

II. Evolución de la situación en los países industrializados

Aspectos más destacados

La situación macroeconómica cambió bruscamente en los países industrializados durante el transcurso del 2000. En Estados Unidos, tras registrarse una fuerte expansión durante el primer semestre, el crecimiento de la producción se desaceleró repentinamente en la segunda parte del año como consecuencia de una corrección de las existencias y una disminución de la inversión en equipamiento de alta tecnología. Esta desaceleración se transmitió rápidamente desde Estados Unidos hacia otros países y regiones, especialmente a las economías asiáticas emergentes altamente dependientes de sus exportaciones de material electrónico. En Japón, el producto disminuyó debido al estancamiento de las exportaciones y a la debilidad de la demanda interna. La zona del euro, al tener un sector empresarial menos endeudado y un sistema bancario más sólido, resistió mejor el menor ritmo de expansión de la economía. Sin embargo, las perspectivas a corto plazo de la economía mundial son particularmente inciertas en este momento. Un factor estructural, y crucial, es la naturaleza del crecimiento de la productividad en Estados Unidos. Si la aceleración que ha experimentado el crecimiento de la productividad del trabajo en los últimos años se debe a mejoras estructurales que pueden extenderse a otros países y mantener las tasas de ganancias futuras en un nivel elevado, hay mayores probabilidades de que la desaceleración de la economía sea suave y efímera.

El año pasado, el hecho de que las tasas de inflación siguieran siendo moderadas, a pesar del elevado crecimiento registrado durante el primer semestre y de la subida de los precios del petróleo, constituyó una agradable sorpresa. La inflación tendió a ser inferior de lo previsto durante toda la década de los noventa, pese al aumento sostenido de la demanda y al descenso de las tasas de desempleo. Aunque las políticas monetarias orientadas hacia la estabilidad han contribuido extraordinariamente a anclar las expectativas de la inflación, otros factores temporales, y posiblemente reversibles, han influido asimismo en su trayectoria.

El aumento de los desequilibrios financieros en las economías más importantes plantea varios interrogantes. En Estados Unidos, la magnitud negativa del ahorro del sector privado aumentó sobrepasando el 6% del PIB, elevó el déficit por cuenta corriente y puso en duda la capacidad del sector privado para seguir endeudándose. En Japón, se contempla con preocupación la capacidad del sector público para continuar contrayendo deuda ya que, tras varios años de acumular déficits presupuestarios, ésta representa más del 120% del PIB. Al mismo tiempo, los continuos interrogantes sobre la solidez del sector bancario y el creciente exceso de ahorro neto del sector privado

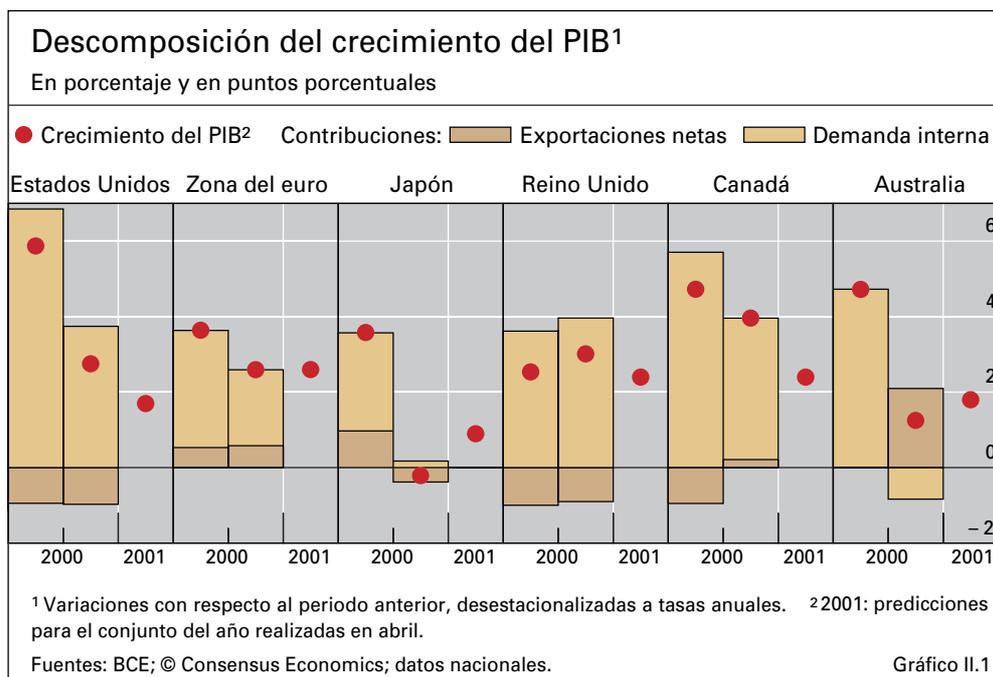
explican, en parte, que el crecimiento de la demanda interna haya sido tan débil. En la zona del euro, por el contrario, los saldos financieros del sector privado y del sector público convergieron gradualmente hacia cero el año pasado.

También es destacable el hecho de que las tasas de inversión de los países sean cada vez más independientes de las tasas nacionales de ahorro, especialmente en Europa. Esto podría significar que los mercados financieros internacionales han prestado menos atención a los desequilibrios externos en sí mismos y han desviado sus inversiones a los países con mayores tasas de rendimiento esperadas.

Dinamismo de la economía durante la primera mitad del 2000

El crecimiento del producto en los países industrializados registró una tasa anual de casi un 5% durante el primer semestre del 2000 (gráfico II.1), impulsado por la elevada demanda interna, sobre todo en Estados Unidos y otros países de habla inglesa. Ésta ha sido la tasa de aumento más alta desde finales de los años ochenta. En Estados Unidos, el crecimiento de la demanda fue impulsado, al igual que en años anteriores, principalmente por el consumo, favorecido por el acusado incremento que experimentó la renta disponible gracias a la favorable situación del mercado de trabajo, así como a las notables ganancias de capital obtenidas. El crecimiento de la inversión también fue significativo, dado el bajo costo del capital y la elevada tasa de rendimiento esperada. En Canadá, la inversión también creció rápidamente, mientras que en Australia el consumo y la inversión en viviendas se aceleraron bruscamente en anticipación al nuevo régimen de impuestos indirectos que debía entrar en vigor el 1 de julio. En el Reino Unido, el crecimiento del producto fue más moderado, aunque lo suficientemente alto como para aumentar la brecha positiva del producto estimada. El gasto de los

Elevado crecimiento impulsado por la demanda de Estados Unidos



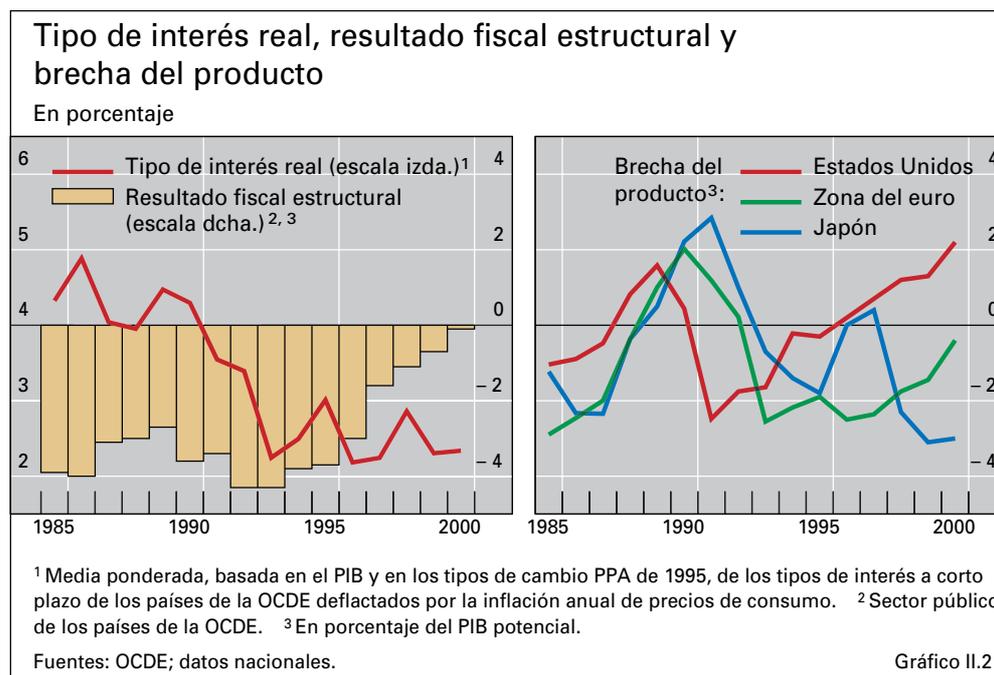
hogares, apoyado por el aumento del empleo, fue el componente más dinámico de la demanda. En cambio, la inversión empresarial se desaceleró respecto a la rápida expansión que había experimentado un año antes.

La zona del euro registró asimismo una fuerte expansión durante el primer semestre del 2000. Aunque la tasa media de crecimiento del 3,5% anual fue muy inferior a la de Estados Unidos, significó, no obstante, una notable mejora en comparación con la década de los noventa. Las exportaciones netas, alentadas por un tipo de cambio competitivo y una situación mundial favorable, no sólo contribuyeron positivamente al crecimiento, sino que estimularon a su vez el gasto de inversión. Por otra parte, al crecer el empleo a una tasa superior al 2% anual y disminuir el desempleo, el consumo privado fue otra causa de la notable expansión. El crecimiento también fue significativo en otros países europeos durante el primer semestre del 2000. En Suiza, la producción creció aproximadamente un 4% y la inversión empresarial fue particularmente dinámica. Suecia también experimentó una elevada tasa de expansión, sustentada por el estímulo fiscal y la favorable situación del mercado de trabajo. En Noruega, prosiguió la recuperación del crecimiento iniciada a mediados de 1999, impulsada principalmente por las exportaciones netas y por la mejora que experimentó la relación de intercambio como consecuencia de la subida de los precios del petróleo. Sin embargo, al aproximarse la economía al pleno empleo (o quizá incluso al sobrepasarlo), fue necesario recurrir a una política monetaria restrictiva para frenar presiones inflacionarias.

Japón volvió a registrar un crecimiento positivo tras la recesión de 1998 y el estancamiento de 1999. Las exportaciones netas, favorecidas por el auge del mercado estadounidense, así como por la fuerte recuperación de las economías asiáticas emergentes, contribuyeron en un punto porcentual a la tasa de crecimiento del PIB total. La mayor tasa de ganancias estimuló, además, la inversión fija de las empresas, sobre todo en equipamiento de alta

Elevado crecimiento también en Europa continental

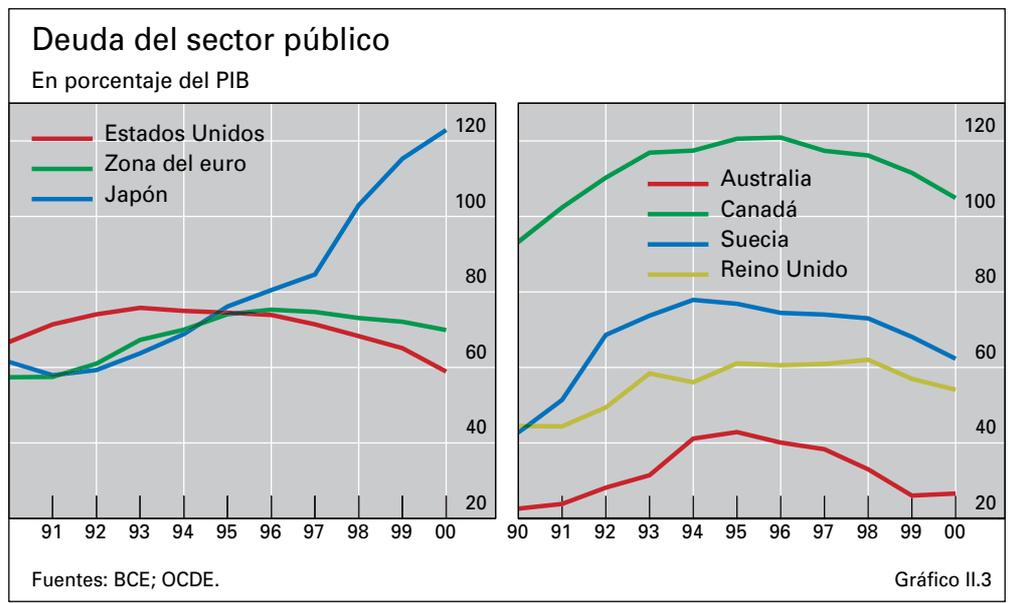
Retorno a un crecimiento positivo en Japón



tecnología. La inversión pública también aumentó, debido a las medidas presupuestarias adoptadas a finales de 1999. El crédito al sector privado continuó contrayéndose, a pesar de los programas de crédito con garantía del Estado destinados a las pequeñas y medianas empresas. Además, la persistente incertidumbre sobre las perspectivas del empleo, así como la preocupación por el futuro de las pensiones, la seguridad social y las prestaciones sanitarias, limitaron el crecimiento del gasto de los hogares.

La mejora de las finanzas públicas y unos tipos de interés reales relativamente bajos en la mayoría de los países industrializados favorecieron el crecimiento (gráfico II.2). A pesar de la contracción monetaria llevada a cabo en las tres principales zonas económicas, los tipos de interés reales a corto plazo continuaron siendo bajos, especialmente si se considera el vigor de la demanda. Los tipos de interés reales a largo plazo fueron algo más altos e incluso descendieron durante el año. El ajuste presupuestario y la disminución resultante de la relación deuda pública/PIB contribuyeron indudablemente a ello e impulsaron la inversión privada. En Estados Unidos, la progresiva mejora de las finanzas públicas dio lugar a una reducción de la relación deuda pública/PIB (gráfico II.3). En la zona del euro, el mayor crecimiento, así como los ingresos generados por operaciones únicas (por ejemplo, por la venta de licencias de telefonía móvil de tercera generación (UMTS)), elevaron los ingresos del Estado. Esto resultó en posiciones presupuestarias próximas al equilibrio, lo que, dada la reducción de la brecha del producto, era acorde con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y permitió, pues, a algunos grandes países seguir adelante con sus reformas fiscales y recortar los tipos impositivos. La reducción de la deuda también ha sido una característica destacada de la evolución de las finanzas públicas en el Reino Unido, Canadá, Australia y Suecia. En Japón, por el contrario, la relación deuda pública/PIB continuó aumentando y los bajos tipos de interés pueden atribuirse principalmente al elevado ahorro privado y a una política monetaria acomodaticia.

La combinación de políticas contribuyó al crecimiento ...



... al igual que la favorable situación de los mercados financieros

La favorable situación de los mercados de activos y de crédito contribuyó por su parte a los buenos resultados del crecimiento en Estados Unidos, así como en Canadá, Australia, los Países Bajos y Suecia. En todos los casos, las ganancias de capital, unidas a los bajos tipos de interés nominales, animaron y permitieron a los hogares endeudarse más para financiar la compra de bienes duraderos y de viviendas.

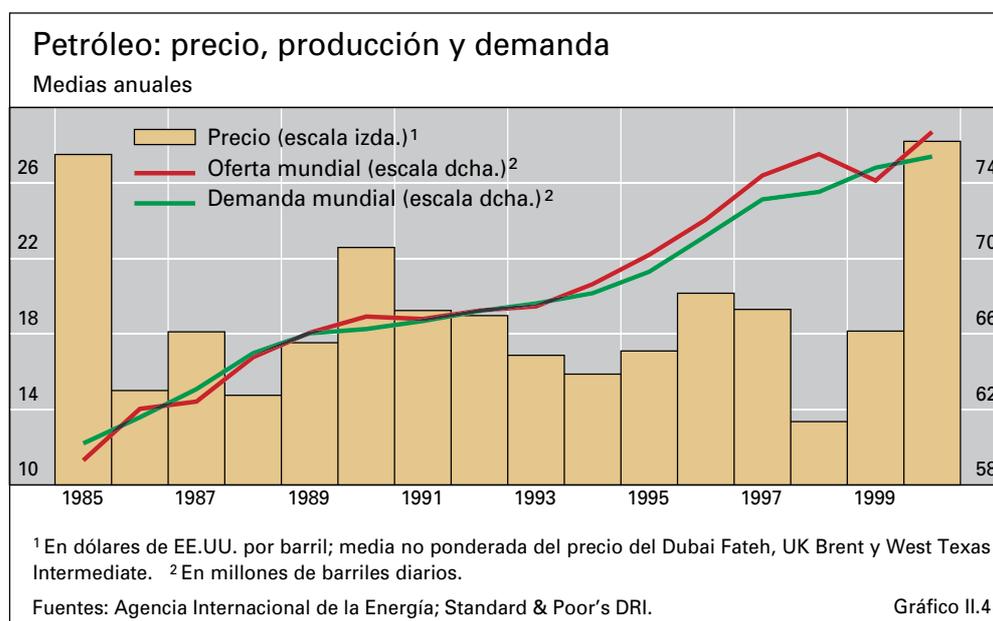
Desaceleración en la segunda mitad del año

Notable desaceleración en Estados Unidos debido a la subida de los precios del petróleo ...

Durante el segundo semestre del 2000, aparecieron algunos indicios de una significativa desaceleración (gráfico II.1). En Estados Unidos, la actividad económica se desaceleró bruscamente: el crecimiento descendió hasta el 1% anual en el cuarto trimestre. Fueron varios los factores que contribuyeron a este cambio de tendencia. En primer lugar, los precios del petróleo, que alcanzaron su nivel más bajo en 1998, se han triplicado, lo que representa un "gravamen" equivalente al 1,5% del PIB. Las razones de una subida tan acusada de los precios del petróleo no están del todo claras. Como puede observarse en el gráfico II.4, en el 2000, la demanda mundial de petróleo descendió en relación con la oferta, tras el aumento de las cuotas de producción de los países de la OPEP. Es posible que tras una década de baja o menguante inversión en el sector de la energía, la limitada capacidad de refino de Estados Unidos provocara una escasez de petróleo ligero en el mercado norteamericano. También es concebible que los bajos niveles de existencias de petróleo y la limitada capacidad de producción (salvo en Arabia Saudita), conjuntamente con una fuerte subida del precio del gas natural y la creencia de que Estados Unidos continuaría creciendo a un ritmo vigoroso, añadieran un elemento especulativo al precio de mercado del crudo.

... al endurecimiento de las condiciones crediticias ...

En segundo lugar, el progresivo endurecimiento de la política monetaria llevado a cabo desde mediados de 1999, unido a la creencia, cada vez más arraigada, de que Estados Unidos se encontraba próximo al punto álgido del



ciclo económico, provocó un considerable empeoramiento de los mercados de capitales y de las condiciones crediticias para las empresas. Como se señala en el capítulo VI, los precios de las acciones estadounidenses bajaron significativamente con respecto al máximo alcanzado en marzo del 2000, lo que ocasionó pérdidas de capital a los hogares y un pronunciado incremento del costo de financiación mediante la emisión de acciones. Por otra parte, el considerable endurecimiento de las condiciones crediticias de los bancos agravó los efectos de la ampliación de los diferenciales de rendimiento en el mercado de bonos de empresas.

En tercer lugar, y lo que quizá sea más importante, diversos efectos aceleradores reforzaron la recesión, una vez que la economía de Estados Unidos alcanzó su punto de inflexión. La demanda de automóviles descendió abruptamente y las empresas que mantenían un exceso de existencias redujeron sus pedidos. Por otra parte, al empeorar las perspectivas de beneficios futuros y surgir indicios de excedentes de capacidad, las empresas recortaron sus planes de inversión, sobre todo en ordenadores y otros equipamientos de alta tecnología. De hecho, tras nueve años ininterrumpidos de expansión, la inversión en equipos de capital disminuyó en el cuarto trimestre. Las pérdidas de capital, unidas a la significativa proliferación de los anuncios de recorte de empleo, provocaron, además, una disminución de la confianza de los consumidores y una reducción del crecimiento del gasto de los hogares.

Aunque la rapidez con que empeoró la situación económica en Estados Unidos constituyó una sorpresa, también sorprendieron la magnitud y la coincidencia de la desaceleración registrada en otros países. En algunos casos, el debilitamiento podría atribuirse a factores específicos nacionales (por ejemplo, en Australia, a la caída que experimentó la inversión en vivienda tras la introducción de un nuevo impuesto sobre bienes y servicios) o a la estrecha relación entre el comercio internacional y la desaceleración en el sector de alta tecnología de Estados Unidos (como en el caso de las economías asiáticas emergentes; véase el capítulo III). Sin embargo, en casi todos los casos restantes, los acontecimientos ocurridos durante el segundo semestre del año pasado sugieren que las vías de transmisión de unos países a otros iban mucho más allá de los vínculos comerciales directos.

Un destacado ejemplo es el de Canadá. La desaceleración de la producción registrada durante el segundo semestre fue en apariencia consecuencia del descenso de la demanda interna, que de hecho disminuyó en el cuarto trimestre debido a que las empresas redujeron sus existencias y gastos de capital. Sin embargo, también hubo mecanismos de transmisión directos y menos visibles. Así, por ejemplo, el aumento de las exportaciones netas se debió principalmente a la disminución de las importaciones. Es más, los recortes de pedidos y de producción fueron más pronunciados en las empresas especializadas en el suministro de componentes a los sectores de la economía estadounidense (automóviles y telecomunicaciones) más afectados por la desaceleración.

Japón, cuyo PIB disminuyó durante el segundo semestre, mostró un fenómeno similar. La reducción de las exportaciones a otros países asiáticos y a Estados Unidos explicó, en parte, la disminución de las exportaciones

... y a los efectos aceleradores negativos

La recesión se extiende a otros países ...

... incluidos Canadá ...

... Japón ...

netas. Sin embargo, el crecimiento del volumen de las importaciones en una situación de descenso de la demanda interna contribuyó a agravar esta situación. Aunque el debilitamiento del crecimiento del gasto de los hogares desempeñó un importante papel, la causa principal del empeoramiento de la demanda interna fue una reducción de la inversión pública. Si bien la inversión empresarial continuó creciendo hasta finales del 2000, la encuesta *Tankan* más reciente del Banco de Japón muestra una significativa pérdida de confianza de las empresas y un empeoramiento de las expectativas sobre la demanda, así como un considerable recorte de los planes de gasto de capital. Es posible que este recorte fuera exacerbado por una disminución de la capacidad o la voluntad de los bancos para conceder préstamos. Al aumentar vertiginosamente las quiebras, el volumen de préstamos bancarios en mora comenzó a expandirse de nuevo, al tiempo que las posibilidades de los bancos de dar de baja dichos préstamos disminuyeron, ya que las ganancias de capital no realizadas en su cartera de acciones revirtieron en pérdidas. Con el fin de restablecer la capacidad de los bancos para conceder préstamos, las autoridades propusieron, por un lado, un plan que los incentivara a desprenderse de préstamos concedidos a empresas en quiebra o con alto grado de insolvencia y, por otro, la creación de una agencia cuyo objetivo sería comprar hasta una cuarta parte de las acciones de propiedad de los bancos.

... y la zona del euro

La zona del euro también experimentó una considerable desaceleración del crecimiento durante el segundo semestre, aunque inferior a la experimentada por Estados Unidos y Japón; además su alcance varió considerablemente según los países miembros. En Alemania, el crecimiento del PIB descendió desde el 4% registrado en el primer semestre hasta situarse en el 2% en el segundo, debido a su dependencia de las exportaciones de bienes manufacturados y a la disminución que experimentó el consumo privado. El nivel de confianza de las empresas también disminuyó. En Francia, por el contrario, la actividad económica se reavivó a medida que avanzaba el año, por lo que la confianza de los consumidores continuó siendo alta y la inversión empresarial se aceleró. En ambos países, los productores de bienes y servicios debieron hacer frente a un deterioro de las perspectivas de crecimiento y de las condiciones crediticias tras la desaceleración observada en el sector de alta tecnología a nivel mundial, por cuanto que las acciones del sector de telecomunicaciones europeo siguieron la trayectoria descendente de las acciones del sector de tecnología de la información de Estados Unidos. Sin embargo, las empresas alemanas, debido a su mayor actividad de compra de empresas estadounidenses, fueron más vulnerables a las potenciales pérdidas de ventas de sus filiales.

Resistencia de la zona del euro

Son varios los factores que explican la mayor resistencia de la zona del euro a la desaceleración de la economía mundial en comparación con Estados Unidos y Japón. En primer lugar, gracias a una fuerte demanda interna, un sector empresarial relativamente libre de deuda y un sector financiero sólido, la zona del euro se encontraba en mejores condiciones que Japón para soportar perturbaciones externas desfavorables. En segundo lugar, la zona del euro tiene menos intercambios comerciales con Estados Unidos y las economías emergentes asiáticas que Japón y, probablemente, se benefició

del continuo crecimiento de los flujos *intracomunitarios* de comercio y de capitales. En tercer lugar, aunque la corrección a la baja del valor de las acciones fue más acusada en la zona del euro que en Estados Unidos, sus efectos sobre el gasto de los hogares y la inversión fueron moderados puesto que la proporción de hogares propietarios de acciones es mucho menor y las empresas recurren a beneficios no distribuidos y a los bancos para financiar sus inversiones. Esta diferencia de efectos de riqueza contribuye a explicar el que la confianza de los consumidores se haya mantenido alta en la zona del euro. Por último, la mayoría de los países de la zona del euro presentan una menor dependencia que Estados Unidos y las economías asiáticas emergentes de la producción de equipamientos de alta tecnología, y, por otra parte, la inversión en tecnología de la información sólo ha experimentado un modesto aumento. Por consiguiente, con la sola excepción de los sectores de equipamiento y servicios de telecomunicaciones, el riesgo de que los niveles de capital y de deuda de las empresas experimentaran posibles correcciones a la baja era menor en la zona del euro.

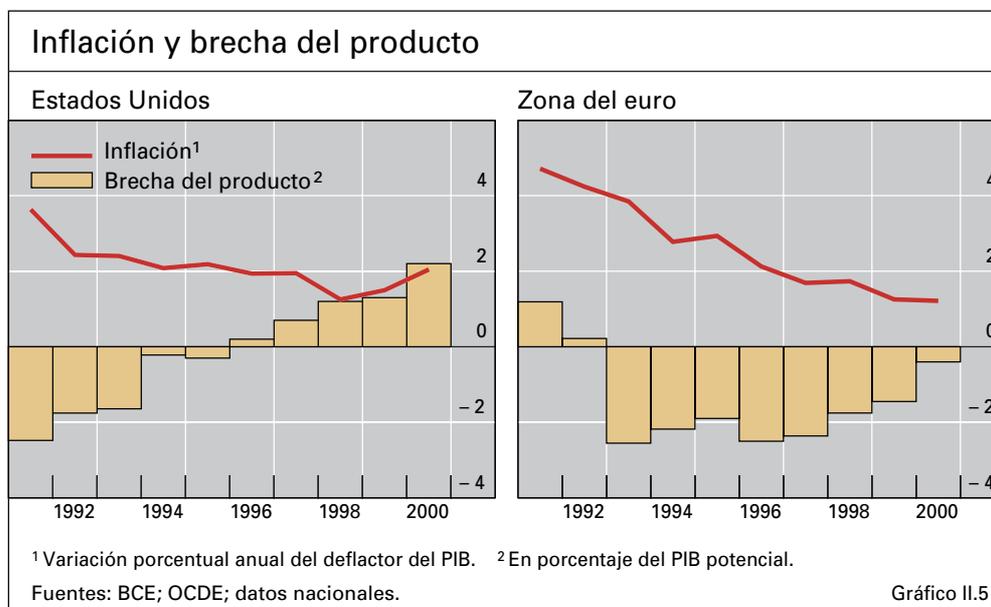
Otros países europeos también experimentaron una desaceleración modesta. En el Reino Unido, a pesar de haberse producido un ligero debilitamiento a finales del 2000 y de tener un volumen de comercio con Estados Unidos relativamente alto, el crecimiento aumentó sensiblemente en el segundo semestre del año, debido sobre todo al dinamismo del gasto de los hogares y a una política fiscal expansiva. En Suiza, la solidez del gasto de los hogares y una evolución excepcionalmente buena del mercado de trabajo, también limitaron la desaceleración inducida desde el exterior. En Suecia, el crecimiento observó una desaceleración algo mayor, ya que cuenta con un sector de tecnología de la información relativamente importante y depende en mayor medida de las exportaciones a Estados Unidos. Por otra parte, dado que más de la mitad de los hogares suecos posee acciones, su vulnerabilidad a la evolución de los mercados de acciones es una de las mayores de Europa.

Evolución de la situación en otros países

Comportamiento reciente de la inflación

Los países industrializados experimentaron tan sólo un moderado aumento de la inflación en el 2000, a pesar de su vigoroso ritmo de crecimiento y de la subida de los precios del petróleo. La tasa general de inflación (IPC) aumentó hasta situarse en el 2,25%, pero la inflación subyacente apenas varió; el incremento del deflactor del PIB, que es el indicador más amplio de inflación, sólo fue del 1,25%, algo más elevado que en 1990, aunque inferior a la media de la pasada década. En Estados Unidos, la inflación fue ligeramente superior a la media, mientras que en la zona del euro, la depreciación del euro agravó el efecto de la subida del precio del petróleo. En otros países, los impuestos indirectos provocaron un salto en el nivel de precios. En cambio, en el Reino Unido la inflación fue inferior a su objetivo durante la mayor parte del año pasado. En Japón, los precios continuaron declinando, lo que contribuyó a la divergencia de las tasas de inflación entre los países industrializados que se ha venido observando desde 1997.

Las presiones inflacionarias fueron moderadas en el 2000



La baja inflación de los años noventa puede atribuirse a ...

La favorable evolución de la inflación durante el pasado año prolongó una tendencia persistente a predecir excesivas variaciones de los precios observada durante los años noventa. De hecho, una característica inusual del comportamiento económico fue el grado en que los precios continuaron desacelerándose en un clima de aumento general del nivel de actividad y de mayores tasas de empleo en los mercados de trabajo (gráfico II.5).

Aparte de la existencia de políticas monetarias orientadas primordialmente a la estabilidad de los precios, los argumentos que explican la reciente evolución de la inflación pueden clasificarse en tres amplias categorías. De acuerdo con la primera, algunos de los factores que afectan al proceso inflacionario han cambiado permanentemente, por consiguiente, los modelos utilizados tradicionalmente por los economistas para predecir la inflación han quedado obsoletos. En el otro extremo del espectro, se encuentran quienes afirman que los modelos tradicionales siguen siendo válidos en la medida en que tengan en cuenta algunas perturbaciones temporales, y posiblemente reversibles, de la oferta. La tercera categoría, que expone la posición ecléctica, agrupa los argumentos según los cuales los modelos tradicionales conservan su validez, si bien, algunos de los principales factores han variado y han producido cambios duraderos (aunque no permanentes) en el comportamiento de la inflación.

... la mejora del funcionamiento de los mercados de productos ...

La primera línea argumental estima que la mayor influencia de las fuerzas de mercado ha mejorado, y continúa mejorando, el equilibrio entre el crecimiento y la inflación. En mercados de productos menos regulados, es probable que las curvas de demanda a las que se enfrentan las empresas sean más elásticas, lo que les incentiva, o les obliga, a reducir sus márgenes y a intensificar los esfuerzos encaminados a reducir sus costos. En un mismo orden de cosas, podría argumentarse que los avances en el comercio electrónico y en la transmisión de información provocan cambios en el funcionamiento de mercados competitivos. De hecho, las funciones de oferta también se han tornado más sensibles a las variaciones de los precios,

lo cual repercute de forma duradera en la conducta de fijación de los precios por parte de las empresas. Existen, además, crecientes indicios de que determinados cambios estructurales han contribuido a reducir la inflación y de que esos cambios proseguirán. Se ha asistido a una profunda reducción de los precios de los servicios públicos en Europa, especialmente de las telecomunicaciones y la energía, tras la liberalización y la privatización de estos sectores. Por otra parte, la creación de un mercado común con una moneda única ha reforzado gradualmente las fuerzas competitivas en el conjunto de la zona del euro. Asimismo, en Japón, la tasa de inflación negativa se atribuye a la reestructuración de las empresas y a la liberalización de diversos sectores, así como al progreso tecnológico y al mayor grado de apertura a las importaciones.

Pasando a la segunda categoría de argumentos, algunos han afirmado que un modelo tradicional de curva de Phillips recoge con bastante fidelidad la evolución de la inflación siempre que se tenga en cuenta el significativo descenso experimentado por los precios de los productos básicos durante la década de los noventa. Otros han subrayado que también han de tenerse en cuenta otras perturbaciones de los precios o de la oferta, aunque sean de carácter temporal. Entre éstas se enumeran el fuerte descenso de los precios de los ordenadores y, en el caso de Estados Unidos durante la mayor parte de la última década, el moderado aumento del costo de la asistencia médica y la corrección del sesgo al alza de la medición de la tasa de inflación. Al margen de las ambigüedades sobre la magnitud precisa de estos factores, una consecuencia que puede deducirse es que las perturbaciones que generan resultados inflacionarios favorables tienen sólo carácter transitorio y es muy posible que cambien de signo. De hecho, la subida que han experimentado los precios del petróleo desde 1998 constituye un ejemplo de la forma en que quizá haya que devolver las ganancias generadas por las perturbaciones favorables, aunque temporales, de la oferta. Asimismo, algunas variaciones en el comportamiento de los salarios que se analizan más adelante pueden ser temporales y reversibles. Esto contrasta claramente con la visión extrema de la “nueva economía”, según la cual la baja inflación constituye un cambio más fundamental y duradero del comportamiento de fijación de los salarios y de los precios.

La tercera categoría, en su versión más sencilla, atribuiría la baja inflación de los años noventa al descenso de las tasas estructurales de desempleo (o NAIRU) observado en varios países. La principal diferencia con respecto a la segunda categoría reside en que la variación de la NAIRU es permanente en lugar de temporal. Sin embargo, el modelo tradicional de la inflación sigue siendo válido y la reducción de la inflación sólo es observable en la medida en que la tasa efectiva de desempleo aún no haya alcanzado la nueva y menor NAIRU. El descenso de la NAIRU suele atribuirse a un aumento de la influencia de las fuerzas del mercado. El funcionamiento de los mercados de trabajo ha mejorado extraordinariamente en los países de habla inglesa y, más recientemente, también en algunos de Europa continental. Tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido, la tasa de desempleo ha descendido por debajo de los niveles que solían dar lugar a una

... y a la influencia de factores más temporales

Otros argumentos se basan en una reducción de la NAIRU ...

intensificación de las presiones salariales. Asimismo, la impresionante mejora del empleo y la reducción de las tasas de desempleo de los países de Europa continental han ido acompañadas, hasta la fecha, por presiones inflacionarias sólo ligeramente superiores.

... un mayor crecimiento de la productividad ...

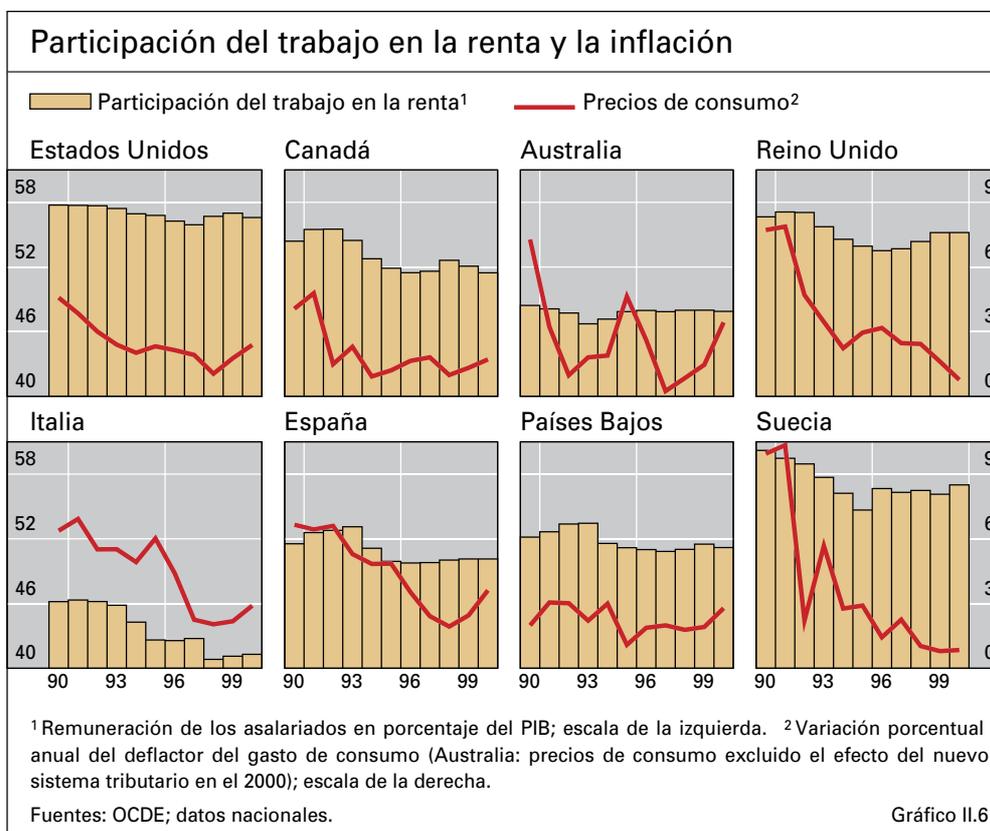
Otras explicaciones de las causas por las que pueden haber cambiado los determinantes de la inflación tienen su raíz en la forma en que la tecnología de la información ha alterado las relaciones tradicionales entre los agentes económicos. Probablemente, el más conocido de estos cambios es la aceleración que experimentó el crecimiento de la productividad en Estados Unidos y en otros países durante la década de los noventa (véase más adelante). Al igual que sucede con el descenso de la NAIRU, un aumento sostenido de la tasa de crecimiento de la productividad sólo reducirá la inflación en la medida en que la demanda de la economía aún no haya alcanzado el nuevo nivel más alto de producto potencial. Esta argumentación supone, además, que las expectativas de los beneficios futuros no aumentan tanto como para que la demanda crezca por encima del producto, tal como se observó en Estados Unidos a principios del 2000.

... y un régimen de baja inflación

Según otras hipótesis, el comportamiento de la inflación depende del nivel de inflación realmente observado. En particular, en un régimen de baja inflación que aplique una política monetaria orientada a estabilizar los precios, las expectativas tienden a estar mejor ancladas y, por lo tanto, la inflación tiende a variar menos. De acuerdo con esta línea de opinión, la disminución de la capacidad de las empresas para fijar precios superiores a la tasa esperada de inflación y el hecho de que se trasladen en menor medida los costos a los precios se han debido principalmente a una menor persistencia de la inflación realmente observada. De este modo, durante los periodos de baja inflación, los trabajadores y las empresas restan importancia a las perturbaciones al alza de la inflación a la hora de determinar los futuros salarios y precios. Asimismo, en un clima de baja inflación, es más probable que las variaciones de los tipos de cambio se consideren temporales y reversibles, por lo que sus fluctuaciones tienen una menor incidencia sobre los precios internos. Las experiencias de Canadá durante 1991–93, las de Italia, del Reino Unido y de Suecia tras la crisis del Mecanismo de Cambios del SME de 1992 y de Australia tras la crisis asiática y, de nuevo, el año pasado inducen a pensar que la repercusión de las variaciones de los tipos de cambio ha disminuido realmente durante la última década.

No existe una única explicación ...

En este contexto, no es posible atribuir la favorable evolución de la inflación durante los años noventa a un único factor. Parece, más bien, que es el resultado de varios factores concurrentes y de su interrelación. Muchos observadores han centrado la atención en la pérdida de poder de las empresas para fijar los precios (y en la reducción de los márgenes) en mercados nacionales e internacionales cada vez más competitivos. Sin embargo, si ese fuera el único cambio, la baja y estable inflación habría estado acompañada de un aumento de la participación del trabajo en la renta; sin embargo, ésta se ha mantenido estable o ha tendido a disminuir durante gran parte de la última década (gráfico II.6). De hecho, una observación sorprendente es que, en el caso de todos los países de la muestra, las tasas



de inflación y la participación de los salarios muestran una correlación positiva y significativa.

La decreciente participación del trabajo en la renta podría atribuirse a desplazamientos de poder relativo en los mercados de productos y de trabajo. Los oferentes ya no disfrutaban de la posición dominante que tenían en ambos mercados en las décadas de los setenta y los ochenta. Como ya se ha señalado, las empresas (oferentes) han perdido su poder para fijar los precios en los mercados de productos. Al mismo tiempo, los trabajadores han perdido gran parte de su poder para fijar los precios en el mercado laboral ante la desaparición o relajación de reglamentaciones y restricciones, así como por el descenso de la proporción de trabajadores afiliados a sindicatos y, en algunos casos, también en respuesta al elevado nivel de desempleo. En este entorno, es probable que las perturbaciones de carácter negativo (por ejemplo, una subida de los precios de las importaciones) afecten a la inflación sólo moderadamente, ya que las empresas no pueden trasladar el incremento de los costos a los precios, y pueden oponerse a las demandas salariales compensatorias. Asimismo, un aumento autónomo del crecimiento de la productividad resultará principalmente en una reducción de los precios y en el correspondiente aumento de los salarios reales sin un ajuste del crecimiento de los salarios nominales.

... sino que los desplazamientos del poder de mercado relativo alteraron la respuesta a las perturbaciones

Tendencias de la productividad y perspectivas de la economía mundial

Aunque la evolución favorable de la inflación en Estados Unidos y otros países industrializados incrementó el margen de adopción de medidas

Cuestiones relacionadas con el crecimiento de la productividad

expansivas, otro factor que influye sobre la severidad y duración de la desaceleración actual de la actividad económica es la naturaleza de los últimos cambios experimentados por la productividad. Los tres interrogantes que se plantean son: ¿Ha crecido la productividad en otros países además de en Estados Unidos? ¿En qué medida la aceleración del crecimiento de la productividad de la economía estadounidense ha sido impulsado por la inversión de capital vinculada a la tecnología de la información y por la evolución del sector de alta tecnología?, y ¿Qué influencia tiene el componente cíclico en la reciente aceleración del crecimiento de la productividad del trabajo?

Crecimiento de la productividad en Estados Unidos y Australia

Por lo que se refiere a la evolución de la productividad en otros países industrializados, Australia es el único país donde la productividad del trabajo aumentó más que en Estados Unidos durante la segunda mitad de la década de los noventa (cuadro II.1). Australia es también el único país, aparte de Estados Unidos, donde la productividad del trabajo se aceleró durante ese periodo, en comparación con la primera mitad de las décadas de los noventa y los ochenta. También resulta notable el hecho de que en ambos países la aceleración sea atribuible, sobre todo, a una tasa aparentemente más alta de progreso tecnológico, medida como el crecimiento de la productividad total de los factores (es decir, el crecimiento de la producción que no puede atribuirse a los aumentos del trabajo y del capital) y, que por lo tanto, puede ser más duradera. La contribución de la intensificación del capital (es decir, el aumento del capital por trabajador) parece haber sido más modesta, aunque su determinación depende, en parte, de los datos que se utilicen (véase más adelante).

Cambios en la productividad del trabajo en el sector empresarial									
	Producto por hora	del cual:		Producto por hora	del cual:		Producto por hora	del cual:	
		Capital ¹	PTF ²		Capital ¹	PTF ²		Capital ¹	PTF ²
	1996-99			1990-95			1981-89		
tasas anuales en porcentaje y en puntos porcentuales									
Australia	3,1	1,0	2,1	1,8	0,6	1,2	1,5	0,5	1,0
Estados Unidos	2,3	0,5	1,8	1,0	0,2	0,8	1,3	0,2	1,1
Alemania	2,1	1,0	1,1	2,2	1,2	1,0	...	...	...
Japón	2,1	1,2	0,9	2,9	1,6	1,3	3,1	1,1	2,0
Suiza	1,9	1,0	0,9	0,7	1,2	-0,5	...	...	...
Suecia	1,7	0,6	1,1	2,1	0,9	1,2	1,5	0,6	0,9
Francia	1,6	0,5	1,1	2,3	1,4	0,9	3,4	1,1	2,3
Reino Unido	1,5	0,5	1,0	1,8	0,6	1,2	3,4	0,5	2,9
Noruega	1,4	0,3	1,1	3,2	0,7	2,5	1,4	0,9	0,5
Canadá	0,9	0,6	0,3	1,4	1,1	0,3	1,4	1,3	0,1
Dinamarca	0,9	0,6	0,3	3,7	1,3	2,4	2,5	...	...
Italia	0,7	0,8	-0,1	2,7	1,4	1,3	2,3	0,9	1,4
Países Bajos	0,4	-0,2	0,6	2,9	0,9	2,0	3,4	...	...
España	0,4	0,3	0,1	2,6	2,0	0,5	3,9	...	...

¹ Intensificación del capital. ² Productividad total de los factores.
Fuente: US *Federal Reserve Bulletin*, octubre 2000 (en base a datos de la OCDE).

Cuadro II.1

En todos los países de la zona del euro incluidos en el cuadro precedente, el crecimiento de la productividad del trabajo disminuyó durante la segunda mitad de los noventa. La reducción fue más pronunciada en los países que han obtenido mayor éxito en el empeño de mejorar del funcionamiento de los mercados de trabajo y fomentar el crecimiento del empleo (Francia, Italia, los Países Bajos y España). En Francia, la reducción de las contribuciones a la seguridad social correspondientes a los trabajadores poco cualificados parece haber fomentado la creación de puestos de trabajo. Italia, España y los Países Bajos redujeron los prohibitivos costos de despido, facilitando así el empleo de trabajadores temporales y a tiempo parcial. Aunque el efecto positivo de estas medidas haya tenido una buena acogida, la otra cara de la moneda ha sido un notorio aumento de la intensidad de uso del factor trabajo en la producción y la consiguiente disminución de la tasa de crecimiento de su productividad. Los países nórdicos también podrían incluirse en este grupo, mientras que lo ocurrido en Suiza es más difícil de interpretar. Suiza ha conseguido reducir su tasa de desempleo, superior al 5%, a menos del 2% en sólo tres años. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en los países de la zona del euro, el crecimiento de la productividad del trabajo ha aumentado en comparación con la primera mitad de la década de los noventa.

Menor crecimiento de la productividad pero mejor funcionamiento de los mercados de trabajo en Europa

Al margen de los efectos de las reformas del mercado laboral, la baja tasa de crecimiento de la productividad del trabajo y de la productividad total de los factores registrada por la zona del euro en comparación con Estados Unidos podría atribuirse a la diferente intensidad de los efectos derivados del vertiginoso avance de la tecnología de la información. Estados Unidos se ha beneficiado de la producción y la utilización del equipamiento de alta tecnología en mucho mayor medida que los países de la zona del euro. Además, los beneficios de la innovación han sido indudablemente optimizados gracias a la extrema competitividad del mercado estadounidense. En Europa, por el contrario, los sectores que producen bienes de tecnología de la información, así como los que emplean equipamientos de alta tecnología, están menos avanzados y sus mercados son menos competitivos. No obstante, cabe esperar que, si los países europeos continúan liberalizando sus mercados de productos y de trabajo y replicando los procesos de innovación de Estados Unidos, logren acelerar el crecimiento de la productividad a medio plazo.

La revolución de la tecnología de la información

En el Reino Unido y en Canadá, el crecimiento de la productividad del trabajo ha disminuido, debido posiblemente a que los efectos de la liberalización de los mercados de trabajo contrarrestaron con creces los derivados del aumento del gasto de capital. En Japón, la productividad también vio descender su tasa de crecimiento durante la década de los noventa y con relación a la anterior, lo que, quizá era de esperar dada la baja tasa de crecimiento del producto registrada en los últimos diez años. Sin embargo la desaceleración de la productividad del trabajo puede atribuirse en mayor medida a una evidente disminución de la tasa de progreso tecnológico (o sea, al aumento de la productividad total de los factores), por lo que puede ser más duradera. Contrastando con ello, la contribución de la intensificación del capital se ha mantenido relativamente estable.

Crecimiento de la productividad en otros países

Contribución al crecimiento de la productividad del trabajo en el sector empresarial no agrícola de Estados Unidos			
	1996–99	1991–95	1974–90
	tasas anuales en porcentaje y en puntos porcentuales		
Productividad del trabajo	2,6	1,5	1,4
Intensificación del capital	1,1	0,6	0,8
Capital relacionado con la tecnología de la información ¹	1,0	0,5	0,4
Otro capital	0,1	0,1	0,4
Calidad del trabajo	0,3	0,4	0,2
Productividad total de los factores	1,2	0,5	0,3
Sectores de alta tecnología ²	0,7	0,3	0,2
Otros sectores	0,5	0,2	0,1

Nota: Cálculos de los autores basados en datos del Bureau of Labor Statistics y del Bureau of Economic Analysis.

¹ Equipos, programas y equipamiento de comunicación. ² Sectores de ordenadores y semiconductores.

Fuente: S. D. Oliner y D. E. Sichel, "The resurgence of growth in the late 1990s: Is information technology the story?", *Journal of Economic Perspectives*, otoño del 2000. Cuadro II.2

El papel de la inversión en tecnología de la información y el sector en Estados Unidos

El núcleo del segundo interrogante (el papel de la tecnología de la información y de la inversión en este sector en la economía estadounidense) es si el aumento de la contribución del capital por unidad de trabajo registrado durante la segunda mitad de los años noventa puede atribuirse totalmente a la inversión en capital relacionada con la tecnología de la información (cuadro II.2). La contribución de otras inversiones de las empresas (otros equipos y estructuras) se mantuvo estable en un nivel muy inferior al alcanzado en el periodo 1974–90. Parece que el aumento de la contribución del progreso tecnológico se repartió más o menos por igual entre productores y usuarios de equipamiento de tecnología de la información. En lo que se refiere a estos últimos, se registró una mejora especialmente significativa de la productividad en el comercio, mayorista y al por menor, y en el sector financiero. En cambio, el crecimiento de la productividad ha disminuido en los sectores del transporte y de las comunicaciones, así como en el de la fabricación de bienes no duraderos.

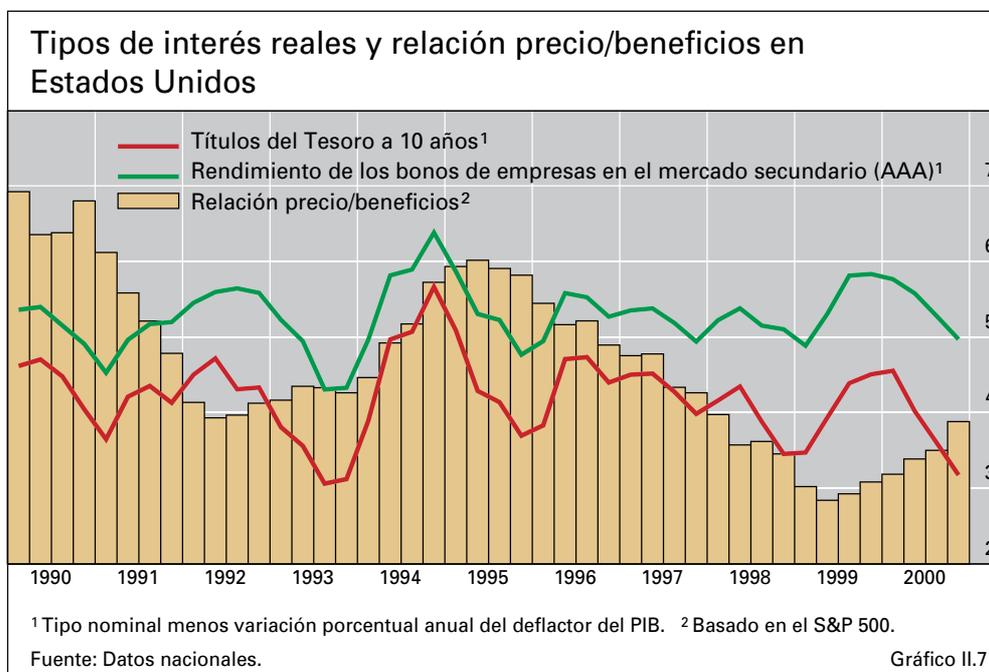
¿Cuál es el crecimiento potencial de la economía en Estados Unidos?

El tercer interrogante (la magnitud del componente cíclico del crecimiento de la productividad) quizá sea el más importante para las perspectivas a corto plazo de la economía de Estados Unidos. Lamentablemente, también es la más difícil de responder. Muchas estimaciones apuntan a que el crecimiento potencial de Estados Unidos aumentó desde el 2–2,5% hasta el 3,5–4% entre los años ochenta y la primera mitad de los noventa, lo que, teniendo en cuenta que la población activa aumentó en algo más del 1% por año, implicaría un crecimiento continuo de la productividad del trabajo del 2,5–3%. Sin embargo, esta tasa sólo se logró al final del periodo 1995–2000. Por otra parte, para mantenerla sería necesario que el gasto de capital continuara creciendo a la elevada tasa registrada hasta mediados del año pasado. Si la tasa de crecimiento del producto potencial ha aumentado hasta

situarse en torno al 4% anual, los beneficios esperados y los precios de las acciones tendrían una base de apoyo más firme. Si el gasto de consumo se reavivara a consecuencia de ello, la desaceleración actual de la economía estadounidense sería más breve y quizá consistiera principalmente en una corrección de las existencias. En cambio, si las citadas cifras de crecimiento a largo plazo del producto y de la productividad están sobrestimadas, también es probable que lo estuvieran las expectativas de beneficios futuros. Conforme a esta hipótesis, es posible que tanto el gasto de consumo como el de inversión continuaran aletargados, y podrían, incluso, disminuir más.

Las valoraciones del componente permanente o de tendencia del crecimiento de la productividad del trabajo basadas en la experiencia reciente presentan un problema adicional. Es posible que los niveles de demanda cíclicamente elevados hayan aumentado la productividad del trabajo sólo de forma temporal. Este problema es evidente en las estimaciones actuales, que arrojan resultados muy diferentes dependiendo de los supuestos adoptados y de los métodos empleados. Según las estimaciones realizadas por el Consejo de Asesores Económicos del gobierno de Estados Unidos, la mejora que experimentó la productividad del trabajo durante el periodo 1995–2000 se debió, casi en su totalidad, a factores estructurales, lo que significa que las estimaciones más altas del crecimiento potencial de la producción están justificadas. En cambio, algunos analistas privados atribuyen entre un tercio y la mitad del aumento a factores cíclicos. Los indicadores económicos actuales parecen indicar la presencia de un componente cíclico relativamente importante. La evolución de la tasa de utilización de la capacidad instalada industrial confirma en alguna medida la idea de que la inversión (sobre todo en equipamientos de alta tecnología) podría disminuir, desapareciendo así un elemento de apoyo a la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo observada hasta ahora. Durante los últimos tres años, en los que la producción industrial aumentó a una tasa anual del 5–6%, la tasa de utilización de la capacidad instalada se mantuvo en un nivel inferior al de su media de largo plazo, para disminuir bruscamente durante el segundo semestre del 2000 cuando se desaceleró el crecimiento. Por otra parte, los problemas experimentados recientemente por numerosas empresas de reciente creación del sector de alta tecnología para financiar sus actividades podrían indicar que la productividad del trabajo pudiera verse afectada negativamente no sólo por la disminución de la contribución representada por la intensificación del capital, sino también a causa de la reducción de la tasa de progreso tecnológico. Por último, los datos más recientes sobre el crecimiento de la productividad del trabajo constituyen motivos de preocupación: aunque la productividad por hora seguía creciendo en torno al 4,5% el año pasado en el que la economía comenzó a desacelerarse, durante el primer trimestre de este año registró un descenso. No obstante, tomando en consideración la velocidad a la que se desaceleró la tasa del producto y las limitaciones existentes para el ajuste del empleo, las cifras más recientes constituyen, incluso en las economías con un mercado de trabajo flexible, una pauta de medición inexacta e incompleta de la trayectoria de la productividad a largo plazo.

Estimaciones del
componente cíclico



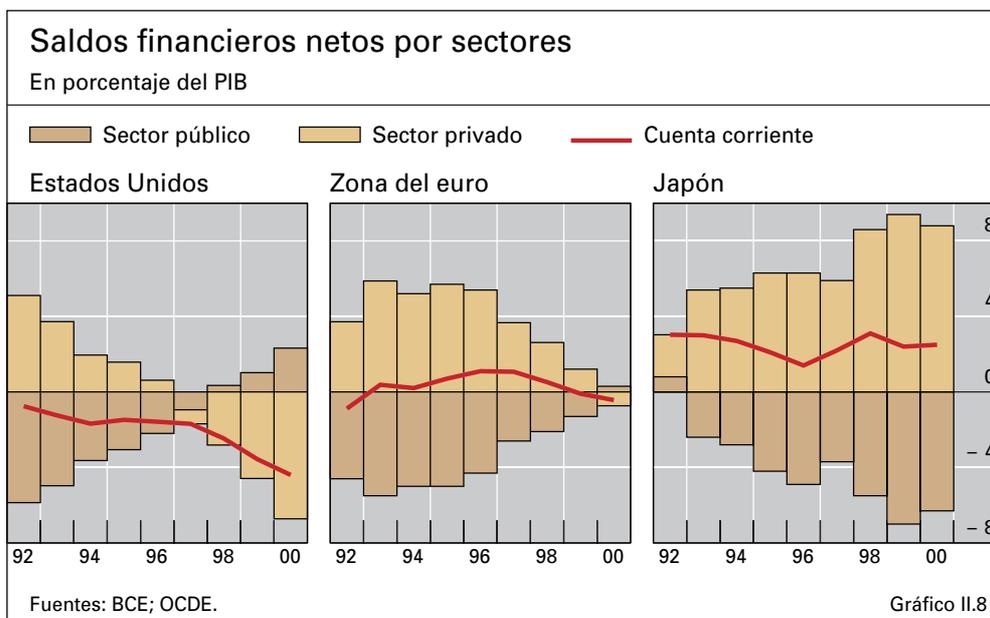
Indicadores de los mercados financieros

Los indicadores actuales de los mercados financieros de Estados Unidos parecen indicar que los inversionistas —con o sin razón— han aceptado la idea de que el crecimiento potencial podría aproximarse al 4% (gráfico II.7). Tras la corrección a la baja de la relación precio/beneficios observada desde principios del año pasado, el rendimiento implícito de las acciones parece apuntar a una tasa de crecimiento a largo plazo del orden del 3,5%, no muy inferior a la estimación aceptada generalmente. Esto podría indicar que los inversionistas en acciones consideran que la reciente revisión a la baja de beneficios futuros es sólo temporal. La utilización de los tipos reales de los bonos a largo plazo como aproximación del crecimiento a largo plazo es más problemática, puesto que el resultado no sólo depende del tipo nominal aplicado, sino también de la medición de las expectativas de inflación.

Evolución de la situación financiera, el ahorro y el endeudamiento

Episodios de grandes disminuciones del ahorro privado neto

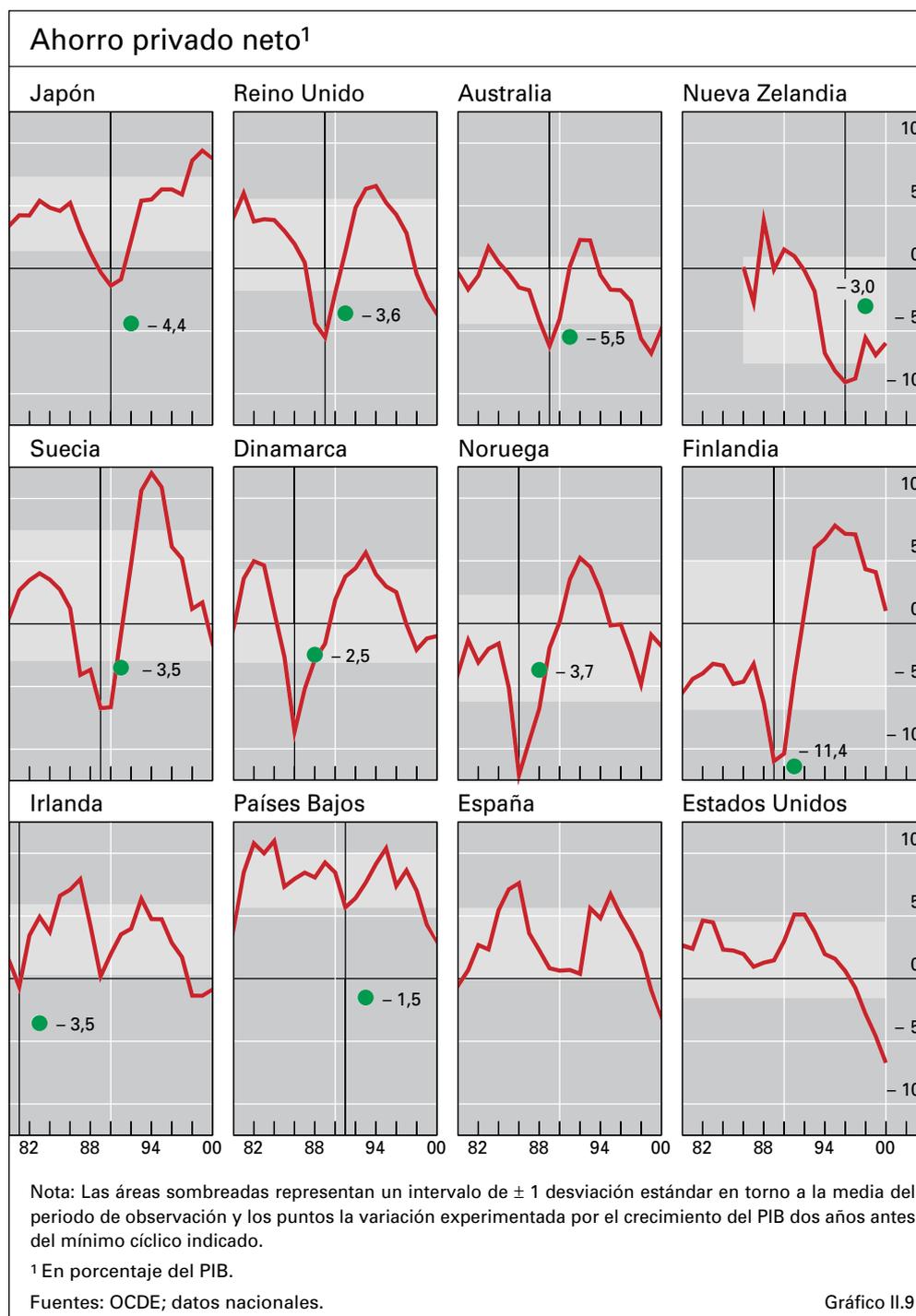
Cuando se desaceleró la economía estadounidense durante el segundo semestre del 2000, surgió el interrogante de si quedaría al descubierto algún exceso o fragilidad enmascarado por el rápido crecimiento de los años precedentes. Esta cuestión debe enfocarse desde varios ángulos. Una de estas perspectivas parte de la observación de que el ahorro neto (es decir, el ahorro menos la inversión) del sector privado descendió hasta el -6,5% del PIB en el 2000 (gráficos II.8 y II.9), en comparación con un excedente persistente registrado durante los años ochenta y principios de los noventa. Aunque este déficit se financió fácilmente con ahorro público y externo, podrían aún surgir problemas. Históricamente, los años en los que el ahorro neto del sector privado se ha situado muy por debajo de su media de largo plazo (y el crecimiento del crédito al sector privado ha sido especialmente alto; véase el capítulo VII) estuvieron generalmente seguidos



de una considerable desaceleración del crecimiento del PIB (gráfico II.9). Este fue el caso de Dinamarca y Noruega después de 1986, del Reino Unido, Australia y Finlandia a finales de los ochenta y de Japón tras 1990. Además, otros industrializados donde el ahorro privado neto fue significativamente inferior a su media de largo plazo el año pasado (Irlanda, los Países Bajos y España), los temores a la reaparición de desequilibrios financieros insostenibles y a un recalentamiento de la economía también han aumentado progresivamente.

También destaca, por la rapidez con la que apareció, el mayor desequilibrio financiero observado en el sector privado de Estados Unidos: una variación de casi un 12% del PIB desde 1992. El aumento del endeudamiento que este fenómeno lleva aparejado (gráfico II.10) y el temor de que la desaceleración del crecimiento de la renta nominal y del flujo de fondos pudieran generar problemas de incumplimiento de pagos de deuda fueron algunos de los factores que llevaron a un endurecimiento de las condiciones crediticias y a la imposición, por parte de los bancos, de criterios más estrictos para la concesión de préstamos. La proporción de bancos que el año pasado impusieron criterios más estrictos fue la máxima registrada desde la recesión de 1990–91. Por otra parte, a fines del año pasado, los diferenciales de rendimiento de los bonos de empresas eran mayores que en plena crisis de 1998 (véase el capítulo VI). Además del aumento de los niveles de deuda, es posible que la aceleración del cambio tecnológico relacionado con la nueva economía contribuyera a aumentar la preocupación de los tenedores de bonos en cuanto a la solvencia de los prestatarios anteriormente calificados como solventes. Las perspectivas de beneficios futuros de las empresas que realizaron grandes inversiones en equipamiento de alta tecnología resultan inciertas y es improbable que generen flujos de fondos estables. Además, sus costos de depreciación aumentarán brusca, e incluso vertiginosamente, al principio si nuevas tecnologías hacen que su stock de capital se torne, de hecho, obsoleto.

Endurecimiento de las condiciones crediticias



Evolución del ahorro nacional

Naturalmente, es necesario juzgar las tendencias del ahorro y del endeudamiento privados netos de las principales economías a la luz de los cambios en las tasas de ahorro e inversión de la economía, así como de sus respectivas composiciones sectoriales. En primer lugar, en Estados Unidos el ahorro nacional como porcentaje del PIB se mantuvo relativamente estable durante la década de los noventa. Dado el comportamiento tradicionalmente procíclico del ahorro y la rápida expansión de la renta, esta aparente estabilidad podría ocultar un deterioro de la tasa de ahorro subyacente. No obstante, parece que el aumento de la escasez del ahorro agregado puede atribuirse principalmente al dinamismo del gasto de inversión, lo cual

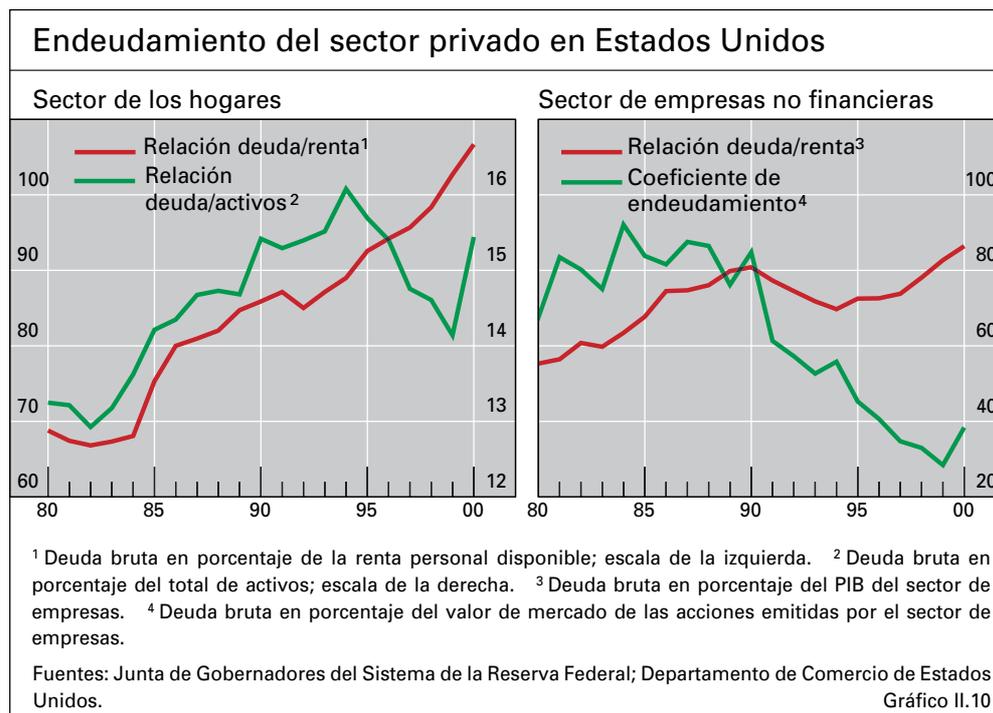
contrastaría claramente con lo ocurrido en Japón, donde la incertidumbre sobre el futuro mantuvo el ahorro privado en un nivel relativamente alto e impidió que la tasa agregada de ahorro descendiera a la misma velocidad que la tasa agregada de inversión. En la zona del euro, la situación es distinta, ya que las tasas agregadas de ahorro e inversión se han mantenido relativamente estables durante los últimos diez años.

En segundo lugar, la disminución del ahorro privado (y el correspondiente aumento de los desequilibrios financieros y del endeudamiento) ha sido generalmente más acusada en el sector de los hogares (cuadro II.3). En Estados Unidos, la tasa de ahorro de los hogares ha descendido casi 9 puntos porcentuales desde el máximo alcanzado en 1992, y en Canadá, Finlandia y Suecia este descenso ha sido aún más pronunciado. El endeudamiento de los hogares estadounidenses en relación con el PIB ha sido superior al registrado en el sector empresarial. Lo mismo ha sucedido en los Países Bajos y en Australia y, en menor medida, en Italia y Canadá. No obstante, la reducción de los tipos de interés aplicados a los créditos hipotecarios adoptada en muchos países ha contribuido, a pesar del creciente endeudamiento, a contener los costos de devolución de los pagos. Además, el endeudamiento de los hogares se ha mantenido estable o ha disminuido como porcentaje de la riqueza aunque, en algunos casos, es posible que esta tendencia haya variado a consecuencia del brusco descenso de los precios de las acciones observado recientemente.

En tercer lugar, aunque la relación entre deuda y valor agregado de las empresas estadounidenses ha aumentado hasta alcanzar un máximo histórico, el coeficiente de endeudamiento ha disminuido significativamente durante la última década, no obstante rescates de acciones a gran escala financiados mediante la emisión de deuda (gráfico II.10). Si la inversión ha sido excesiva y las valoraciones de las acciones exceden el valor presente de

Disminución del ahorro de los hogares

Aumento del endeudamiento de las empresas en Estados Unidos



Evolución de la tasa de ahorro de los hogares								
en porcentaje y en puntos porcentuales								
	Canadá	Suecia	Finlandia	Estados Unidos	Italia	Nueva Zelandia	Dinamarca	Reino Unido
Máximo de los noventa (año)	13,2 (1991)	11,5 (1993)	10,0 (1992)	8,7 (1992)	18,7 (1991)	5,5 (1991)	11,2 (1990)	11,4 (1992)
2000	3,2	2,0	0,7	-0,1	10,4	-1,9	4,2	4,4
Variación ¹	-10,0	-9,5	- 9,3	-8,8	-8,3	-7,4	-7,0	-7,0
<i>Deuda/PIB</i> ²	16,2	-4,7	-15,8	18,2	14,3	...	8,2	16,4
	Australia	Países Bajos	Japón	Bélgica	Alemania	España	Suiza	Francia
Máximo de los noventa (año)	9,3 (1990)	14,9 (1995)	15,4 (1991)	18,4 (1992)	13,1 (1991)	14,4 (1993)	10,8 (1993)	16,2 (1997)
2000	3,1	9,4	11,1	14,3	9,8	11,6	8,1	15,8
Variación ¹	- 6,2	-5,5	- 4,3	-4,1	-3,3	-2,8	-2,7	-0,4
<i>Deuda/PIB</i> ²	30,0	22,4	12,6	13,5	18,8	16,0	...	-0,2

¹ Desde el máximo de los años noventa hasta el 2000. ² Variación de la relación deuda de los hogares/PIB, 1981-90 (Finlandia: 1992; Dinamarca y Países Bajos: 1995; Reino Unido: 1987; Australia: 1988; Alemania: 1991) y la observación más reciente.
Fuentes: OCDE; datos nacionales. Cuadro II.3

los beneficios futuros, este coeficiente de endeudamiento resultaría, sin duda, en una inadecuada justipreciación. Sin embargo, utilizando valores contables en lugar de valoraciones de mercado, el coeficiente de endeudamiento del año pasado es inferior a su valor medio de largo plazo. Además, las relaciones de pagos netos de intereses a flujo de fondos y activos corrientes permanecieron en gran medida estables durante la década de los noventa. Aún así, cuando se desagregan los indicadores de deuda y liquidez según el tamaño de las empresas, se observa que ha aumentado la vulnerabilidad de las de menor tamaño, que tienen mayor probabilidad de ser penalizadas por los mercados financieros, sobre todo si no cuentan con un sólido historial de beneficios.

Es interesante comparar lo ocurrido en Estados Unidos desde mediados de los años noventa y en Japón durante la segunda mitad de los ochenta. Como muestra el cuadro II.4, existen algunas similitudes, pero también considerables diferencias. En ambos casos, el crecimiento medio del PIB se aceleró respecto del quinquenio precedente, al igual que el crecimiento de la productividad del trabajo y la tasa de crecimiento del progreso tecnológico. En ambos países, aumentó asimismo la relación entre la inversión en maquinaria y equipamientos y el PIB, y la intensificación del capital contribuyó significativamente al crecimiento de la productividad del trabajo. En los dos casos, el aumento de la inversión probablemente pueda atribuirse al alza de las tasas de rendimiento esperadas en una situación de bajos costos de capital. Los tipos de interés reales a largo plazo se mantuvieron estables o descendieron durante la expansión y, cuando además se tiene en cuenta el aumento de la relación precio/beneficios (o disminución implícita de la prima de las acciones), cabe pensar que el costo total del capital haya

La comparación con el caso de Japón a finales de los años ochenta revela similitudes ...

sido muy bajo. A pesar de haberse reavivado el ritmo de crecimiento del producto, la inflación disminuyó en ambos países, ya que la aceleración de los incrementos de la productividad y la apreciación de la moneda contribuyeron a reducir las presiones sobre los costos. En los dos países también mejoraron las finanzas públicas y disminuyó el ahorro privado neto.

Pasando a las diferencias, el crecimiento anual medio de los agregados monetarios amplios comparados con el PBI nominal fue, durante los años de la expansión, algo mayor en Japón (4,1 puntos porcentuales) que en Estados Unidos (2,6 puntos porcentuales). Por otra parte, la liquidez adicional produjo en Japón una subida más pronunciada de los precios de los activos que afectó sobre todo a los de la propiedad inmobiliaria, aunque también a las acciones. El aumento del nivel de apalancamiento del sector privado también fue superior en Japón que en Estados Unidos y, dado que la mayor parte del correspondiente crecimiento del crédito registrado durante 1986–90 es atribuible a los préstamos bancarios, los bancos japoneses aumentaron su exposición al riesgo en mayor medida que los estadounidenses durante 1996–2000. Esto es particularmente cierto con respecto a la distribución sectorial de los préstamos, ya que la expansión japonesa estuvo estrechamente correlacionada con la subida especulativa de los precios de la propiedad inmobiliaria. Por el contrario, en Estados Unidos los préstamos concedidos a los productores de bienes y servicios representaron la mayor parte del crecimiento del crédito bancario.

... así como
diferencias ...

Evolución comparativa en Japón y en Estados Unidos					
	Japón			Estados Unidos	
	1981–85	1986–90	1991–95	1991–95	1996–2000
PIB ¹	3,3	4,9	1,4	2,4	4,3
Productividad del trabajo ¹	2,3	3,4	0,8	1,4	2,7
Precios de consumo ¹	2,8	1,3	1,4	3,1	2,5
Inversión no residencial/PIB ²	15,7	17,9	16,7	10,4	12,5
Tipo de interés real ³	4,8	4,2	3,6	4,2	4,1
Relación precio/beneficios ⁴	35,2	69,5 ⁵	86,5	17,5	32,4 ⁵
Importaciones/PIB ²	12,5	8,1	7,5	11,1	13,2
Precios de la vivienda ⁶	131	190	172	113	147
Precios de las acciones ⁶	211	563 ⁵	314	187	452 ⁵
Tipo de cambio efectivo nominal ⁶	129	154	208	99	122
Ahorro privado neto/PIB ²	4,7	1,6	3,7	3,5	-2,8
Resultado fiscal/PIB ²	-2,8	1,3	-1,1	-4,5	0,1
Cuenta corriente/PIB ²	1,8	2,8	2,6	-1,0	-2,7
Ingreso neto de capital/PIB ^{2,7}	-1,3	-3,6	-0,9	0,1	3,3
Ahorro de los hogares/renta disponible ²	22,0	17,6	14,0	7,2	3,1
Deuda de los hogares/PIB ⁸	47	61	63	67	74
Deuda de las empresas/PIB ⁸	99	131	132	69	73
Dinero (definición amplia) ¹	8,3	10,4	2,1	1,8	8,7

¹ Variación porcentual anual media. ² Porcentaje, media del periodo. ³ Tipo de interés nominal a diez años menos tasa anual de inflación (deflactor del gasto de consumo), media del periodo. ⁴ Final del periodo. ⁵ Valor máximo en el último año. ⁶ Índice (1980 = 100 en Japón; 1990 = 100 en Estados Unidos), final del periodo. ⁷ Flujos netos de inversión directa y de cartera. ⁸ Porcentaje, final del periodo.

Fuentes: OCDE; datos nacionales; BPI.

Cuadro II.4

... sobre todo en lo que se refiere a las cuentas externas

Otra diferencia clave se refiere a la evolución de las cuentas externas. Mientras que en Japón el superávit por cuenta corriente y las salidas netas de capitales aumentaron durante 1986–90, en Estados Unidos la expansión estuvo acompañada de un crecimiento del déficit por cuenta corriente y de un alza de la demanda de capital extranjero. Es posible que el desequilibrio externo, aunque probablemente insostenible en el largo plazo, trajera aparejada alguna ventaja, en el sentido de que las empresas estadounidenses estuvieron sometidas a constantes presiones —tanto internas como externas— para mejorar sus beneficios y sus tasas de rendimiento. Las empresas japonesas también sufrieron presiones competitivas, procedentes, sobre todo, de otros países asiáticos. No obstante, su reto principal fue buscar oportunidades de inversión favorables en el extranjero.

Corrección del stock de capital

La contracción de la tasa de inversión registrada en Japón durante 1991–95 podría ser indicativa de que la expansión de la inversión, tanto en maquinaria como en estructuras, fue excesiva y que la corrección a la baja del capital, que tiene una vida económica relativamente larga, resulta prolongada a la vez que dolorosa. En cambio, en Estados Unidos la expansión de la inversión se ha limitado principalmente al equipamiento de alta tecnología que tiene una vida económica relativamente corta. De aquí que los posibles excesos puedan corregirse con más celeridad, si bien acreedores e inversionistas podrían sufrir pérdidas elevadas.

Evolución del comercio mundial y de las cuentas exteriores

Notable crecimiento del comercio mundial y aumento del comercio exterior en porcentaje del PIB mundial

Con la aceleración del crecimiento mundial próxima a alcanzar la tasa más alta de los últimos quince años, el comercio mundial (en volumen) aumentó un 13,5% en comparación con 1999 (cuadro II.5). El comercio exterior como porcentaje del producto mundial aumentó, pues, aún más el año pasado, manteniendo la tendencia de crecimiento de todo el periodo de posguerra. Esta tendencia refleja en gran medida los cambios introducidos en los

Comercio y precios en el mercado internacional				
	1991–97	1998	1999	2000
	variación porcentual anual			
Volumen del comercio	7,1	4,6	5,6	13,4
Precios de los bienes en el mercado internacional (en dólares de EE.UU.)	0,2	- 6,1	-1,5	-0,3
Bienes manufacturados	0,1	- 1,7	-2,0	-6,2
Petróleo	-2,5	-32,1	37,5	56,9
Otros productos	1,8	-14,7	-7,1	1,8
Relación de intercambio				
Países industrializados	0,3	1,7	0,1	-3,4
Economías de mercado emergentes	-0,7	- 7,1	5,0	6,4

Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*. Cuadro II.5

Participación del comercio exterior ¹				
	1981-90	1995	1999	2000
	en porcentaje del PIB			
Estados Unidos	7,9	11,6	13,9	14,8
Zona del euro	11,9	14,3	17,6	19,0
Japón	7,1	8,4	9,1	9,9
Reino Unido	22,9	28,5	33,9	35,9
Canadá	23,7	35,9	43,7	46,3
Australia	13,3	18,4	20,5	21,6
Suecia	28,4	37,1	45,0	47,7
Suiza	28,8	33,1	39,2	41,4
<i>Comercio de servicios/ comercio total</i>	<i>21,5</i>	<i>20,4</i>	<i>21,2</i>	<i>19,9</i>

¹ Media de exportaciones e importaciones de bienes y servicios, definición de la contabilidad nacional (en términos reales).
Fuentes: OCDE; datos nacionales. Cuadro II.6

procesos de producción de las empresas (cuadro II.6). Dichos cambios se han diversificado cada vez más, tanto vertical como horizontalmente, debido a la intensificación de la competencia en los mercados de bienes de todo el mundo, así como a los intentos de las empresas de aprovechar los rendimientos crecientes a escala en las plantas. A diferencia con el pasado, hoy, cada proceso consta de un creciente número de pasos intermedios que están dispersos entre distintos países y que, por lo tanto, contribuyen al aumento del peso del comercio exterior en el PIB de cada país. Gracias al progreso tecnológico y a la reducción de los costos de las comunicaciones, cada vez es mayor el número de servicios que pueden comerciarse en los mercados internacionales, lo que también ha contribuido a aumentar el peso del comercio exterior en el PIB. No obstante, y en alguna medida inesperadamente, la proporción de los servicios en el comercio mundial se ha mantenido considerablemente estable.

A pesar del incremento de los volúmenes comerciados, el descenso de los precios (en dólares y en DEG) de bienes manufacturados en los mercados internacionales observado durante la década de los noventa continuó el año pasado, lo que constituye una prueba adicional de la pérdida de poder de las empresas para fijar los precios en los mercados mundiales de bienes. Debido a la pronunciada subida de los precios del petróleo y al cambio de tendencia de los precios de otros productos básicos, las relaciones de intercambio de los países industrializados empeoraron el año pasado. En cambio, la evolución de los precios de los bienes en los mercados internacionales impulsó significativamente la renta real en los países exportadores de petróleo, así como en países que dependen de las exportaciones de metales.

Por lo que se refiere a las variaciones de las balanzas de pagos, uno de los acontecimientos más sorprendentes de los últimos años ha sido el deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos de la zona del euro, que pasó de registrar un superávit de en torno a 70.000 millones de dólares

Continúa el descenso de los precios de los bienes

Deterioro de las cuentas externas en la zona del euro

en 1997 a acumular un déficit superior a 30.000 millones el año pasado (cuadro II.7). Durante 1997–99, periodo en el que el crecimiento de la demanda fue relativamente lento en la zona del euro, el aumento de las importaciones (tanto en términos nominales como reales) fue muy superior al de las exportaciones. Y el año pasado, cuando la depreciación del euro contribuyó significativamente al alza de las exportaciones, las importaciones aumentaron aún más deprisa debido al efecto combinado de la subida de los precios del petróleo y la reducción del tipo de cambio. Italia representa alrededor de un tercio del empeoramiento registrado desde 1997, al haber experimentado una considerable pérdida de participación en el mercado de las exportaciones y a que tiene un grado relativamente elevado de dependencia del petróleo importado. Alemania y España mantienen, cada una, una participación del 20% del total. En el caso de Alemania, el empeoramiento se debió principalmente al aumento de los déficits en las cuentas de servicios y de inversión neta, mientras que el aumento del déficit comercial de España puede atribuirse al crecimiento excepcionalmente elevado de sus importaciones.

En el Reino Unido, también empeoró considerablemente la cuenta corriente (2,25% del PIB desde 1997), debido principalmente al aumento de su déficit comercial. En cambio, Canadá y Noruega han experimentado una mejora equivalente al 3,5% y al 8,25% del PIB, respectivamente. En el caso de Noruega, esta mejora proviene principalmente de la subida de los precios del petróleo, mientras que Canadá se benefició del fuerte crecimiento de la demanda estadounidense, de la evolución a su favor de la relación de intercambio y de la disminución de los pagos netos de intereses.

Otro hecho interesante, y en alguna medida desconcertante, es que la relación histórica entre las tasas nacionales de inversión y de ahorro parece haber cambiado en los últimos años. Como indica la disminución de los coeficientes de regresión estimados desde en torno a un 0,6 durante los años ochenta y principios de los noventa a sólo un 0,2 durante la segunda mitad de la década de los noventa (cuadro II.8), parece que las tasas de inversión son cada vez más independientes de las tasas nacionales de ahorro. La contrapartida ha sido un aumento sin precedentes de los desequilibrios de la cuenta corriente, lo que lleva a preguntarse por las fuerzas que se ocultan tras él.

La disminución de la correlación entre el ahorro y la inversión nacionales ...

Balanza de pagos de las tres principales zonas económicas									
	Cuenta corriente			Movimientos netos de IED y de inversión de cartera			Balanza global ¹		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
	en miles de millones de dólares de EE.UU.								
Estados Unidos	-217	-331	-435	174	338	487	- 43	7	52
Zona del euro	35	- 7	- 32	-218	-166	-144	-183	-173	-176
Japón	120	109	118	- 63	- 36	- 60	57	73	58

¹ Suma de los dos grupos de columnas anteriores.
Fuentes: BCE; datos nacionales.

Cuadro II.7

Relación estimada entre el ahorro y la inversión nacionales ¹				
	α	β	R ²	$\Sigma Bop/Y$
1980–1989	10,5**	0,58**	0,62	2,3
1990–1995	9,3**	0,56**	0,68	2,0
1996–2000	17,2**	0,19*	0,08	3,6
2000	21,9**	0,01	-0,05	4,9

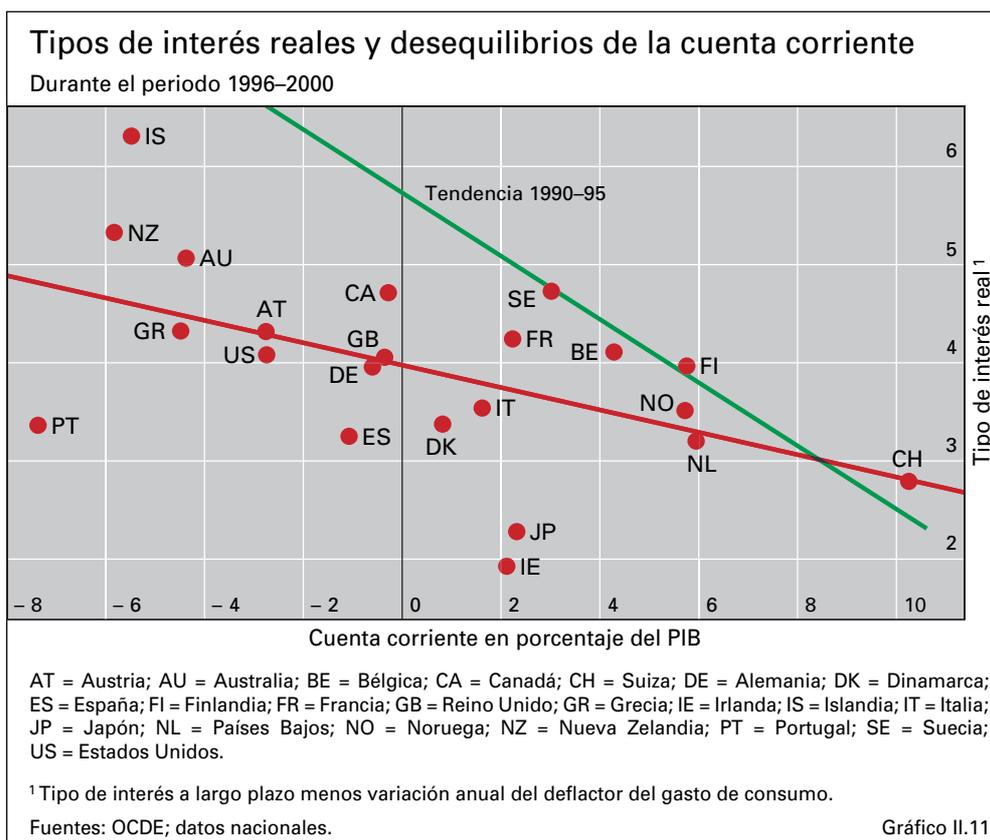
¹ La ecuación se ha estimado con datos de 22 países industrializados bajo la siguiente especificación: $I/Y = \alpha + \beta(S/Y)$, en la que I/Y and S/Y se refieren, respectivamente, a la inversión y el ahorro agregados en relación con el valor medio del PIB correspondiente a los periodos indicados en la primera columna. $\Sigma Bop/Y$ es la relación media entre la balanza de pagos y el PIB, calculado sin tener en cuenta el signo, y * y ** indican niveles de significación del 90% y el 99%, respectivamente. Cuadro II.8

Una explicación podría consistir en que al reducirse los desequilibrios presupuestarios, ha disminuido la preocupación de los mercados por los desequilibrios externos. En segundo lugar, aunque la creación de una unión monetaria en Europa ha aumentado significativamente el comercio en el seno de la región, ha acarreado un considerable empeoramiento de los desequilibrios de la cuenta corriente de sus miembros. De hecho, estos cambios representan alrededor de la mitad del aumento de los desequilibrios agregados registrado entre 1990–95 y 1996–2000.

... podría deberse a los efectos de la unión monetaria ...

La tercera explicación, relacionada con la anterior, argumenta que la situación de las cuentas corrientes exteriores ha sido "impulsada" o propiciada por el extraordinario aumento de los movimientos transfronterizos de inversión directa y de cartera. Esto es predicable especialmente de

... a unos mercados de capitales más acomodaticios ...



Cuenta corriente de la balanza de pagos de las principales regiones					
	1997	1998	1999	2000	Variación 1997-2000
en miles de millones de dólares de EE.UU.					
Países industrializados	78	-33	-198	-298	-376
Países asiáticos emergentes	26	114	112	88	62
América Latina	-67	-90	- 56	- 48	19
Oriente Medio y África	- 2	-49	- 9	58	60
Economías en transición	-24	-28	- 2	27	51
Total	11	-86	-153	-173	-184

Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*. Cuadro II.9

los movimientos de capitales dentro de la zona del euro, pero también de los movimientos entre las tres principales zonas económicas. Como muestra el cuadro II.7, las entradas netas de inversión extranjera directa y de cartera a largo plazo en Estados Unidos han aumentado significativamente con la elevación del déficit por cuenta corriente de los últimos tres años. La balanza de pagos de Japón se ha mantenido asimismo relativamente estable, mientras que el déficit de la zona del euro ha disminuido gradualmente a pesar del empeoramiento de la posición de la cuenta corriente. Una observación que confirma la hipótesis de que los mercados internacionales de capitales acomodan mejor los desequilibrios entre ahorro e inversión es que la sensibilidad de los tipos de interés reales a los desequilibrios de la cuenta corriente parece haber disminuido durante la década de los noventa (gráfico II.11). En otras palabras, las diferencias entre los tipos de interés reales o las tasas de rendimiento esperadas requeridas para encauzar el exceso de ahorro hacia los países con oportunidades de inversión favorables y con déficit por cuenta corriente parecen haber disminuido en comparación con periodos anteriores.

... o a un aumento de la discrepancia mundial

Una cuarta posibilidad es que la evidente ruptura de la relación entre el ahorro y la inversión se deba principalmente a errores de medición de las estadísticas de la balanza de pagos mundial. La entrada en escena de una gran discrepancia en la cuenta corriente de la economía mundial se remonta como mínimo a principios de los años ochenta. Desde 1997, esta discrepancia ha sido especialmente notable: tan sólo alrededor de la mitad del empeoramiento de la balanza agregada de los países industrializados se debió a la mejora registrada en otros (cuadro II.9). Sin embargo, la experiencia también parece indicar que, a medida que se dispone de datos más completos y que un mayor número de países declaran sus transacciones externas, la discrepancia tiende a disminuir en comparación con las predicciones y estimaciones iniciales. Por consiguiente, es posible que el aumento de la discrepancia que muestra el cuadro esté sobrestimado, lo que no sólo significaría que la posición externa agregada de los países industrializados ha sido ligeramente más fuerte de lo que sugieren los datos actuales, sino también que la reciente relación entre la inversión y el ahorro agregados ha seguido más de cerca las pautas históricas.