lo ocurrido en el episodio anterior, los países industriales avanzados (excluido Japón) absorbieron, en términos generales, la misma proporción del aumento de los superávits mundiales y América Latina algo más. Sin embargo, como los ingresos generados por el petróleo han disminuido en los dos últimos años, el aumento de los déficits por cuenta corriente de los países exportadores de petróleo ha contrarrestado alrededor de un tercio del aumento de los superávits asiáticos.

... son absorbidas principalmente por Estados Unidos ...

Por otra parte, estos déficits se han repartido entre los países industriales de una manera muy distinta en comparación con el periodo 1978–80. En general, los cambios de las balanzas por cuenta corriente registrados desde 1996 han sido impulsados por las diferencias de crecimiento de la demanda interna (gráfico II.2) y por las variaciones de los tipos de cambio. En Estados Unidos, el elevado crecimiento de la demanda interna y el fortalecimiento del dólar explican la absorción por este país de alrededor de la mitad del aumento global de los superávits asiáticos, en contraste con el periodo anterior (1978–80), en el cual el debilitamiento del dólar y el crecimiento relativamente lento de la demanda interna reforzaron la cuenta corriente de Estados Unidos.



El rápido crecimiento de la demanda, unido a la evolución negativa de los precios relativos, también ha contribuido considerablemente al empeoramiento observado en Canadá, Australia y Noruega, países en los que las exportaciones de materias primas representan una parte considerable de las exportaciones totales. En cambio, el aumento del superávit por cuenta corriente de Japón puede atribuirse principalmente a la contracción de la demanda interna y a la depreciación del yen. El superávit agregado por cuenta corriente de los países de la zona del euro apenas ha variado desde 1996, ya que las mejoras registradas en Francia y Alemania, debidas en gran medida al reforzamiento de su posición competitiva, han contrarrestado con creces el empeoramiento registrado en otros países, sobre todo en Italia.

Dadas las grandes fluctuaciones de los precios relativos de los bienes en el mercado mundial y las diferencias entre las posiciones cíclicas, las variaciones de las balanzas por cuenta corriente sólo dan una idea parcial de las repercusiones de la recesión asiática y de la desaceleración del crecimiento del comercio mundial en los diferentes países y en los diferentes sectores de un mismo país. Por ejemplo, en Estados Unidos la brusca desaceleración del crecimiento de las exportaciones, sobre todo a Asia, unida al continuo y elevado crecimiento de las importaciones, ha provocado una disminución de las exportaciones netas equivalente al 1<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% del PIB en los dos últimos años. Sin embargo, las mejoras de la relación de intercambio han limitado el empeoramiento de la cuenta corriente a alrededor de un 1% del PIB nominal. Asimismo, en el Reino Unido, los efectos negativos de las exportaciones netas han sido muy superiores al empeoramiento de la balanza por cuenta

... y por los países exportadores de materias primas

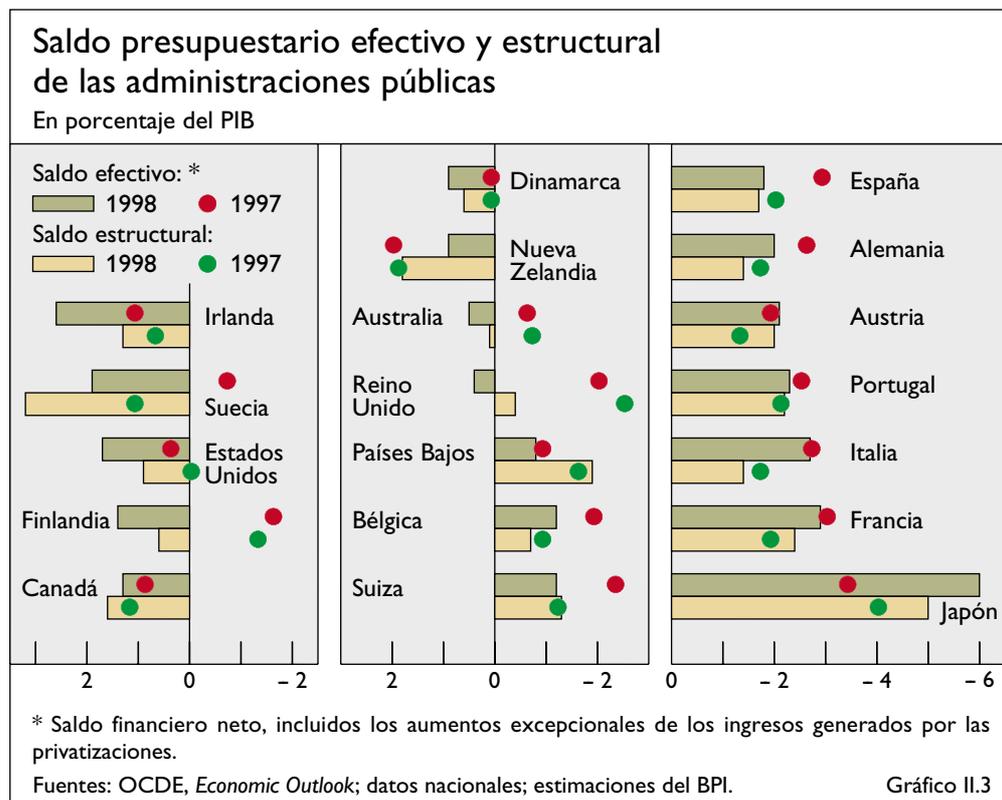
Evolución de las exportaciones netas y de la relación de intercambio

corriente, debido al fortalecimiento de la libra, que ha contribuido a mejorar la relación de intercambio a pesar del descenso de los precios del petróleo, y a una mejora temporal de la balanza de servicios. En cambio, en Canadá, Nueva Zelandia y Noruega la balanza por cuenta corriente se ha deteriorado considerablemente, debido a que el empeoramiento de la relación de intercambio ha agravado el efecto negativo de las exportaciones netas. En la mayor parte de la zona del euro, el crecimiento de las exportaciones netas perdió velocidad en el transcurso de 1998, pero la mejora de la relación de intercambio atenuó su repercusión en la cuenta corriente, a pesar de la depreciación de las monedas europeas frente al dólar de Estados Unidos. En Japón, en cambio, la contribución del crecimiento de las exportaciones netas fue superior a la mejora de la cuenta corriente debido a un empeoramiento de la relación de intercambio.

### Política fiscal

Considerable estímulo fiscal en Japón

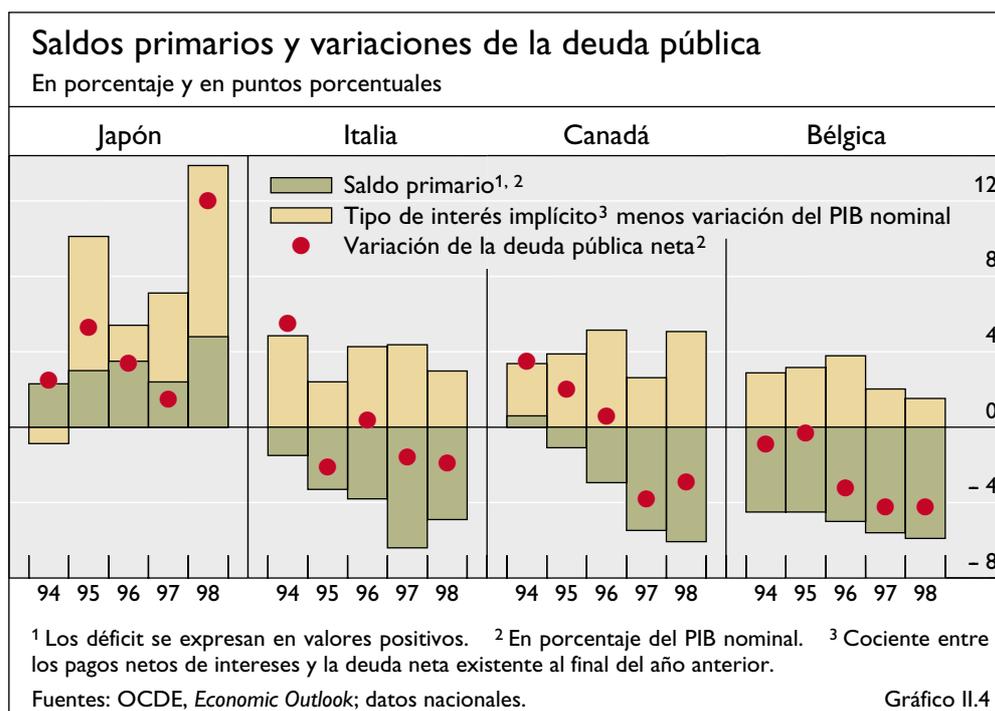
El hecho más notable el año pasado en política fiscal fue la suspensión de la Ley de reforma estructural fiscal en Japón y la adopción posterior (en abril y noviembre) de medidas relacionadas con los impuestos, el gasto y el crédito para impulsar la demanda interna. Las autoridades pusieron en marcha, además, un abundante programa destinado a recapitalizar los bancos, suavizar las restricciones crediticias y sanear el sector financiero. Aunque el conjunto de medidas de recapitalización sólo se aplicará este año, los efectos de las medidas de gasto y de crédito ya estaban dejándose sentir a finales de 1998. La inversión pública ha impedido que la producción disminuyera aún más,



y la concesión de garantías crediticias oficiales ha contribuido a suavizar las restricciones crediticias a las que estaban sometidas las pequeñas y medianas empresas, así como a frenar el aumento de las quiebras. Sin embargo, el rápido empeoramiento de la situación financiera de las administraciones locales y su incapacidad para financiar su parte del programa de inversión pública han impedido que el gasto de la administración central surtiera todo su efecto. Por otra parte, no parece que los estímulos hayan reavivado la economía privada, por lo que en 1998 el agravamiento de la recesión, unido a las medidas discrecionales, elevó el déficit de las administraciones públicas a un 6% del PIB (gráfico II.3).

En cambio, tanto las medidas discrecionales como los efectos cíclicos han contribuido a mejorar el saldo presupuestario en los países que se encontraban en una fase más avanzada del ciclo económico. Estados Unidos registraron un superávit equivalente a un 1<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% del PIB el año pasado, que se compara con un déficit del 4<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% en 1992. En el Reino Unido, Canadá, Australia, Finlandia, Suecia e Irlanda también se registraron grandes mejoras; el superávit estructural de Canadá, en relación con su PIB, es actualmente el mayor del Grupo de los Siete. Muchos otros países adoptaron el año pasado una política más neutral o incluso algo más expansiva, una vez que alcanzaron su objetivo de ajuste presupuestario a corto plazo. En algunos casos, sólo se empleó una parte de los ingresos netos adicionales generados por la mejora cíclica para reforzar el saldo presupuestario estructural. Otros países suavizaron aún más su política fiscal. Por ejemplo, Nueva Zelandia registró un superávit menor que en 1997, ya que el efecto de los estabilizadores automáticos reforzó un pequeño incremento del gasto discrecional. En Francia, los Países Bajos y Austria, los estímulos fueron algo mayores y los déficit estructurales aumentaron a pesar de acelerarse el crecimiento.

Superávit  
presupuestarios en  
varios países ...



... y menores  
cocientes entre la  
deuda y el PIB ...

Muchos países también han hecho progresos en la reducción del cociente entre la deuda pública y el PIB. Salvo en Japón, el saldo presupuestario primario ha mostrado un superávit durante los dos últimos años, y los pagos de intereses netos de la deuda han disminuido. Sin embargo, los progresos no han sido tan significativos debido a que, al disminuir la inflación y ajustarse lentamente los pagos de los intereses de la deuda pública para tener en cuenta las variaciones de los tipos de mercado a largo plazo, hace falta un saldo presupuestario primario mayor para reducir el cociente entre la deuda y el PIB. Este hecho ha sido evidente en algunos países, como Italia, Canadá y Bélgica, que comenzaron el proceso de ajuste presupuestario partiendo de un nivel de deuda relativamente alto. Por ejemplo, en Bélgica el saldo presupuestario primario ha mostrado un superávit desde mediados de los años 80, pero el cociente entre la deuda neta y el PIB no comenzó a disminuir hasta 1994 (gráfico II.4). Italia registró su primer superávit primario en 1992, pero la actual tendencia al descenso del cociente entre la deuda y el PIB se obtuvo cinco años más tarde. En Canadá, este cociente también ha venido disminuyendo en los dos últimos años, tras un claro endurecimiento de la política fiscal a mediados de los años 90. Japón, por el contrario, parece que ha entrado en una fase de rapidísima acumulación de deuda, ya que el enorme aumento del déficit primario elevó el cociente entre la deuda neta y el PIB a más de un 30%, y el correspondiente a la deuda bruta, a un 100%, a finales de 1998, mientras que sólo seis años antes las cifras eran de un 4% y un 60%, respectivamente.

... salvo en Japón

## Otros componentes de la demanda

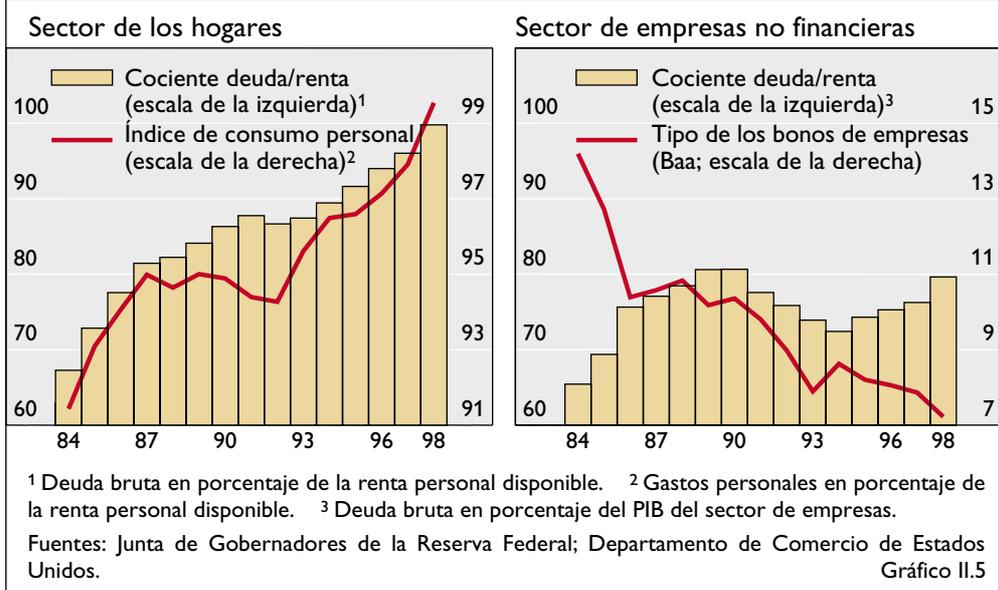
El gasto de  
los hogares fue  
elevado en  
general ...

Retrospectivamente, es probable que 1998 se recuerde por las perturbaciones financieras y externas registradas durante el segundo semestre. Sin embargo, también debe señalarse que en los países que mejor sortearon las perturbaciones, el consumo privado constituyó la fuente más importante de crecimiento. Por otra parte, en los países cuyo PIB disminuyó o se desaceleró considerablemente, la resistencia del gasto de los hogares impidió que el debilitamiento fuera aún mayor. Hubo, sin embargo, excepciones a esta tendencia. Preocupados por las futuras perspectivas de los impuestos y del empleo, los consumidores japoneses respondieron a las reducciones de los impuestos aumentando su ahorro precautorio. Asimismo, el débil crecimiento del empleo en Alemania e Italia parece que frenó el gasto de los hogares. De hecho, el año pasado se caracterizó en general, pero sobre todo en Francia y en España, por el hecho de que la creación de empleo tendió a reforzar la confianza y el gasto de los hogares.

... debido a la  
mejoría del empleo  
y al aumento de  
las ganancias de  
capital ...

El aumento de la riqueza también acrecentó la confianza de los consumidores el año pasado, induciendo a los hogares a endeudarse más y/o a realizar las ganancias de capital y a gastar más de lo que aumentó su renta disponible. En Estados Unidos, tanto los hogares como las empresas han recurrido cada vez más a los mercados de crédito para financiar sus elevados niveles actuales de gasto, lo que suscita dudas sobre la sostenibilidad de esta tendencia. El endeudamiento de los hogares aumentó hasta un máximo sin precedentes, y el de las empresas registró el nivel más alto desde 1990 (gráfico II.5). Hasta

## Endeudamiento del sector privado en Estados Unidos



ahora, los costos de los intereses de esta deuda han sido razonables, dados los bajos tipos de interés y los mayores vencimientos. El aumento de la deuda de los hogares debería situarse, además, en el contexto de un incremento aún mayor de la riqueza. No obstante, la insolvencia de particulares ha alcanzado un nuevo máximo. Dado que la tasa de ahorro es casi cero y que las empresas han utilizado una parte de la deuda adicional para recomprar sus acciones, los hogares y las empresas también podrían ser más vulnerables a una subida de los tipos de interés, y ello pese a que una gran parte de los créditos netos del año pasado se obtuvieron a tipos fijos.

La realización de los incrementos patrimoniales también elevó el gasto de los hogares en muchos otros países el año pasado, y, en algunos casos, están comenzando a aparecer presiones inflacionistas y otros desequilibrios. En Irlanda, cinco años de tasas anuales de crecimiento superiores a un 7%, unidos a un descenso de los tipos de los préstamos hipotecarios y a un elevado crecimiento del crédito, han provocado un exceso de demanda en el mercado de la vivienda. En Dublín, los precios medios de las viviendas han subido alrededor de un 80% en los dos últimos años, lo cual parece que ha intensificado las presiones al alza sobre los salarios nominales. Es posible que también esté apareciendo un exceso de demanda en los Países Bajos, donde la realización de los incrementos patrimoniales en viviendas y acciones ha avivado el consumo privado, y donde actualmente parece que la producción es superior a su nivel potencial. El gasto de los hogares también ha sido alto en Dinamarca y Finlandia, debido en parte al incremento patrimonial relacionado con la subida de los precios de la vivienda. Mientras que el temor a que puedan surgir presiones inflacionistas ha llevado a las autoridades danesas a adoptar medidas para elevar el ahorro de los hogares y frenar la subida de los precios de la vivienda, en Finlandia ha habido pocos indicios de recalentamiento o de desequilibrios, a pesar de que ya ha desaparecido la brecha de producción, que alcanzó un 11% en 1993. Una excepción a esta tendencia es el Reino Unido,

... así como al aumento de la inversión en viviendas

donde la creciente incertidumbre sobre la futura evolución de la economía ha llevado a los hogares a mostrarse reacios a gastar sus considerables incrementos patrimoniales.

Ahorro de los hogares y ajuste presupuestario

El elevado gasto de los hogares y la consiguiente reducción de las tasas de ahorro también podrían estar relacionados con el ajuste presupuestario y el aumento del ahorro público. Por ejemplo, la disminución que ha experimentado en Estados Unidos el ahorro de los hogares desde 1992 ha “contrarrestado” tres cuartas partes del aumento del ahorro público (cuadro II.4). En Canadá, la disminución del ahorro de los hogares ha sido incluso mayor, aun cuando tanto el gasto de consumo como el gasto de inversión en vivienda se desaceleraron durante el segundo semestre de 1998. Dada la ya elevada tasa de ahorro y el alto cociente entre la deuda y la renta, parece que los hogares canadienses se han vuelto crecientemente reacios a endeudarse más. En Italia, una gran parte del aumento del ahorro público también ha ido acompañada de una reducción del ahorro de los hogares, ya que los consumidores han financiado el gasto que sobrepasaba el bajo crecimiento de la renta reduciendo su volumen de activos financieros. En otros países, la respuesta al ajuste presupuestario ha sido más débil, por lo que el aumento del ahorro público ha influido más en el ahorro nacional.

El crecimiento de la inversión empresarial ...

El ciclo actual también se ha caracterizado por el elevado crecimiento de la inversión empresarial fija, sobre todo en los países que se encuentran en una fase más avanzada del ciclo. Aunque su contribución directa al crecimiento de la demanda es menor que la del consumo, el gasto de inversión ha contribuido a prolongar el ciclo actual, ya que reduce el riesgo de encontrarse con restricciones de capacidad y, por lo tanto, las presiones inflacionistas. De hecho, aunque el ciclo estadounidense actual es uno de los más largos desde la Segunda Guerra Mundial, a finales del año pasado la tasa de utilización de la

Evolución del ahorro interno en algunos países										
En porcentaje del PIB										
	Estados Unidos		Japón		Alemania		Francia		Italia	
	1992*	1998	1991*	1998	1991*	1998	1993*	1998	1991*	1998
Ahorro nacional	15,2	16,3	32,7	27,2	22,5	21,7	18,2	20,0	18,5	20,4
Ahorro público	-1,1	4,4	9,4	1,5	1,3	0,7	-2,5	-0,2	-5,7	0,5
Ahorro privado	16,3	11,9	23,3	25,7	21,2	21,0	20,7	20,2	24,2	19,9
Hogares	4,2	0,3	8,4	9,5	9,2	7,7	10,0	10,1	12,8	8,0
Empresas	12,1	11,6	14,9	16,2	12,0	13,3	10,7	10,1	11,4	11,9
	Reino Unido		Canadá		Australia		Suecia		Suiza	
	1993*	1998	1992*	1998	1992*	1998	1993*	1998	1993*	1998
Ahorro nacional	14,3	18,1	14,3	18,0	17,2	19,8	11,2	16,6	28,8	30,2
Ahorro público	-4,8	1,4	-4,8	3,7	-3,4	2,7	-7,6	4,4	-0,9	1,9
Ahorro privado	19,1	16,7	19,1	14,3	20,6	17,1	18,8	12,2	29,7	28,3
Hogares	7,9	5,0	7,6	0,7	3,5	1,5	5,0	0,6	7,2	5,8
Empresas	11,2	11,7	11,5	13,6	17,1	15,6	13,8	11,6	22,5	22,5

\* Año de déficit máximo de las administraciones públicas a partir de 1990; en el caso de Japón, año de superávit máximo; en el de Alemania, un año después de la reunificación.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro II.4

Evolución reciente de la inversión empresarial fija y posibles determinantes					
	Inversión <sup>1</sup>	PIB <sup>2</sup>	RIPC <sup>3</sup>	Rendimiento <sup>4</sup>	Pk/W <sup>5</sup>
Irlanda	43,1	30,7	6,8	15,4	90,4
Noruega	40,6	13,4	1,4	7,5	95,5
Estados Unidos	35,3	10,0	2,3	18,7	85,2
Reino Unido	33,4	9,2	2,1	11,6	83,4
Finlandia	32,9	15,3	3,8	10,3	82,3
Canadá	31,8	7,8	1,9	14,3	80,8
Australia	26,4	11,8	2,5	13,5	81,6
Dinamarca	25,9	9,7	1,4	11,4	80,0
Países Bajos	24,1	9,3	2,2	18,6	89,5
España	20,8	8,9	1,7	18,3	84,6
Suecia	15,8	7,1	1,8	12,3	79,0
Bélgica	14,2	6,8	1,8	13,8	88,1
Suiza	12,0	2,3	0,6	12,3	76,7
Francia	8,7	6,0	1,7	15,7	85,7
Italia	8,4	5,2	1,5	15,4	93,0
Alemania	6,9	5,0	1,3	13,6	83,8
Japón	5,6	8,1	0,5	13,6	86,1
<i>Pro memoria</i> <sup>6</sup>		0,72	0,63	-0,17	0,18

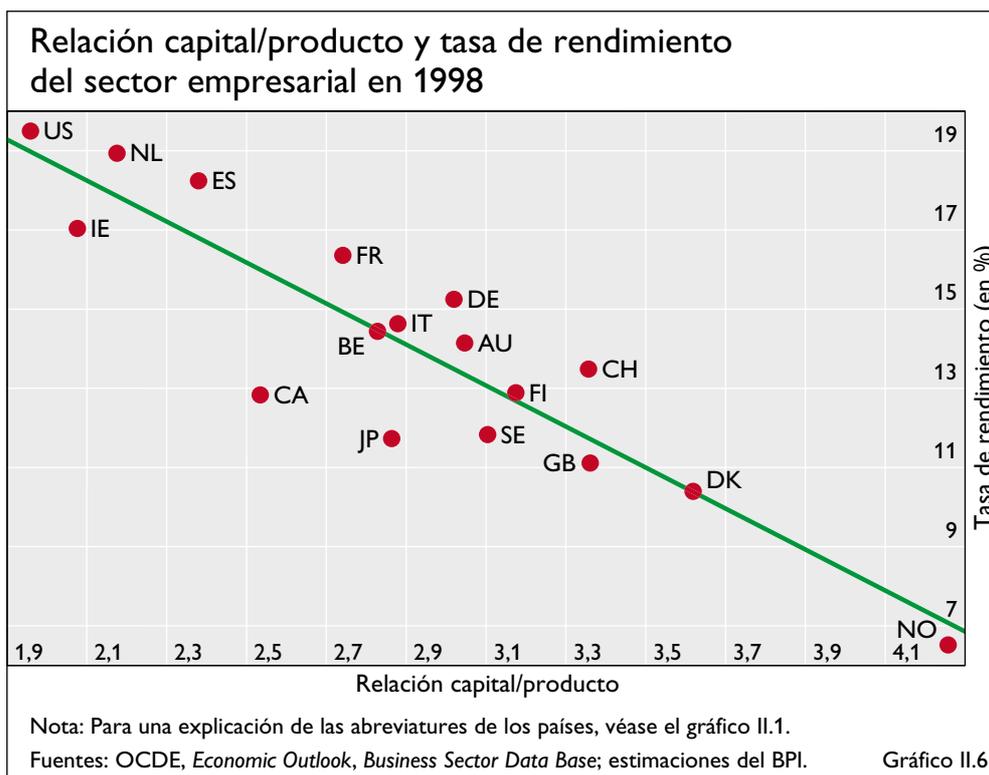
Nota: Los datos se refieren al sector empresarial, salvo en el caso del PIB (conjunto de la economía).  
<sup>1</sup> Variación porcentual acumulada de la inversión real fija entre 1995 y 1998. <sup>2</sup> Variación porcentual acumulada del PIB real entre 1994 y 1997. <sup>3</sup> Relación incremental producto/capital; se calcula dividiendo la tasa de variación del valor añadido real por el cociente entre la inversión y el valor añadido (a precios constantes); media del periodo 1994-98. <sup>4</sup> Rendimiento del capital antes de impuestos en 1996. <sup>5</sup> Cociente entre los precios de los bienes de capital y los salarios en 1996; índice 1990 = 100. <sup>6</sup> Correlación bilateral entre la inversión y el PIB, la RIPC, el rendimiento y Pk/W, respectivamente.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*, *Business Sector Data Base*; datos nacionales; estimaciones del BPI.  
Cuadro II.5

capacidad de la industria manufacturera aún era muy inferior a los máximos anteriores. En cambio, en muchos países de la zona del euro ha sido bastante flojo el gasto de inversión, y, a pesar de la desaceleración del crecimiento a finales de 1998, las tasas de utilización de la capacidad han seguido siendo relativamente altas.

Las favorables condiciones crediticias, los elevados y crecientes precios de las acciones y el enorme aumento de la participación de los beneficios, han contribuido considerablemente a estimular la inversión. Como se ha señalado, el auge de la inversión estadounidense ha venido acompañado de un brusco aumento del endeudamiento de las sociedades, pero las favorables condiciones crediticias y los elevados beneficios también han impulsado en algunos otros países el gasto de capital. En Suecia, la recuperación que experimentó la inversión empresarial el año pasado contrarrestó un giro negativo de las exportaciones netas equivalente a un 2% del PIB. La inversión empresarial también constituyó una importante fuente de crecimiento en Finlandia y España, debido en gran parte al aumento de los beneficios y, en el caso de España, a la suavización de las condiciones crediticias una vez cumplidos los requisitos para entrar en la UEM. En cambio, los beneficios negativos,

... y su contribución al crecimiento global ...



así como las restricciones crediticias y la incertidumbre sobre las futuras perspectivas de crecimiento, llevaron a las empresas japonesas a recortar el gasto de capital más de un 11%. Aun así, los stocks de capital continuaron creciendo, reforzando el aumento de la brecha de producción provocado por la demanda.

... reflejan las divergencias entre las expectativas ...

Probablemente el elemento que más ha influido en las pautas específicas de evolución del gasto de inversión en los últimos años han sido las divergencias entre las expectativas de las empresas sobre el futuro crecimiento, que tienden a reflejar las diferencias en las tasas anteriores de crecimiento y en las tendencias recientes de la producción por unidad de capital invertida (cuadro II.5). Por otra parte, los países con una relación capital/producto relativamente baja, como Estados Unidos, los Países Bajos, Irlanda y España, parece que han logrado unas tasas de rendimiento más altas y, como consecuencia de ello, han impulsado el gasto de inversión (gráfico II.6). En cambio, en Japón y Noruega, las elevadas relaciones capital/producto y las consiguientes bajas tasas de rendimiento podrían indicar la existencia de un exceso de inversión y de capacidad en el pasado y reducir aun más los incentivos para aumentar el gasto de capital. El descenso del precio relativo de los bienes de capital, sobre todo de los bienes de equipo, unido a las crecientes presiones para que se reduzcan los costos por unidad de producción, también ha desempeñado un importante papel al inducir a las empresas a sustituir trabajo por capital para aumentar la productividad del trabajo. Parece que esas presiones han estado en el origen de las recientes tendencias de la inversión en Alemania y Suiza. Por otra parte, en Estados Unidos, dada la modesta subida de los salarios, la inversión ha sido inesperadamente alta en relación con el crecimiento de la producción, lo que induce a pensar que las empresas han aumentado su gasto en equipo,

... así como las tasas de rendimiento previstas

previendo la posibilidad de que en el futuro hubiera escasez de mano de obra y presiones salariales. Esta conducta preventiva parece explicar en parte la disminución de la utilización de la capacidad antes señalada.

## Evolución de los mercados de trabajo

### Desempleo

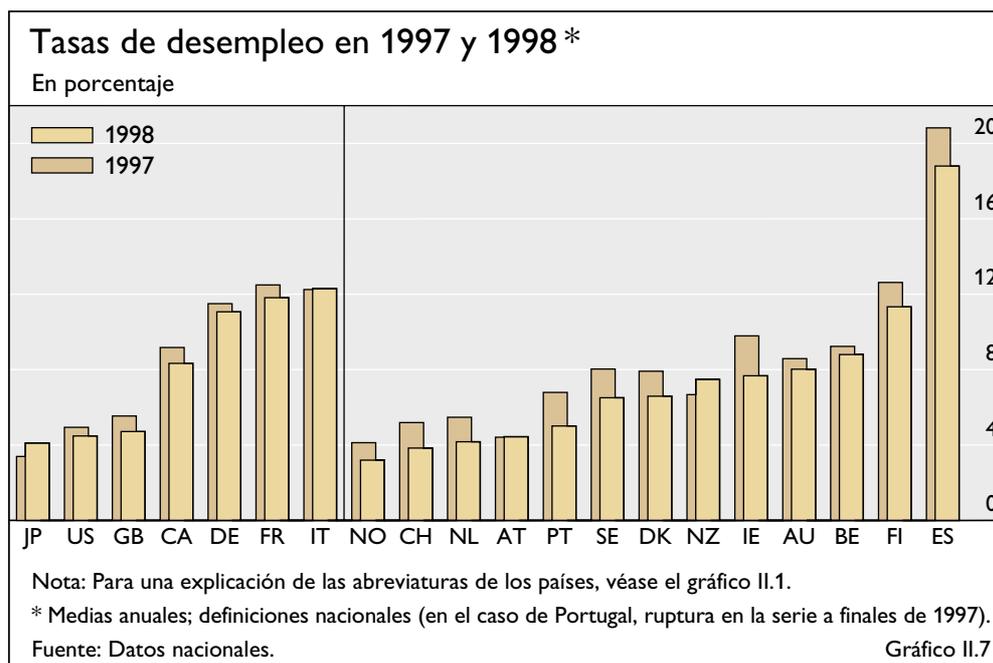
La situación de los mercados de trabajo mejoró, en general, el año pasado (gráfico II.7). En Estados Unidos, el Reino Unido y los Países Bajos, las tasas de desempleo, que ya eran bajas, descendieron aún más. A pesar de ello, sólo hubo algunos casos dispersos de escasez de mano de obra y sólo modestas presiones al alza sobre los salarios. Las tasas de desempleo también disminuyeron significativamente en muchos de los países europeos más pequeños, así como en Canadá y Australia. En cambio, la situación del mercado de trabajo empeoró en Japón y Nueva Zelanda. De hecho, la tasa oficial de desempleo en Japón es actualmente superior a la de Estados Unidos, por primera vez desde la Segunda Guerra Mundial.

Estas diferencias de evolución se deben en gran medida a las diferencias cíclicas. El año pasado, el desempleo disminuyó en casi todos los países cuyo crecimiento económico fue superior a su tasa tendencial, y disminuyó, por lo general, aún más en aquellos cuya tasa de crecimiento fue más rápida. Asimismo, en Japón y Nueva Zelanda el aumento del desempleo se debe principalmente a la caída cíclica de la producción.

Sin embargo, parece que algunas divergencias se deben a las diferencias existentes entre los países en cuanto a los progresos realizados en la reducción del desempleo estructural. Estos progresos han sido especialmente notables en Irlanda, Dinamarca, los Países Bajos y el Reino Unido, donde se han

Disminución cíclica del desempleo ...

... así como mejoras estructurales en algunos países ...



introducido considerables reformas en el mercado de trabajo durante los últimos años. España también ha llevado a cabo algunas importantes reformas, especialmente en las áreas de protección del empleo y prestaciones por desempleo. No obstante, las estimaciones de la tasa española de desempleo estructural, aunque son menores que hace unos años, siguen siendo superiores al 15%.

... pero no en otros

En otros países, el desempleo estructural se ha mantenido persistentemente alto o incluso ha aumentado. Por ejemplo, en Alemania y Francia las estimaciones sobrepasan, en general, el 10%, y las tasas de desempleo observadas son superiores a las de 1995, a pesar de que la brecha de producción es similar o, en el caso de Francia, menor. Aunque el gran aumento que experimentó el empleo el año pasado en Francia se debe en cierta medida a los efectos de las reformas estructurales, destinadas a aumentar las oportunidades de empleo de las mujeres y de los jóvenes, sobre todo en el sector servicios, estas reformas también han tendido a elevar las tasas de actividad, reduciendo su influencia en el desempleo observado. Alemania también ha tomado medidas para mejorar la flexibilidad del mercado de trabajo. Sin embargo, hasta ahora parece que éstas han estimulado el crecimiento de la productividad del trabajo en lugar de fomentar la creación de empleo. En este contexto, la postura negociadora más dura de los sindicatos alemanes podría elevar tanto el desempleo observado como el estructural.

#### *Productividad del trabajo*

Diferencias de crecimiento de la productividad ...

La productividad del trabajo es otra área en la que existen considerables diferencias entre los resultados obtenidos el año pasado. El crecimiento de la productividad de las empresas fue superior al 2½% en Australia y Alemania y sólo algo inferior a esa cifra en Estados Unidos, Finlandia y Francia (cuadro II.6). La productividad sólo aumentó levemente en muchos otros países, y disminuyó bruscamente en Japón.

... debidas a factores cíclicos ...

En la productividad, al igual que en el desempleo, influyen factores tanto cíclicos como estructurales. A más largo plazo, su crecimiento depende principalmente de factores relacionados con la oferta, entre los que se encuentran las variaciones de la cantidad de capital físico existente por trabajador, la cualificación de la mano de obra de un país y la aparición de nuevas tecnologías y su difusión en los centros de trabajo. Sin embargo, a corto plazo la productividad evoluciona con el ciclo económico, ya que los empresarios tienden a ajustar lentamente el empleo a las variaciones de los niveles de producción. Esta influencia cíclica explica en gran parte la acusada disminución de la productividad que acompañó al empeoramiento de la recesión japonesa el año pasado. Casi todos los demás países se encontraban en medio de una fase de expansión relativamente avanzada, en la que los factores cíclicos tienden a tener poca importancia.

... y a tendencias a más largo plazo

Las tendencias a más largo plazo fueron, pues, los principales factores que explican las diferencias de crecimiento de la productividad. Por ejemplo, en Alemania se estima que el crecimiento tendencial de la productividad, que giró en torno al 2% en la década de 1980, sobrepasa en la actualidad el 3%. Este aumento se debe en gran parte a un considerable incremento de la relación

Fuentes de crecimiento de la productividad en el sector empresarial						
	PIB por asalariado				Relación stock de capital/empleo	
	Observado en 1998	Atribuible a: <sup>1</sup>			Años 80	Años 90
		Ciclo	Tendencia <sup>2</sup>	Residuo		
Variaciones porcentuales anuales						
Australia	3,3	0,5	1,8 (1,1)	1,0	2,1	1,5
Alemania	2,8	0,2	3,1 (1,8)	-0,5	2,2	3,6
Estados Unidos	2,3	0,3	1,1 (1,3)	0,9	1,2	1,9
Finlandia	2,1	0,0	3,7 (3,8)	-1,6	3,6	1,8
Francia	2,0	0,3	1,9 (2,5)	-0,2	2,6	2,5
Irlanda	1,8	-0,3	3,2 (4,1)	-1,1	3,4	-0,4
Suecia	1,6	0,1	2,6 (1,7)	-1,1	2,4	3,7
Bélgica	1,5	0,1	1,8 (1,6)	-0,4	2,8	2,7
Italia	1,4	-0,2	2,3 (2,4)	-0,7	2,2	3,1
Suiza	0,9	0,1	0,6 (0,3)	0,2	0,9	2,8
Dinamarca	0,7	0,4	2,3 (1,7)	-2,0	2,7	2,1
Países Bajos	0,7	0,3	1,4 (1,4)	-1,0	1,1	1,2
Reino Unido	0,6	-1,1	1,0 (2,1)	0,7	1,6	1,3
Noruega	0,5	-0,1	2,0 (1,4)	-1,4	2,9	0,7
Canadá	0,1	-0,5	0,7 (1,6)	-0,1	5,5	3,6
Japón	-2,4	-4,3	2,2 (2,6)	-0,3	4,4	3,7

<sup>1</sup> La descomposición del crecimiento de la productividad en estos tres componentes procede de un modelo dinámico de demanda de trabajo estimado para el periodo 1980-98. El modelo relaciona el crecimiento de la productividad con el crecimiento del PIB y un término de corrección del error que es el nivel de productividad del año anterior menos su nivel tendencial a largo plazo. El nivel tendencial se estima como una función polinómica a trozos con un punto de ruptura en 1990. <sup>2</sup> La tasa tendencial estimada de crecimiento de la productividad correspondiente a los años 80 se muestra entre paréntesis.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro II.6

capital/trabajo, provocado por la sustitución de trabajo por capital en las empresas ante las subidas del precio relativo del trabajo y la intensificación de las presiones competitivas. La tendencia también parece que aumentó en Australia, Dinamarca, Noruega y Suecia, y que ha seguido siendo fuerte en Finlandia e Irlanda, a pesar del descenso de las tasas de intensificación del capital.

En cambio, parece que el crecimiento tendencial de la productividad se ha desacelerado en Canadá, debido a que el ritmo de acumulación de capital ha disminuido, si bien sigue siendo relativamente rápido. La tendencia estimada también ha disminuido en el Reino Unido y ha continuado siendo bastante baja en Suiza. En Estados Unidos, ha sido relativamente parecida durante la década de 1990 en su conjunto a la de los años 80. Sin embargo, en este último país el crecimiento de la productividad ha experimentado recientemente una recuperación no atribuible claramente ni a factores cíclicos ni a tendencias a más largo plazo. Aunque se debe en parte a los cambios introducidos en la forma de medir la inflación, los aumentos recientes también podrían ser un indicio de cambios más profundos. Por ejemplo, el rápido ritmo de la inversión ha impulsado la intensificación del capital, a pesar de los continuos y elevados aumentos del empleo. A veces se afirma, además, que las recientes inversiones

Influencia de la intensificación del capital ...

... y de las inversiones en alta tecnología

en alta tecnología podrían tener unos efectos especialmente significativos, ya que entrañan considerables avances tecnológicos. Sin embargo, aunque los ordenadores (computadoras) han constituido un importante componente del reciente gasto de inversión, aún representan solamente un 2% del stock de capital neto, excluidas las viviendas. Así pues, aunque los rendimientos de la inversión en ordenadores sean mayores que en el caso de otros tipos de equipo, su influencia en el crecimiento agregado de la productividad ha sido relativamente pequeña hasta ahora. No obstante, es cada vez mayor y los ordenadores podrían convertirse en una importante fuente de mejora de la productividad en los próximos años.

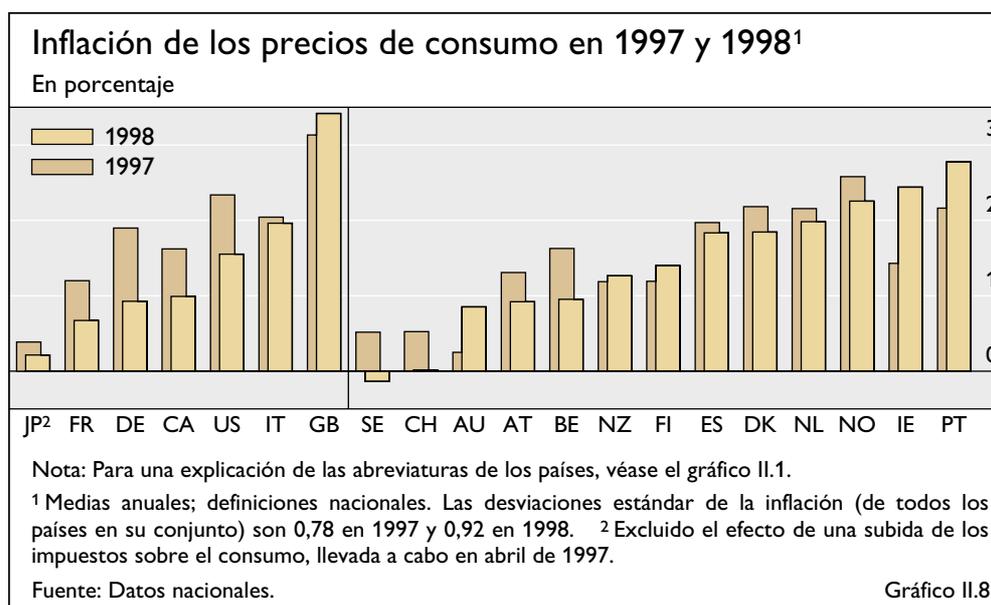
### Evolución reciente de la inflación de precios y salarios

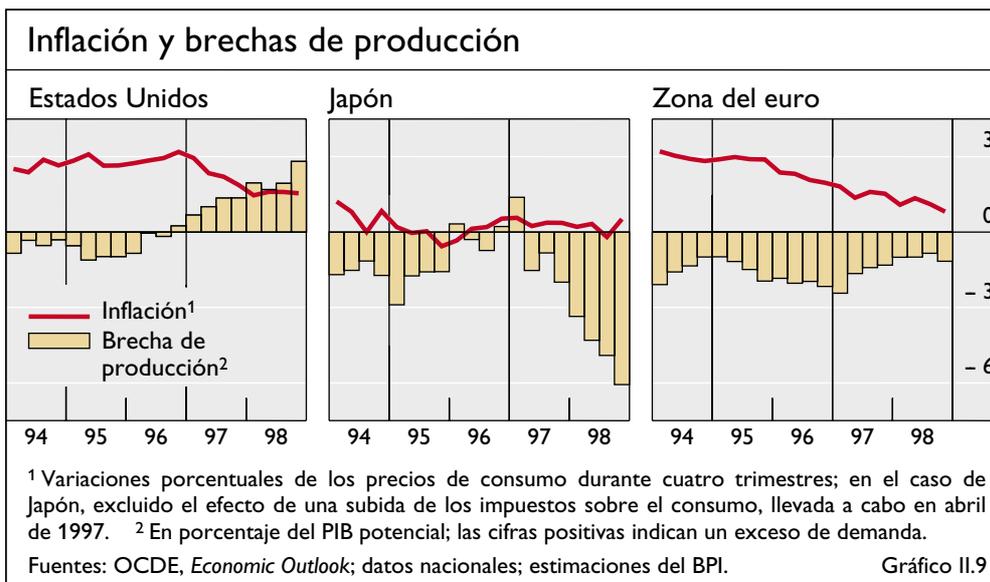
La inflación sigue disminuyendo, debido al moderado crecimiento de los salarios ...

En 1998, la evolución de la economía real fue acompañada de una prolongación de la desinflación observada en los últimos años (gráfico II.8). Esta desinflación se debió en parte a una nueva moderación de los costos laborales unitarios. Las subidas de los salarios nominales continuaron disminuyendo en la zona del euro en su conjunto, mientras que en Estados Unidos las modestas presiones al alza sobre los salarios se vieron contrarrestadas por elevados incrementos de la productividad. Por otra parte, a pesar de que las brechas de producción fueron cada vez menos negativas o cada vez más positivas en la mayoría de los países, el margen de los precios sobre los costos laborales unitarios disminuyó en general, debido tanto a la reducción de los costos de los factores no laborales en los mercados mundiales como al aumento de la competencia y al creciente exceso de capacidad en los mercados mundiales de bienes (gráfico II.9).

... al descenso de los precios de las materias primas ...

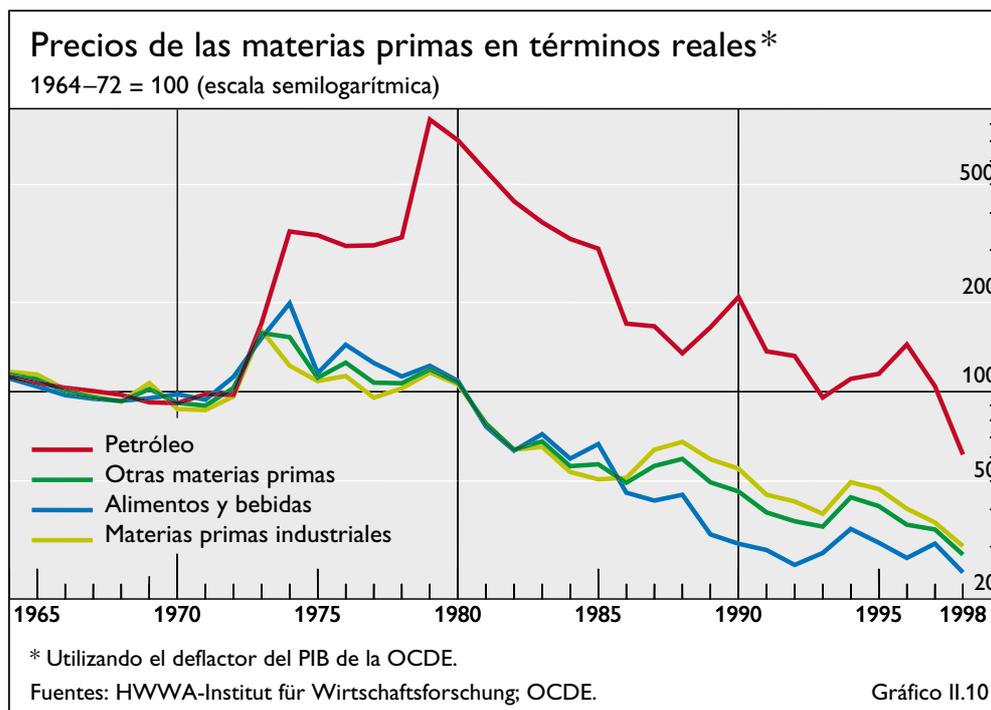
Un importante factor que redujo los costos no laborales fue el descenso de los precios de las materias primas (gráfico II.10). El descenso mayor correspondió al precio del crudo, que, una vez ajustado para tener en cuenta la inflación, era a finales de 1998 más de un 60% inferior al máximo de 1996.





La recesión de las economías asiáticas emergentes, que habían representado alrededor de dos tercios del aumento del consumo de petróleo durante los cuatro años anteriores, explica una gran parte de esta caída. Sin embargo, los precios del petróleo también bajaron debido a las temperaturas excepcionalmente suaves del año pasado, el exceso de existencias y el aumento de la oferta mundial de petróleo. Tras un acuerdo de los principales exportadores de petróleo para recortar la oferta este año, los precios han subido casi un 50% con respecto al mínimo. Dada la necesidad de muchos países exportadores de petróleo de aumentar sus ingresos para contrarrestar los crecientes déficit presupuestarios, caben algunas dudas de que se cumpla el acuerdo. Sin embargo, actualmente muchos observadores esperan que la subida del precio sea algo más que temporal.

La débil demanda mundial y el aumento de la oferta también han provocado una considerable disminución de los precios de muy diversas materias primas. La tendencia a largo plazo de los precios de los alimentos han seguido una senda descendente, que se intensificó el año pasado debido al aumento experimentado por la oferta gracias al buen tiempo. Por otra parte, la recesión de Asia y la expansión de la oferta provocada por el progreso técnico, el aumento de la privatización de la producción y las subidas de los precios registradas a principios de esta década, fomentaron aún más el descenso de los precios de las materias primas agrícolas con respecto a los máximos alcanzados en 1995. Estos mismos factores también redujeron los precios de las materias primas industriales, si bien la magnitud de la caída que experimentaron durante 1998, especialmente los precios de los metales básicos, probablemente fue exacerbada por los intentos de los productores de contrarrestar las pérdidas de ingresos aumentando la producción y reduciendo los márgenes, hasta el punto de que en algunos casos los precios ya no cubrían los costos. En términos más generales, como los precios de la mayoría de las materias primas se fijan en dólares de Estados Unidos, el fortalecimiento experimentado por el dólar desde 1995 ha tendido a reforzar las presiones a la baja sobre los precios.



... y al exceso de capacidad mundial

La débil demanda mundial también se tradujo en un considerable exceso de capacidad en el caso de muchos bienes intermedios y acabados. Este desequilibrio entre la demanda y la oferta contribuyó a la tendencia desinflacionista en los países industriales, tanto reduciendo los precios de los bienes importados como intensificando las presiones competitivas sobre los productos nacionales. De hecho, los precios de los productos industriales descendieron alrededor de un 2% en los países del Grupo de los Diez en relación con el año anterior, y los precios de los bienes de consumo también bajaron en muchos países. Por otra parte, los precios de los servicios se desaceleraron durante el año, debido a la moderación antedicha del crecimiento de los salarios nominales y, en varios países, a la liberalización y la privatización de servicios antes suministrados por el sector público.

Fuerzas desinflacionistas en Estados Unidos ...

En Estados Unidos, donde las subidas de los precios de consumo perdieron fuerza el año pasado, situándose en un 1½%, a pesar de un nuevo aumento de la producción en relación con las estimaciones del nivel potencial, los efectos desinflacionistas de la reducción de los costos de los factores no laborales y del exceso de capacidad mundial se vieron reforzados por otros dos factores. En primer lugar, el valor del dólar se mantuvo en un nivel relativamente alto durante la mayor parte de 1998, lo que contribuyó a contener las subidas de los precios tanto de los bienes importados como de los bienes nacionales que son sustitutivos cercanos de las importaciones. En segundo lugar, el elevado nivel de inversión de las empresas estadounidenses registrado en los últimos años se manifiesta actualmente en unas tasas de utilización de la capacidad inferiores a la media, lo que acentúa la influencia del aumento de la competencia internacional en los precios internos estadounidenses y provoca una considerable reducción de los márgenes de beneficios.

Aunque los acontecimientos generales antes mencionados han reducido la inflación en Europa en su conjunto, existen algunas diferencias importantes entre los países. Por ejemplo, la inflación aumentó en Irlanda y Portugal el año pasado, debido al rápido ritmo de crecimiento de la producción y, en Irlanda, a una aceleración de los costos laborales unitarios. En los Países Bajos, aunque la inflación continuó bajando gradualmente, la tasa de desempleo ha descendido hasta situarse en tan sólo un 3,8% (una de las más bajas de la zona del euro) y las presiones sobre los costos laborales están aumentando. En cambio, la moderación de los salarios nominales y los grandes incrementos de la productividad permitieron a las empresas francesas y alemanas limitar el aumento de los costos laborales unitarios y mantener su competitividad internacional, a pesar de las apreciaciones de sus tipos de cambio efectivos nominales. En España, Finlandia y Bélgica, la continua moderación de los salarios nominales contribuyó a reducir las presiones sobre los precios, a pesar del crecimiento relativamente alto del empleo. Y en Suecia y Suiza, los precios de consumo bajaron o se mantuvieron más o menos constantes.

... y diversidad de resultados en Europa

En Japón, el empeoramiento de la recesión y la creciente brecha de producción llevaron a algunos observadores a esperar la aparición de graves presiones a la baja sobre los precios. Sin embargo, hasta ahora parece que hay pocas pruebas de que haya comenzado una espiral deflacionista, en la que el gasto disminuye cuando se espera que bajen los precios. El notable aumento de la tasa de ahorro, visto como un hecho aislado, podría interpretarse como indicativo de un proceso de ese tipo. Sin embargo, aunque los salarios nominales y los precios al por mayor de los bienes manufacturados bajaron el año pasado, los costos laborales unitarios aumentaron y los precios de consumo apenas variaron. Y lo que es más importante, existen pruebas de la existencia de un elevado grado de inercia de la inflación en Japón. Según las encuestas a los hogares y a las empresas, la mayoría de los encuestados está esperando que suban los precios, aun cuando los precios observados no han variado o están descendiendo. Por otra parte, a pesar del enorme aumento de la brecha de producción, la tasa de inflación del IPC apenas ha variado, mientras que la pauta histórica habría implicado una brusca y continua desaceleración de la inflación.

Presiones a la baja sobre los precios en Japón

#### *Evidencia de rigideces nominales*

El clima económico de los últimos años ha llevado a preguntarse si no habrá cambiado la naturaleza del proceso inflacionista actual en relación con las décadas anteriores. Uno de los motivos de preocupación es la posibilidad de que los salarios nominales sean rígidos a la baja porque los asalariados consideran que las reducciones de los salarios nominales son injustas, aun cuando acepten fácilmente una reducción de cuantía similar de los salarios reales provocada por la inflación. Si esa resistencia a los recortes de los salarios nominales es general, las empresas podrían tener más dificultades para ajustar los salarios reales a la baja cuando las tasas de inflación son bajas y verse obligadas así a recurrir más a una reducción de los puestos de trabajo cuando disminuye la demanda o cuando la productividad experimenta perturbaciones negativas. Aunque eso podría aumentar el riesgo de que los

La baja inflación puede aumentar las rigideces nominales ...

niveles de desempleo sean algo más altos con una inflación baja, las recientes reducciones del desempleo y la falta de evidencia empírica convincente sobre la importancia de esas rigideces inducen a pensar que no debe darse demasiada importancia a esta posibilidad.

... debido a que los precios se ajustan menos frecuentemente ...

Otra cuestión que puede constituir, quizá, motivo de mayor preocupación es que las rigideces nominales de los mercados de trabajo y de productos podrían hacer que aumente la inercia general de la inflación de precios y salarios cuando las tasas de inflación son bajas. De ser así, las variaciones de la renta nominal provocadas por la política económica y por otros factores influirían más en la producción real que en los periodos de inflación más alta. A menudo se supone que esas rigideces nominales se deben a la renuencia de las empresas a modificar los salarios o los precios nominales, porque la negociación de nuevos convenios o el ajuste de las listas de precios tienen sus costos. Y al estar disminuyendo la inflación y las expectativas inflacionistas, estos costos sobrepasarían cada vez más a los beneficios de ajustar los precios más a menudo.

... y a que la duración de los convenios es mayor

Algunas tendencias recientes de los mercados de trabajo y de productos concuerdan perfectamente con estas hipótesis. Por ejemplo, en Estados Unidos la duración de los nuevos convenios colectivos ha tendido a ser mayor, llegando hasta los seis años en algunos casos. Por otra parte, la presencia de cláusulas de revisión salarial en los convenios colectivos del sector privado ha disminuido considerablemente, y la indicación de los salarios casi ha desaparecido en Europa. En los mercados de productos, un creciente número de empresas manufactureras ha demandado y conseguido de sus proveedores la garantía de que mantendrán sus precios durante mucho tiempo, lo cual puede limitar la capacidad de esos proveedores para trasladar el incremento de sus costos de producción. En cambio, la difusión de algunas nuevas tecnologías, como los lectores ópticos de precios, los catálogos de venta por Internet y los programas más avanzados de gestión de nóminas, podría actuar en sentido contrario, facilitando incluso los más mínimos ajustes de los salarios y de los precios. Por otra parte, las instituciones y las expectativas, así como los conceptos de equidad, podrían ajustarse en un clima de baja inflación, especialmente dada la credibilidad de los compromisos de las autoridades monetarias.

Se invocan pruebas de que ha aumentado la rigidez ...

Las rigideces nominales son difíciles de medir directamente. Sin embargo, se puede evaluar su importancia a partir de la forma en que “se repartan” las variaciones de la demanda nominal entre las variaciones de la producción y las variaciones de la tasa de inflación. Aunque la producción real depende a largo plazo de factores relacionados con la oferta, las variaciones de la demanda nominal pueden influir en la producción en periodos más breves, ya que los precios sólo se ajustan gradualmente hasta alcanzar su nivel subyacente apropiado. Por lo tanto, las rigideces nominales implican que las variaciones de la demanda nominal tardan más en influir en los precios y, por lo tanto, ejercen más influencia a corto plazo en la actividad real. Las estimaciones empíricas basadas en esta idea indican que el grado de rigidez nominal ha aumentado en muchos países industriales, no sólo en Japón, donde la inflación ha sido especialmente baja durante los últimos años, sino también en algunos

Estimaciones de la rigidez nominal				
	Precios*		Inflación media	
	1970–85	1986–98	1970–85	1986–98
Estados Unidos	0,86	0,86	6,4	2,8
Suiza	0,74	0,59	4,8	2,4
Suecia	0,74	0,57	9,0	4,1
Alemania	0,63	0,78	4,7	2,5
Francia	0,56	0,93	9,4	2,4
Canadá	0,55	0,73	7,6	2,3
Dinamarca	0,54	0,64	9,0	2,7
Australia	0,48	0,62	9,7	3,6
Reino Unido	0,46	0,83	11,3	4,2
Bélgica	0,41	0,80	6,6	2,7
Italia	0,37	0,58	14,2	5,4
España	0,36	0,53	13,4	5,5
Japón	0,31	0,85	6,1	0,8

\* El grado de rigidez nominal de los precios se estima de la forma siguiente: 1 menos el coeficiente del crecimiento de la renta nominal en una regresión de la inflación (deflactor del PIB) con respecto al crecimiento de la renta nominal, la brecha de producción retardada, la inflación retardada y la variación retardada del precio relativo de las importaciones. Por lo tanto, si el valor del coeficiente es 1, la rigidez es total, mientras que si es 0, la flexibilidad es total.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro II.7

de los países que han adoptado un objetivo explícito de inflación (cuadro II.7). En cambio, no parece que las rigideces nominales hayan aumentado en Estados Unidos, Suecia o Suiza. Parece, más bien, que esas rigideces siempre han constituido un importante componente del proceso de inflación en estos países.

Estas pruebas de que la rigidez nominal aumenta cuando las tasas de inflación son bajas, se han relacionado recientemente con el argumento de que podrían adoptarse medidas macroeconómicas expansivas para reducir el desempleo. Es decir, si existe un elevado grado de inercia en el proceso de inflación, los desequilibrios existentes en los mercados de trabajo y de productos tardarían un tiempo en influir en la inflación, por lo que los errores de la política económica, si se reconocen inmediatamente, podrían corregirse con suficiente antelación. Los riesgos inflacionistas que entraña el intento de reducir el desempleo de esta forma serían, pues, pequeños, y los beneficios podrían ser mayores si disminuyera también el desempleo estructural. A veces se ponen como ejemplo a este respecto los recientes resultados económicos de Estados Unidos, en la idea de que la capacidad para mantener la tasa de desempleo tan baja durante tanto tiempo ha aumentado el capital humano de los segmentos menos cualificados de la población y ha contribuido así a reducir el desempleo estructural.

Sin embargo, las políticas basadas en estos argumentos son muy arriesgadas. Debe recordarse que en Estados Unidos la reducción del desempleo se acompañó —y se benefició— de un grado excepcional de presiones a la baja sobre los precios, debido no sólo al descenso de los precios de las materias primas, sino también al elevado valor del dólar en los últimos años. El argumento anterior también supone que la inercia de los salarios y de los

... que respaldan los argumentos a favor de la adopción de una política macroeconómica expansiva ...

... pero este enfoque tiene riesgos

precios es de magnitud similar en ambos sentidos. Pero si el aumento de las rigideces nominales de algunos países se debe principalmente a una resistencia a la baja de los salarios y de los precios más que a una rigidez más general de la inflación, los intentos de reducir la tasa de desempleo sin reformas estructurales podrían traducirse rápidamente en un aumento de la tasa de inflación. Por último, y lo que es más importante, si los intentos de reducir el desempleo por medio de medidas macroeconómicas tienen unas consecuencias inflacionistas inintencionadas e imprevistas, el aumento de las rigideces nominales también implica que será más costoso invertir los efectos de estos errores de la política macroeconómica.