

II. Evolución de las economías industrializadas avanzadas

Aspectos más destacados

A pesar del significativo estímulo de la política económica en los países industrializados avanzados, el producto apenas experimentó una modesta recuperación en 2002 (véase el Cuadro II.1). El gasto de los hogares siguió resistiendo bien, pero las empresas continuaron reduciendo la inversión. En el primer trimestre de 2003, la demanda fue inesperadamente exigua, aunque es difícil determinar en qué medida esto es atribuible a las incertidumbres geopolíticas y en qué medida a fuerzas más subyacentes que frenan el crecimiento. Los expertos en previsiones coinciden en que la actividad experimentará una modesta recuperación más avanzado el año. Las condiciones creadas por el reciente aumento de los beneficios, el fortalecimiento de los balances de las empresas y los continuos avances técnicos favorecen una recuperación del gasto de capital. Sin embargo la deuda que soportan las familias ha aumentado y el crecimiento del consumo podría desacelerarse. La demanda interna permanece débil en Japón y en Europa, especialmente en Alemania.

Las presiones a la baja sobre los precios de los bienes en todo el mundo han llevado a algunos expertos a manifestar su preocupación por la posibilidad de que se produzca una deflación mundial y a preguntarse por los riesgos que ésta podría entrañar.

Quedan aún otros retos importantes para la política económica. Los déficit fiscales han aumentado recientemente y, a más largo plazo, el

Crecimiento e inflación								
Variación porcentual anual media								
	PIB real				Precios de consumo ¹			
	1991–2000	2001	2002	2003 ²	1991–2000	2001	2002	2003 ²
Países industrializados avanzados	2,5	0,9	1,7	1,7	2,4	2,1	1,5	1,9
Estados Unidos	3,2	0,3	2,4	2,3	2,8	2,8	1,6	2,4
Zona del euro	2,1	1,4	0,8	1,0	2,4	2,4	2,2	2,0
Japón	1,4	0,4	0,3	0,8	0,8	-0,7	-0,9	-0,6
Reino Unido	2,3	2,1	1,8	2,0	3,2	2,1	2,2	2,8
Canadá	2,8	1,5	3,4	2,7	2,0	2,5	2,2	3,1
Australia	3,4	2,7	3,8	3,0	2,2	4,4	3,0	3,0
Otros países ³	2,1	1,3	1,5	1,3	2,1	2,2	1,8	2,1

¹ Para la zona del euro, índice armonizado de precios de consumo; para el Reino Unido, índice de precios al por menor excluidos los pagos de intereses hipotecarios. ² Previsiones de Consensus publicadas en mayo. ³ Dinamarca, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza.

Fuentes: © Consensus Economics; datos nacionales.

Cuadro II.1

envejecimiento de la población en los países industrializados avanzados presionará al alza el gasto público. Así pues, el diseño de marcos fiscales y la necesidad a medio plazo de un ajuste presupuestario resultan fundamentales. El continuo aumento que han experimentado los desequilibrios por cuenta corriente en los países industrializados desde mediados de los años 90 ha ido acompañado de desplazamientos del ahorro mundial que podrían tener consecuencias en el futuro.

La recuperación mundial en 2002

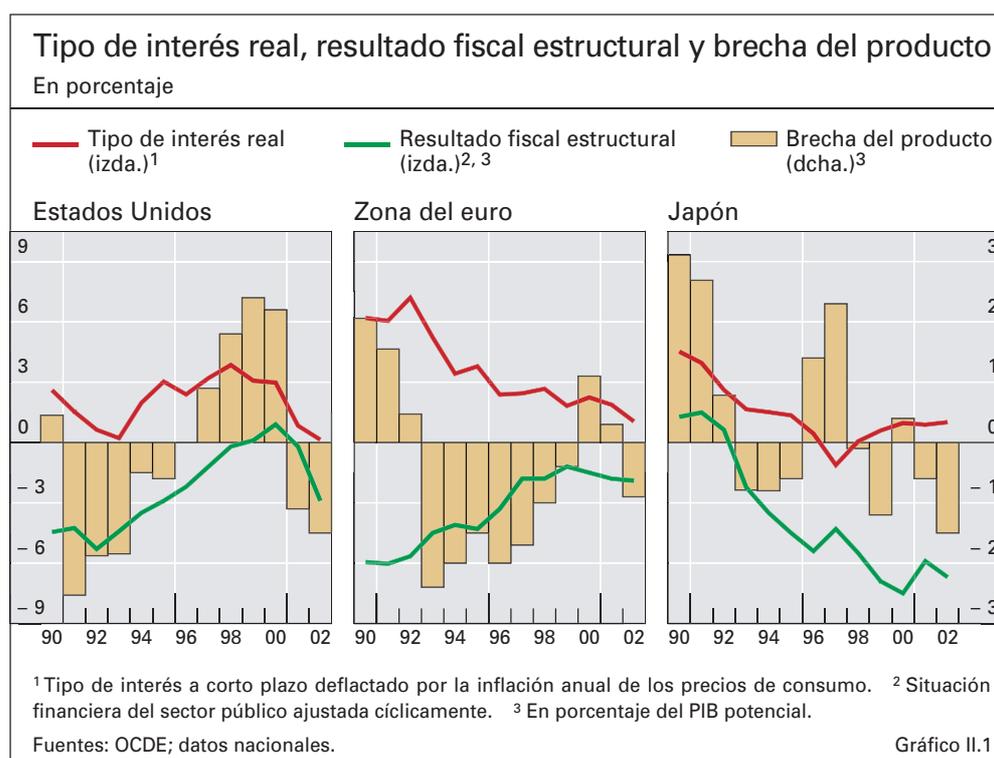
Crecimiento decepcionante a pesar de las políticas de apoyo

La economía mundial perdió fuerza en 2002 ...

En 2002, los países industrializados avanzados se recuperaron tras haber experimentado una desaceleración relativamente leve en 2001. Sin embargo, la economía mundial perdió fuerza rápidamente y terminó el año en una situación de atonía, con las brechas del producto aumentando en la mayoría de las regiones. El crecimiento de la demanda final se desaceleró especialmente en Estados Unidos. Otros países industrializados obtuvieron mejores resultados, siendo especialmente intensa la demanda interna en Australia y, en menor medida, en Canadá. En 2002, la economía japonesa sólo creció moderadamente, a pesar de una notable recuperación de sus exportaciones. En la zona del euro, el crecimiento del producto fue mucho más débil de lo previsto y en Alemania casi se paralizó.

... a pesar del significativo estímulo de la política económica

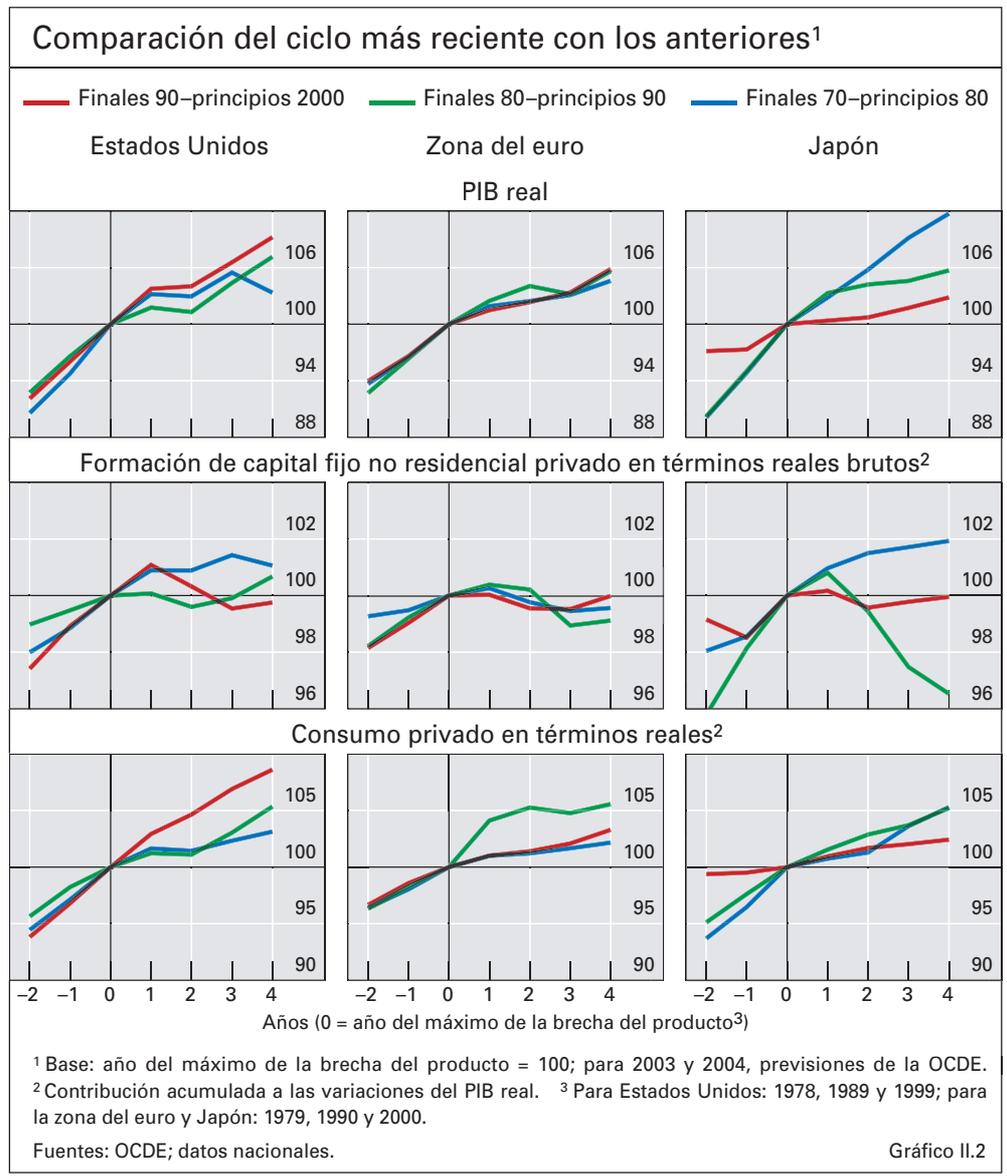
Teniendo en cuenta el significativo estímulo de la política económica, estos resultados fueron especialmente decepcionantes. En Estados Unidos, los tipos de interés oficiales se habían bajado drásticamente y el superávit



fiscal se transformó en un déficit elevado y creciente (véase el Gráfico II.1). En el resto de los países industrializados, la política económica fue menos expansiva. La orientación fiscal fue en general neutral, dejando actuar a los estabilizadores automáticos, pero el uso de medidas discrecionales se vio limitado por la elevada cuantía de la deuda y de los déficit públicos en la zona del euro y, más aún en Japón. La rigidez de la inflación en la zona del euro y el límite inferior cero de los tipos de interés nominales de Japón también redujeron las posibilidades de suavizar la política monetaria (véase el Capítulo IV). En algunos países (especialmente en Australia y Canadá) se endureció la política monetaria debido a la fuerte demanda y a algunas presiones inflacionistas.

La inversión empresarial no se recuperó

La inversión empresarial, que disminuyó en los países industrializados avanzados durante 2002, ha sido extraordinariamente débil (véase el Gráfico II.2). Esta disminución fue en parte una reacción a la expansión



Disminución de la inversión al sanear las empresas sus balances

anterior de la inversión, cuando las expectativas excesivamente optimistas sobre los beneficios provocaron un crecimiento insostenible del crédito y del precio de los activos. La aparición de un considerable exceso de capacidad en varios sectores, especialmente en la industria de las tecnologías informáticas (TI), y las malas perspectivas de ventas redujeron la demanda de nuevo equipo. Además, las empresas tuvieron que sanear sus balances y reponer beneficios tras la caída de los precios de los activos. El aumento de la preocupación por los asuntos relativos al gobierno corporativo, tras varios escándalos relacionados con la divulgación de información financiera en empresas de primer orden y grandes quiebras, mermó aún más la confianza de los inversionistas. La caída de los precios de las acciones, el endurecimiento de las condiciones crediticias y el aumento de los diferenciales de los bonos empresariales también hicieron más difícil que las empresas consiguieran financiación. En algunos de los principales países europeos y en Japón, se limitó ligeramente la oferta de crédito, especialmente para las pequeñas y medianas empresas.

Fuerte gasto de los hogares

Fuerte gasto de los hogares ...

Sin embargo, en 2002 el gasto agregado de los hogares en los países industrializados avanzados se mantuvo a un ritmo relativamente bueno en promedio, a pesar de la considerable disminución de la riqueza financiera de las familias y del empeoramiento del mercado de trabajo. El consumo privado y la inversión en vivienda fueron bastante dinámicos en varias economías, especialmente en Estados Unidos y en el Reino Unido. A esto contribuyó notablemente la sensibilidad de la demanda de los hogares en estos países a los estímulos de la política económica. La orientación fiscal expansiva benefició a las familias, por ejemplo a través de las reducciones tributarias, las subidas salariales para los trabajadores del sector público o el aumento de las prestaciones sociales. Al mismo tiempo, la reducción general de los tipos de interés oficiales y el descenso de los tipos de interés a largo plazo provocaron una considerable caída del coste del crédito. Por ejemplo, en Estados Unidos los tipos de interés medios de los créditos a los hogares bajaron casi 1 punto porcentual en 2002 y las generosas condiciones de financiación estimularon las ventas de vehículos. El gasto de los hogares fue mucho menos pujante en la zona del euro, donde las tasas de ahorro aumentaron considerablemente. En Japón, el consumo se mantuvo relativamente activo, pero la inversión en vivienda siguió disminuyendo.

... apoyado por una subida de los precios de los inmuebles y por la refinanciación de las hipotecas.

En muchos países, los cambios estructurales realizados en los mercados financieros han aumentado la disponibilidad de crédito y han permitido elevar el endeudamiento de los hogares. Otro factor favorable han sido los precios de la propiedad inmobiliaria, que siguieron creciendo con fuerza en 2002 e incluso se aceleraron en algunos países, constituyendo una fuente de liquidez para los hogares (véase el Cuadro VII.2 en la página 151). La subida de los precios de la propiedad inmobiliaria parece haber contrarrestado en parte las pérdidas registradas en los mercados bursátiles, especialmente en Norteamérica, el Reino Unido y algunos países de Europa continental. En esos países, el aumento de la competencia y las innovaciones introducidas en los

mercados hipotecarios han brindado a los propietarios de viviendas más oportunidades para solicitar préstamos ofreciendo como garantía ganancias de capital todavía no realizadas. Por otra parte, los costes de transacción para la refinanciación de los préstamos han caído, lo que ha permitido a los prestatarios beneficiarse más fácilmente del descenso de los tipos de interés.

Las perspectivas mundiales

Una expansión desigual pero gradual

Se considera que el aumento de la preocupación por los acontecimientos ocurridos en Oriente Medio ha contribuido de una manera crucial a frenar la expansión en el pasado más reciente, presionando al alza los precios del petróleo y mermando la confianza. Aunque las incertidumbres geopolíticas siguen ensombreciendo el panorama actual, existe cierto consenso sobre la remisión gradual de las fuerzas recesivas previas. La reducción de las existencias parece que ha seguido su curso y el cociente entre las existencias y las ventas se ha situado en unos niveles históricamente bajos en Estados Unidos. Son varios los factores que también indican un cambio de rumbo de la inversión fija. Probablemente se necesitará nuevo equipo tras dos años de disminución de la inversión, hecho acentuado por la rápida obsolescencia de los bienes de inversión de alta tecnología. El gasto de capital debería verse incluso favorecido por los beneficios que, medidos en términos de contabilidad nacional, aumentaron en 2002 y por el saneamiento de los balances de las empresas. Las condiciones financieras también han mejorado recientemente.

Aun así, en la mayoría de las regiones, el crecimiento del producto ha permanecido débil en lo que va transcurrido de 2003 y apenas existen indicios de que el comercio mundial se haya recuperado. Las encuestas actuales tampoco inducen a pensar que haya mejorado la confianza empresarial en general. Sin embargo, los mercados financieros sí dan muestras de una cierta mejoría: las curvas de rendimiento apuntan a una recuperación del crecimiento más adelante este año, los diferenciales de los bonos se han reducido y los precios de las acciones han recuperado una gran parte de las pérdidas ocasionadas por la guerra. En cualquier caso, los mercados demostraron no ser buenos indicadores de los acontecimientos económicos en 2002, año marcado por rápidos cambios de opinión.

Existen diversos interrogantes sobre la opinión consensuada de que el gasto de los hogares continuará siendo fuerte y salvará la situación hasta que se recupere la inversión. Por una parte, una rápida desaparición de las incertidumbres geopolíticas podría reavivar la confianza y la propensión al gasto tanto en las familias como en el sector empresarial, lo cual podría provocar una expansión mayor de lo que se prevé actualmente. Por la otra, los efectos de los estímulos previos de la política económica podrían desvanecerse antes de que la demanda final adquiera una dinámica propia. En particular, el gasto público y los componentes de la demanda de los hogares sensibles a los tipos de interés ya han alcanzado cotas altas y puede

En 2003 podrían remitir las fuerzas recesivas ...

... pero hay pocos indicios por ahora de recuperación sostenida

Interrogantes sobre la opinión mayoritaria

que disminuyan ligeramente en un futuro inmediato. De hecho, parece que en Estados Unidos ya ha comenzado una fase más débil en el sector de bienes de consumo duradero. En los países en los que el próspero mercado de la vivienda ha apoyado el gasto de las familias, podría disminuir el estímulo procedente de la refinanciación de las hipotecas. Parece que la subida de los precios de la vivienda en algunos países ya ha tocado techo y que los tipos de interés a largo plazo han dejado de bajar.

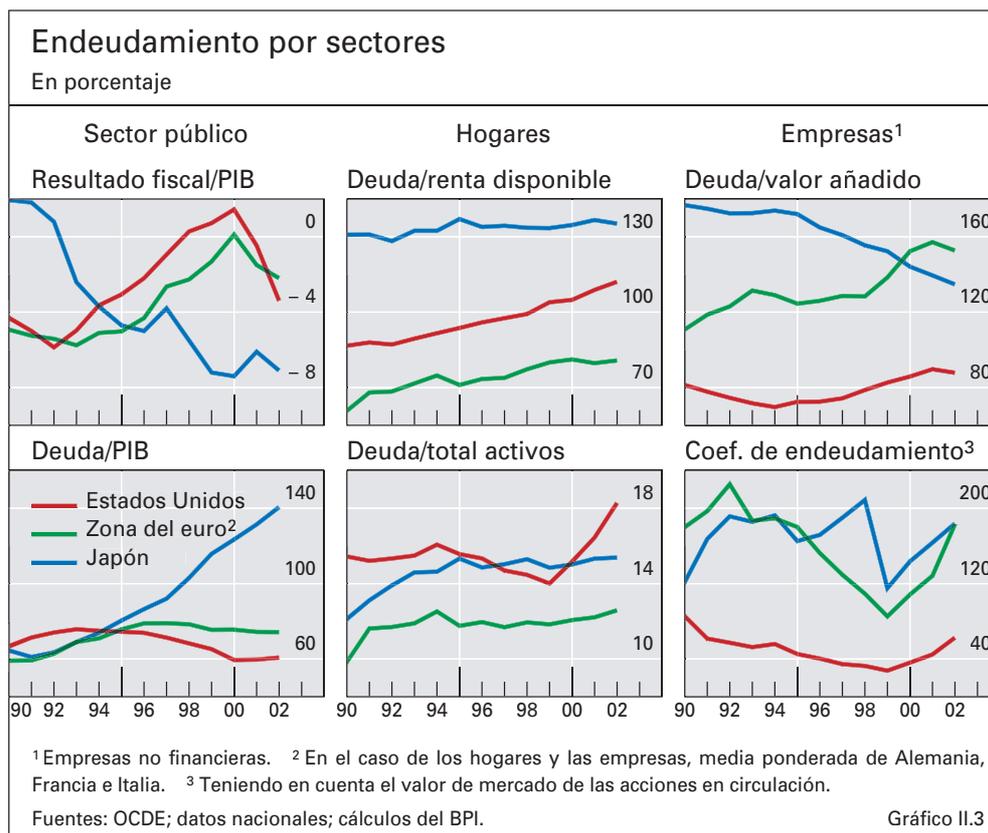
Otro factor negativo sería que los estímulos de la política económica comenzasen realmente a invertirse. Por lo que se refiere a la política fiscal, el empeoramiento de las perspectivas fiscales no sólo ha impedido que las autoridades en muchos países adopten nuevas medidas de estímulo significativas, sino que también ha llevado a mostrar una cierta moderación en Europa, así como en los diferentes estados y en las Administraciones locales de Estados Unidos. Por lo que se refiere a la política monetaria, el margen para aplicar nuevos estímulos se ha agotado en gran medida en los países en los que tanto los tipos de interés oficiales como los de los bonos del Estado ya se encuentran en niveles históricamente bajos. Algunos observadores han manifestado su preocupación por una posible corrección al alza de los tipos de interés a largo plazo si la evolución de los precios o de las variables fiscales comienza a preocupar a los inversionistas. Por último, en algunos países la aparición de nuevas dificultades en las empresas o de vulnerabilidades financieras ocultas podría restringir la concesión de préstamos durante algún tiempo.

Balances del sector privado

Los balances de las empresas se han fortalecido en cierta medida ...

Aún no está claro hasta qué punto la necesidad de sanear los balances de las empresas sigue frenando el crecimiento, pero hay motivos para el optimismo. La débil inversión empresarial fija ha permitido que los saldos financieros del sector empresarial (es decir, la diferencia entre el ahorro y la inversión de las empresas) mejoraran sustancialmente en Japón, Estados Unidos y Europa. En Japón, las empresas rentables han continuado amortizando las grandes deudas acumuladas en el pasado. En la última década, los cocientes entre la deuda y el valor añadido de las empresas han disminuido más de 30 puntos porcentuales (véase el Gráfico II.3). En Estados Unidos, los saldos financieros empresariales estaban casi en equilibrio en 2002 y la deuda ha empezado a disminuir. En la zona del euro, la deuda de las empresas, que aumentó vertiginosamente en la segunda mitad de los años 90, ha descendido recientemente y el déficit financiero se ha reducido desde el año 2000.

Existen otras dos consideraciones también positivas. En primer lugar, los coeficientes de endeudamiento permanecen moderados, ya que el descenso del precio de las acciones ha quedado contrarrestado en parte por una cierta reducción del apalancamiento. En segundo lugar, los bajos tipos de interés han permitido a las empresas reducir los costes del servicio de su deuda. Por ejemplo, los costes en concepto de intereses de las empresas no financieras estadounidenses habían disminuido a finales de 2002 hasta alcanzar alrededor de un 14% de su flujo de caja, lo que representa una reducción de casi 2 puntos porcentuales desde el último máximo, registrado a principios de 2001, y se



situaron más de 5 puntos porcentuales por debajo de los de principios de los años 90. Sin embargo, si los tipos de interés comienzan a subir, es posible que las empresas traten de reducir sus costes financieros posponiendo todavía más la inversión financiada mediante deuda. Además, el saneamiento de los balances es un proceso lento. El hecho de que la relación entre la deuda y el valor añadido de las empresas estadounidenses sea actualmente de un 88%, en comparación con el 80% de principios de los años 90, podría llevar a reducir todavía más la deuda. Este riesgo parece aún mayor en Europa. Por último, los pasivos ocultos de las empresas (derivados, por ejemplo, de los planes de pensiones insuficientemente capitalizados) harían suponer que la situación subyacente no es tan sólida como señalan las cifras publicadas.

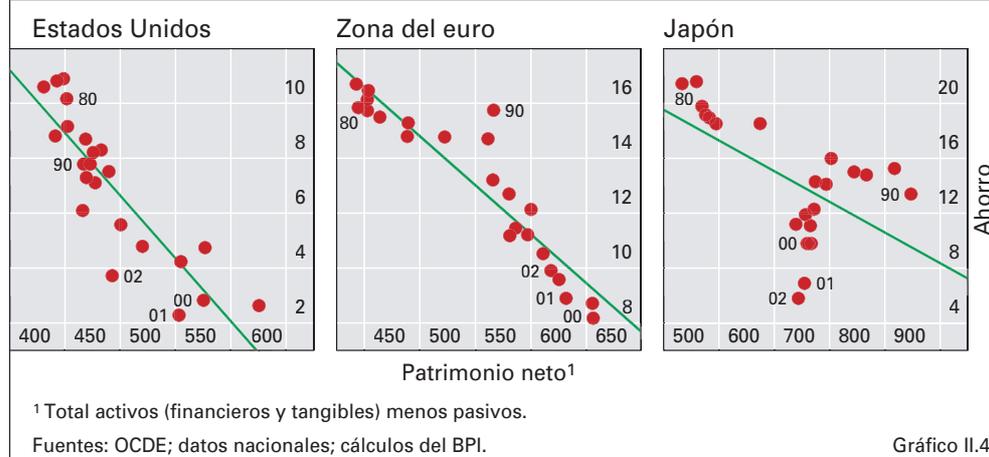
Los hogares en los países industrializados avanzados, a diferencia de las empresas, continuaron en general solicitando préstamos y gastando durante la reciente fase del ciclo, pese al notable debilitamiento registrado en la zona del euro. En consecuencia, el endeudamiento de las familias en 2002 siguió aumentando más deprisa que las rentas. Esta tendencia fue especialmente acusada en los países en los que la reducción de los tipos de interés nominales provocó un aumento de la demanda de vivienda y llevó también a los hogares a refinanciar antiguas hipotecas. Este proceso generó fondos para aumentar el gasto de los hogares y se vio reforzado por las considerables subidas de los precios de la vivienda.

La deuda no parece especialmente elevada si se tiene en cuenta el valor de los activos de los hogares. En los países del G-7, a excepción de Japón, el coeficiente medio entre la deuda y la riqueza de los hogares se ha mantenido

... pero la deuda de los hogares ha aumentado

Ahorro y patrimonio neto de los hogares, 1980–2002

En porcentaje de la renta disponible de los hogares



estable en aproximadamente un 15% durante muchos años. No obstante, las deudas pendientes en los países del G-7 han aumentado y representan más de un 105% de la renta disponible de las familias, es decir, casi 15 puntos porcentuales más que a principios de los años 90. Los costes del servicio de la deuda también han aumentado. Por ejemplo, en Estados Unidos representaron aproximadamente un 14% de la renta disponible personal en 2002, es decir, bastante más que diez años antes, a pesar de tener tipos de interés para los créditos notablemente más bajos. Aunque el sector de los hogares en general queda protegido en gran medida por los tipos de interés fijos de los créditos hipotecarios a largo plazo, este sector podría ser vulnerable si subieran los tipos de interés o empeorara el mercado de trabajo. Es posible que la baja inflación haya llevado a algunos hogares a subestimar la verdadera carga de las futuras devoluciones de la deuda.

Aunque parece que la situación de los balances de los hogares no supone una amenaza inmediata para el gasto, sus tasas de ahorro podrían aumentar. Ya han aumentado significativamente en la zona del euro en los últimos años, y en Japón podría haber incluso más motivos de preocupación, ya que en los últimos diez años la riqueza de los hogares ha ido disminuyendo considerablemente, si bien su tasa de ahorro ha proseguido su tendencia descendente (véase el Gráfico II.4). En Estados Unidos, la tasa de ahorro de los hogares todavía parece baja, aunque ya había comenzado a aumentar en 2002. Las reducciones de impuestos han permitido a los hogares mejorar algo su ahorro. Sin embargo, es probable que el nivel de equilibrio del ahorro de los hogares haya disminuido en las últimas dos décadas debido al aumento del patrimonio neto.

Perspectivas a más largo plazo

Un rasgo destacado de la reciente desaceleración del crecimiento económico es que también se ha dejado sentir en regiones (especialmente en Europa continental y en Japón) que no experimentaron la expansión anterior del gasto. El grado aparentemente elevado de sincronía de los ciclos económicos en las

La evolución en Estados Unidos sigue siendo crucial

economías industrializadas refleja los canales financieros y de confianza, así como los movimientos comerciales. Según algunos observadores, esos vínculos se han fortalecido en los últimos años y se ha reforzado el papel de locomotora desempeñado por Estados Unidos (véase el 72° Informe Anual). En primer lugar, los vínculos supranacionales en el ámbito empresarial se han estrechado considerablemente tras el incremento de las fusiones y las adquisiciones internacionales de los años 90. En segundo lugar, el aumento del desequilibrio por cuenta corriente de Estados Unidos ha ido acompañado de crecientes entradas de capitales. Por consiguiente, algunas empresas financieras y no financieras extranjeras que habían participado en la financiación de la recuperación de Estados Unidos sufrieron grandes pérdidas y se vieron obligadas a reducir costes para restablecer los beneficios.

Sin embargo, el aumento de la influencia de Estados Unidos en el crecimiento mundial también podría deberse a algunas deficiencias específicas de otras regiones. En los últimos 10 años, la tasa media de crecimiento de Japón ha sido de tan sólo un 1% anual. Esto induce a pensar que su tasa de crecimiento potencial podría ser actualmente muy inferior al 4% estimado en los años 80. El crecimiento potencial también ha disminuido en algunas de las principales economías europeas, especialmente en Alemania, cuestión en la que se profundizará más adelante. Estas tendencias son importantes y no sólo por lo que implican para la evolución de los niveles de vida a largo plazo. Las bajas tasas de crecimiento potencial registradas fuera de Norteamérica podrían complicar el proceso de ajuste de la balanza por cuenta corriente necesario para resolver los desequilibrios externos actuales. Además, el bajo crecimiento potencial se debe a menudo a rigideces estructurales y a una escasa capacidad de reacción ante acontecimientos negativos. Considérese lo bien que sorteó la última desaceleración Estados Unidos, donde el crecimiento potencial conservó su vigor. El dinámico lado de la oferta de su economía parece que proporcionó más margen para nuevas fuentes de crecimiento y una capacidad mayor para responder al estímulo de la demanda.

El primer factor que está detrás de los resultados a largo plazo es la evolución de la población activa. Aunque en Estados Unidos este sector sigue creciendo considerablemente, en Japón ya ha comenzado a disminuir y pronto comenzará a hacerlo en algunas de las economías europeas, dado el rápido envejecimiento de su población. Además, se han observado notables diferencias en el comportamiento de los mercados de trabajo. El desempleo estructural ha disminuido sin cesar en Estados Unidos desde mediados de los años 70, pero ha aumentado en Japón. El panorama es más variado en la zona del euro. El desempleo estructural alcanzó niveles elevados hasta mediados de los años 90, aunque desde entonces ha disminuido en algunos países (con la notable excepción de Alemania) gracias al éxito de los esfuerzos desplegados para fomentar el crecimiento del empleo. El segundo elemento significativo ha sido el crecimiento relativamente intenso de la productividad del trabajo en Estados Unidos, especialmente el año pasado, cuando el producto por trabajador aumentó notablemente. Sin embargo, en la zona del euro y en Japón el crecimiento de la productividad laboral ha sido más tenue en los últimos años.

Japón y Europa
se muestran
débiles ...

... debido al menor
crecimiento de su
población activa ...

... y a la menor
productividad

Los resultados superiores de Estados Unidos parecen deberse principalmente al continuo progreso tecnológico medido por el crecimiento de la productividad total de los factores (PTF), es decir, el crecimiento del producto no atribuible a los aumentos del trabajo o del capital. De hecho, en Estados Unidos los incrementos de la PTF se han acelerado considerablemente desde el periodo de lento crecimiento del producto de los años 70, en claro contraste con los acontecimientos observados en Europa y Japón. En Europa, existen ciertos indicios de que las recientes reformas en los mercados de trabajo llevaron a aumentos del empleo que mantuvieron baja la productividad registrada. En Japón, se ha prestado especial atención al mal funcionamiento del sistema financiero, que a menudo se considera el mayor impedimento para un crecimiento duradero.

Necesidad de
reformular los
mercados
de productos y
de trabajo

Aunque la introducción de algunas reformas estructurales podría conducir a un incremento del desempleo a corto plazo, también podría liberar demanda latente (por ejemplo, en el sector servicios) y aumentar el empleo a largo plazo. Además, el anuncio de un programa de reformas podría reavivar por sí solo la confianza, especialmente en el sector empresarial. Por otra parte, la necesidad de mejorar el funcionamiento de los mercados podría ser más urgente de lo que se suele pensar. En primer lugar, las rigideces pueden pasar desapercibidas durante mucho tiempo, hasta poco antes de que se manifiesten sus efectos negativos en la oferta. En segundo lugar, los incrementos de la productividad a largo plazo podrían verse amenazados si un aumento de los riesgos geopolíticos disparara los gastos en seguridad y defensa, que actúan como un impuesto oculto sobre la economía. Por último, en casi todos los países industrializados serán necesarios mayores incrementos de la productividad para compensar el efecto negativo del envejecimiento de la población en la renta per cápita.

Moderadas perspectivas de crecimiento a más largo plazo en Alemania

Débiles resultados
económicos en
Alemania ...

En este contexto a más largo plazo de deficiencias estructurales que impiden el crecimiento, muchos observadores han centrado últimamente su atención en Europa continental. El grado y la naturaleza de los impedimentos que obstaculizan el crecimiento varían de unos países a otros. El caso de Alemania, la mayor economía de la zona, es especialmente interesante. El crecimiento de su PIB ha sido excepcionalmente endeble en los últimos años. Estos peores resultados parecen atribuibles principalmente a la escasa demanda interna. En los últimos cinco años, la contribución de las exportaciones al crecimiento total del producto ha sido, en promedio, superior a 2 puntos porcentuales. Esta cifra sobrepasa la media de los años 80 y es mayor que la de Francia e Italia. En cambio, el consumo privado ha sido más débil y la inversión ha constituido un importante lastre, lo que ha conducido a una disminución de la tasa potencial de crecimiento de Alemania hasta apenas un 1,5%. Compárese esta cifra con las estimaciones cercanas a un 2,5% para el resto de la zona del euro.

... a pesar de la
reciente mejora de
la competitividad

Variadas han sido las explicaciones al empeoramiento del crecimiento alemán, algunas de las cuales podrían parecer menos fundadas que otras. Algunos observadores han afirmado que Alemania entró en la UEM con un

tipo de cambio sobrevalorado. Si bien es cierto que en la primera mitad de los años 90 Alemania perdió competitividad y cuota de mercado internacional, también lo es que el tipo de cambio efectivo real ha descendido notablemente desde mediados de los años 90 (véase el Gráfico II.5, panel superior). En consecuencia, Alemania ha aumentado su cuota de mercado en los últimos años y el cociente entre exportaciones y el PIB ha alcanzado un máximo sin precedentes. Asimismo, se ha afirmado que los elevados tipos de interés reales han reducido el gasto de inversión y el crecimiento en general. A primera vista, esta afirmación tampoco parece fundada. Desde 1997, el tipo de interés real de los bonos a largo plazo (deflactado por la inflación del IPC) ha sido, en promedio, del 3,5%, en comparación con una media del 4% desde los años 60. Sin embargo, dado que la tasa de crecimiento potencial ha disminuido, podría argumentarse que el tipo de interés “natural” (es decir, el tipo que equilibra el ahorro y la inversión) también ha bajado.

Un argumento mucho más verosímil es que Alemania aún está sufriendo los costes directos e indirectos de la reunificación de 1989–90. La mayoría de las empresas de la antigua República Democrática Alemana quebró, originando un deterioro persistente del mercado de trabajo. Las transferencias fiscales resultantes (casi un 4% del PIB anual en la década de los 90) parecen haber causado un empeoramiento secular del resultado fiscal alemán, lo cual ha reducido significativamente el margen de maniobra de la política económica. Las subidas de los impuestos necesarias para financiar la reunificación también parecen haber influido de manera adversa en la evolución de los mercados de trabajo a través de un considerable aumento de la “brecha fiscal” (véase el Gráfico II.5, panel inferior izquierdo). Por último, la reunificación provocó un incremento insostenible del gasto en construcción. Su contracción posterior ha reducido el crecimiento del PIB real de Alemania casi un tercio de punto porcentual al año desde 1995. Además, los precios de la vivienda descendieron en la segunda mitad de los años 90 y se han mantenido casi estables en los últimos años. Así pues, los hogares alemanes se han visto privados de una compensación por las pérdidas del valor de sus activos de la cual han disfrutado la mayoría de los países industrializados.

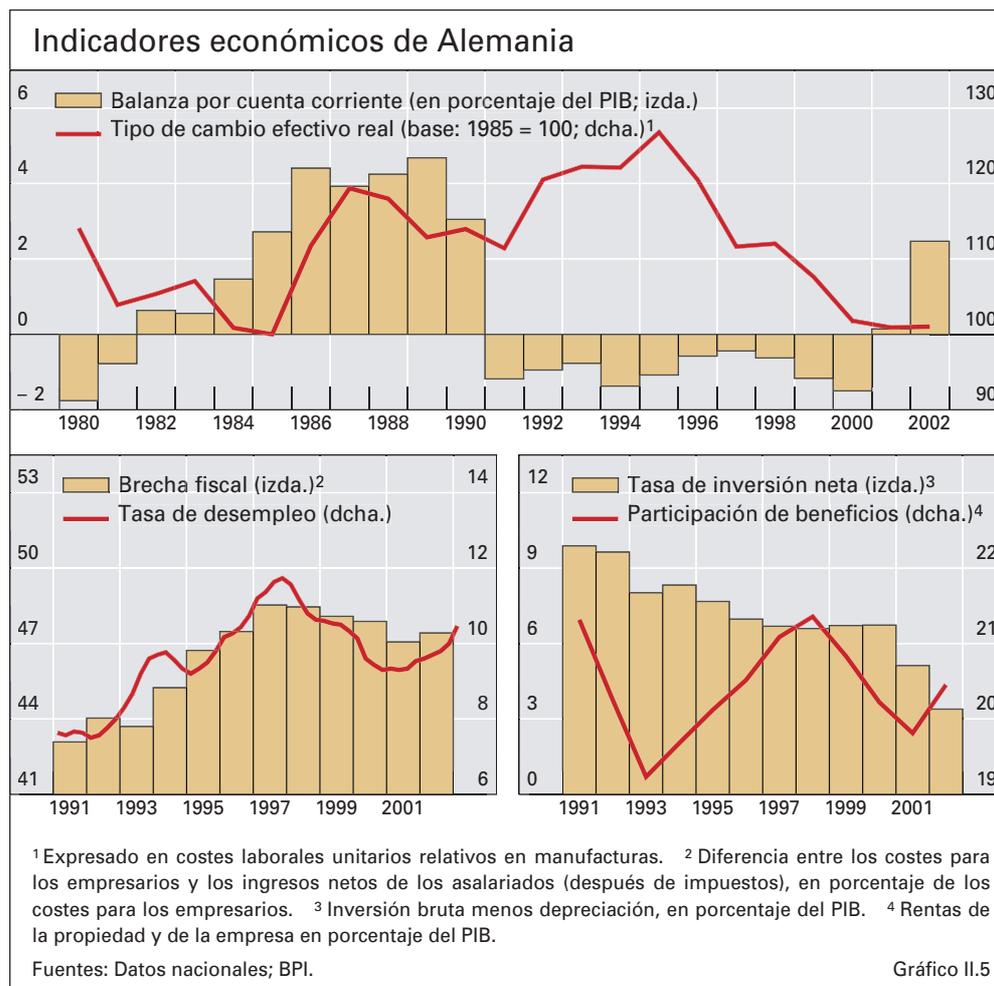
Tal vez la muestra más importante (si no la causa) de los pobres resultados de la economía alemana haya sido la disminución de la capacidad o de la disposición de las empresas a invertir. Desde principios de los años 90, la inversión neta en porcentaje del PIB ha disminuido bruscamente (véase el Gráfico II.5, panel inferior derecho). Aunque la reinversión (es decir, la reposición del equipo obsoleto) también puede utilizarse para introducir nuevas técnicas que aumenten el crecimiento, esta disminución de la inversión neta es un motivo de preocupación que de mantenerse, es probable que reduzca todavía más la tasa de crecimiento potencial de Alemania.

Aunque la escasa propensión a invertir es hasta cierto punto cíclica, también parecen influir otros factores más fundamentales o estructurales. Uno de ellos podría ser que las empresas no esperan que la tasa de rendimiento de la nueva inversión cubra los riesgos en que hayan incurrido, lo que sugeriría que los beneficios empresariales son demasiado bajos. También existen indicios de que las pequeñas y medianas empresas, que

Los costes de la reunificación

Disminución de la inversión empresarial ...

... y dificultades para las medianas empresas



históricamente han sido la principal fuente de creación de empleo, pero que satisfacen principalmente la demanda del mercado interno, han obtenido peores resultados que las grandes empresas que exportan una parte considerable de su producción. Es posible que el problema se haya visto agravado en los últimos años por el endurecimiento de las condiciones crediticias de los bancos, lo cual puede haber afectado especialmente a las pequeñas empresas.

Rigideces en los mercados de productos y de trabajo

También es probable que las rigideces de los mercados de productos y de trabajo hayan afectado a la propensión de las empresas a invertir, así como al crecimiento en general. Diversas restricciones (por ejemplo, las de los horarios de apertura de los comercios) podrían perfectamente haber limitado el sector servicios, afectando en particular a su capacidad de absorber a los trabajadores despedidos por el sector industrial. Las estrictas regulaciones han frenado la creación de nuevas empresas, con su consiguiente potencial de creación de empleo. Las rigideces que subsisten en el mercado de trabajo son igualmente graves. Además del aumento de la brecha fiscal antes mencionado, las estrictas medidas de protección del empleo podrían haber dificultado la contratación. La estructura tributaria, las prestaciones por desempleo y las ayudas de la seguridad social tienden a disuadir la búsqueda de empleo, sobre todo a las personas que tienen un bajo nivel de cualificación y de renta. Las

posibilidades de llegar a acuerdos salariales ligados a los resultados de cada empresa o trabajador también siguen siendo limitadas.

Aunque las perspectivas a corto plazo de Alemania no parecen por el momento muy favorables, no deberían pasarse por alto algunas señales positivas. La fuerza de las exportaciones muestra que las empresas alemanas son capaces de competir en condiciones mundiales difíciles. Los efectos posteriores a la reunificación deberían disiparse con el tiempo. La necesaria contracción del sector de la construcción parece bastante avanzada y las consecuencias para los bancos y otras instituciones financieras dan muestras de haberse contenido (véase el Capítulo VII). El Gobierno parece determinado a introducir distintas reformas estructurales importantes. Por todo ello, el temor a que Alemania se enfrente a una prolongada debilidad económica similar a la de Japón parece infundado.

algunas señales
positivas

La inflación

Evolución reciente

Las presiones mundiales sobre los precios continuaron mostrándose moderadas en 2002. Sin embargo, este panorama general esconde diferencias entre los países. La inflación aumentó en las economías que crecieron más deprisa, amenazando los objetivos de inflación en Canadá y el Reino Unido a comienzos de 2003. La inflación del IPC subyacente superó el umbral del 2% en la zona del euro en 2002, mientras que disminuyó considerablemente en Estados Unidos. Los precios de consumo se mantuvieron casi estables en Suiza y cayeron en Japón por cuarto año consecutivo.

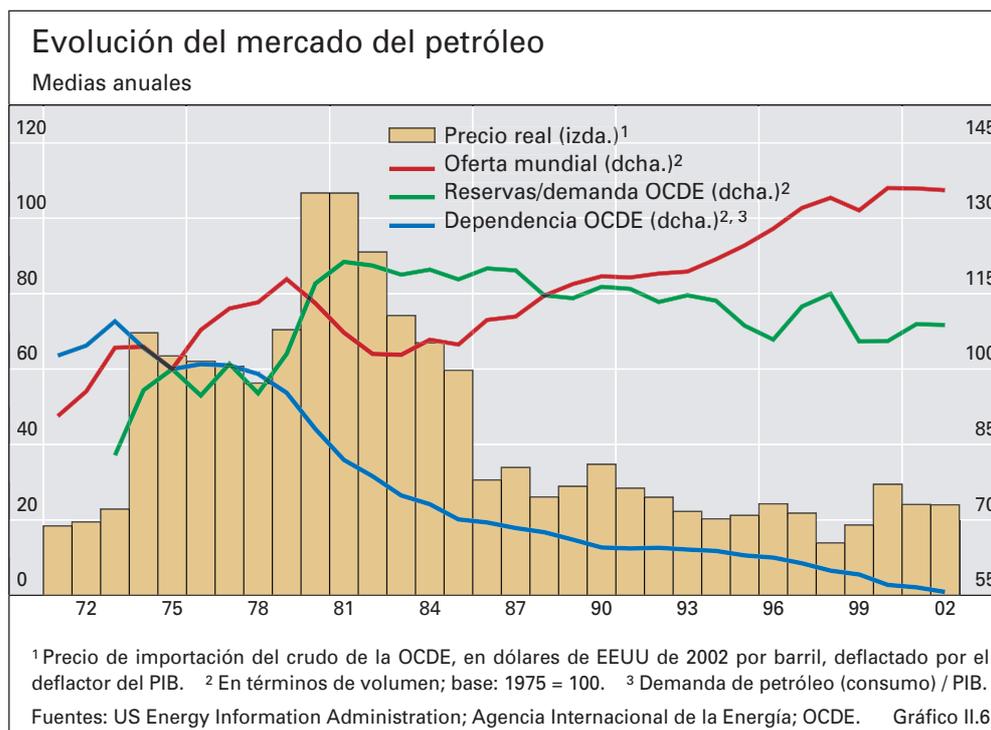
Presiones
moderadas sobre
los precios

También se observaron notables divergencias dentro de las regiones, especialmente en la zona del euro, donde los precios de consumo subieron poco más de un 1% en Alemania en 2002, mientras que lo hicieron casi un 5% en Irlanda. En Estados Unidos, los precios también han evolucionado de forma distinta en las diferentes zonas: las subidas oscilan entre un 0% en la zona de Cleveland y casi un 3% en la región de Los Ángeles. Por último, se han producido considerables diferencias sectoriales y, a menudo, las tasas de aumento de los precios de los servicios orientados hacia el interior y las de los bienes manufacturados han divergido considerablemente. Por ejemplo, en Estados Unidos los precios de las materias primas no alimenticias bajaron un 2% en 2002, mientras que los de los servicios subieron un 3%.

Perspectivas

Se prevé que la inflación permanezca contenida en 2003. El encarecimiento del petróleo que se observó a principios de año, atribuible principalmente a la guerra en Iraq y a las interrupciones de la producción en Venezuela, se ha empezado a invertir. Sin embargo, las perspectivas para los precios del petróleo son aún objeto de incertidumbre. Alrededor del próximo año, podrían continuar mostrándose volátiles, dependiendo del crecimiento mundial, del suministro procedente de las zonas que no pertenecen a la OPEP y de la capacidad de la OPEP para contrarrestar rápidamente cualquier desequilibrio

Perspectivas
inciertas para los
precios del petróleo



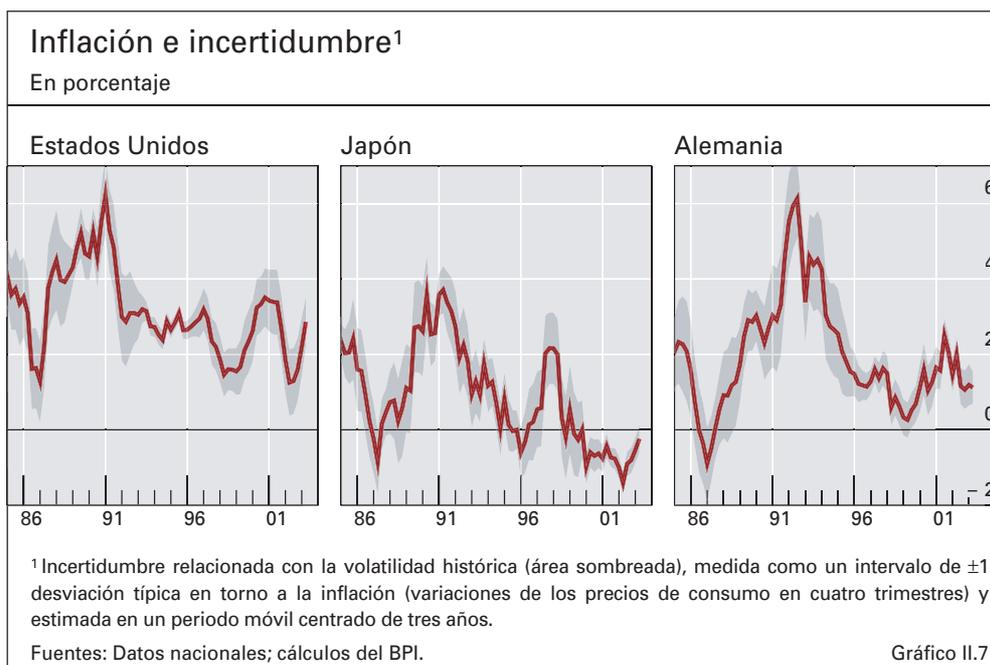
repentino entre la oferta y la demanda. Además, el cociente entre las reservas de petróleo y la demanda en los países industrializados ha disminuido desde principios de los años 80, por lo que cualquier nueva perturbación del mercado podría provocar mayores fluctuaciones en los precios (véase el Gráfico II.6). Por último, es importante saber cuánto tardará en volver el petróleo iraquí a los mercados mundiales y en qué cuantía lo hará.

Existen razones de peso para concluir que la inflación mundial permanecerá baja y estable en un futuro cercano debido a las moderadas presiones sobre los precios subyacentes. Una de las razones es que la sensibilidad de la inflación a las variaciones cíclicas de la producción parece que ha disminuido en general. Por ejemplo, en Estados Unidos la inflación ha permanecido moderada en la última década, a pesar de las grandes variaciones tanto del desempleo como de la utilización de la capacidad. En Japón, la deflación ha sido relativamente estable y bastante limitada en los últimos años. También existen indicios de que la transmisión de los movimientos del tipo de cambio a los precios ha disminuido en los países con ese entorno de baja inflación. Dado el largo historial de baja inflación sostenida de los países industrializados, las expectativas sobre los precios parecen estar bastante bien ancladas, lo que debería contribuir a reducir la persistencia de cualquier perturbación puntual de los precios. El aumento de la competencia, tanto interna como externa, también podría haber afectado a la forma en la que se fijan los precios y los salarios en los distintos mercados, lo que sugiere una mayor resistencia a las subidas de los precios.

¿Riesgos de deflación?

Dada la escasa inflación, la amplia capacidad no utilizada y las perspectivas de que el crecimiento sea inferior al potencial en los principales países

Se prevé que la inflación se mantenga baja

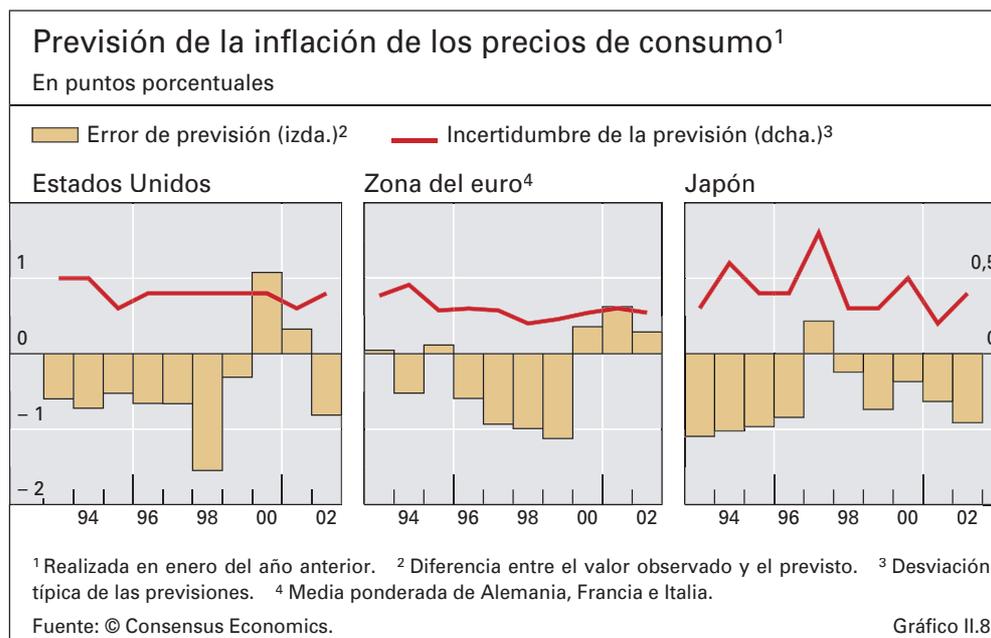


industrializados avanzados, a algunos observadores les preocupa más la deflación (un descenso del nivel agregado de precios) que la inflación. El hecho de que el deflador del PIB en Japón haya venido descendiendo un 1% al año desde mediados de los años 90 y de que los precios hayan bajado recientemente en algunos otros países asiáticos también ha sido objeto de atención. La deflación puede generar problemas económicos, ya que la mayoría de los contratos de deuda se define en términos nominales, los salarios nominales tienden a ser rígidos a la baja y los tipos de interés nominales no pueden ser negativos (véase el Capítulo IV). Desde esta perspectiva, ¿cuáles son los riesgos de que la economía mundial se sume en un clima deflacionario en la presente coyuntura?

En primer lugar, es obvio que cuando la inflación es muy baja, la deflación no se encuentra aritméticamente demasiado lejos. Además, la volatilidad de la inflación continúa siendo considerable, sobre todo cuando se compara con el bajo nivel actual de inflación (véase el Gráfico II.7), y ha aumentado incluso en términos relativos en algunos países. La incertidumbre de las previsiones sobre los precios —medida por la desviación típica de las previsiones— sigue representando cerca de un tercio de punto porcentual de inflación, dependiendo del país (véase el Gráfico II.8). Durante largos periodos de los años 90, la inflación efectiva fue muy inferior a las previsiones consensuadas.

Otra cuestión fundamental es que las tasas de inflación calculadas normalmente sobreestiman las verdaderas tasas de subida de los precios, dependiendo de los índices y de los métodos estadísticos utilizados. Por ejemplo, si se tuviera en cuenta el cambio de la composición del gasto en respuesta a las variaciones de los precios relativos, la inflación basada en el IPC (utilizando ponderaciones fijas) habría sido casi medio punto porcentual menor en Estados Unidos en 2002. Asimismo, la deflación japonesa parecería

Las previsiones sobre inflación a menudo son imprecisas



Muchas medidas de la inflación tienen un sesgo al alza

más grave si se midiera por el deflactor del consumo privado en lugar del IPC. También existen pruebas de que la inflación medida está sobreestimada debido a las dificultades para tener en cuenta las mejoras de la calidad, lo que puede verse agravado por el lanzamiento de productos innovadores, así como por la aparición de nuevos canales de distribución. A la vista del bajo nivel de inflación actual y de la incertidumbre de las previsiones, no puede excluirse la posibilidad de que bajen los precios (como se observó en Alemania a mediados de los años 80). La inclusión del sesgo de medición (“deflación efectiva”; véase el Cuadro IV.1 en la página 82) aumenta aún más esta posibilidad, aunque en algunos países ya se ha reducido sustancialmente la inflación medida en los últimos años como consecuencia de cambios importantes en su cálculo, en particular por el creciente uso de índices de precios hedónicos. Dado que la experiencia japonesa demuestra que la deflación puede enquistarse a pesar de políticas macroeconómicas muy laxas, es necesario evaluar las posibles fuerzas deflacionarias que afectan actualmente a otros países.

Entre las posibles fuerzas deflacionarias se encuentran el exceso de capacidad ...

La espectacular explosión de la burbuja de TI de los años 90 produjo la impresión de que existía un exceso de capacidad más generalizado. Esto podría ejercer en principio una gran fuerza deflacionaria en la economía mundial, sobre todo en el caso de que el descenso de los precios coincidiera con elevados niveles de deuda nominal. De hecho, los casos conocidos de exceso de inversión en los países asiáticos en vías de desarrollo y de escasa utilización de la capacidad en muchos sectores tras la reciente desaceleración confirman esa opinión. Sin embargo, sólo existen pruebas parciales de que exista un exceso generalizado de capacidad en la economía mundial. En Estados Unidos, el cociente entre capital y PIB en el sector empresarial en términos de volumen de hecho disminuyó durante los años 90, debido principalmente a la aceleración de la depreciación del equipo. Como se ha mencionado anteriormente, en Japón las empresas han tendido a

utilizar sus beneficios para reducir la deuda más que para aumentar la inversión.

También han sido muy señaladas las variaciones de los precios relativos como fuentes de deflación, lo que sugiere que en un clima de baja inflación es más probable que esas oscilaciones provoquen descensos efectivos de los precios nominales en los sectores que se benefician del progreso técnico, por ejemplo, los productos de TI. Esto podría aumentar la posibilidad de que se produzcan variaciones negativas en el nivel general de precios, dada la rigidez de los precios en otros sectores. Sin embargo, esas perturbaciones de la oferta deben considerarse en general positivas, ya que son esencialmente el resultado de los fuertes incrementos de la productividad que se traducen en aumentos de la renta real de los consumidores. Incluso si dichas alteraciones empujan los índices de precios medidos a valores negativos, no ponen en peligro los beneficios ni el crecimiento como lo haría una deflación más generalizada.

También se han señalado como posible fuente de deflación las variaciones de los precios relativos relacionadas con el comercio internacional. La globalización ha permitido a los países con economías de mercado emergentes que cuentan con menores costes laborales unitarios presionar los precios a la baja y, por lo tanto, les ha permitido "exportar deflación". De hecho, los precios de los bienes manufacturados en los mercados internacionales, expresados en DEG, han bajado considerablemente desde mediados de los años 90. Especial atención ha recibido China (véase el Capítulo III), ya que su participación en el comercio mundial se ha duplicado con creces en los últimos diez años. Sin embargo, China aún representa tan sólo alrededor de un 5% del comercio internacional. Además, en un contexto mundial de baja inflación, el descenso de los precios de los bienes comerciables no debería interpretarse necesariamente como una fuente de deflación inquietante. En realidad, es la forma más deseable de que, con el

... las variaciones de los precios relativos ...

... la globalización ...



tiempo, se transmitan los beneficios de las divergentes evoluciones de la productividad a los diferentes socios comerciales internacionales, así como a los diversos sectores dentro de un mismo país. Eso no quiere decir que esta situación no plantee grandes dificultades a los sectores afectados a la hora de enfrentarse a una repentina necesidad de ajuste.

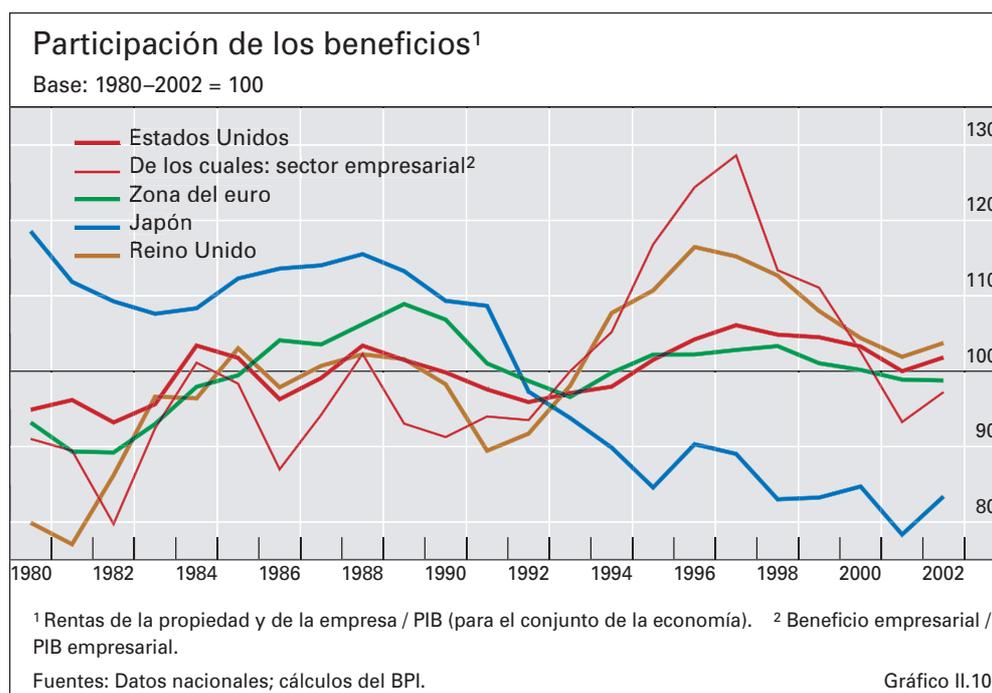
... y en la zona del euro, las diferencias de inflación

La última fuente de las oscilaciones de precios relativos que puede tener consecuencias deflacionarias afecta a la zona del euro. Aunque las diferencias de inflación entre los países miembros son mucho más reducidas que en las últimas décadas, continúan mostrándose significativas en términos relativos (véase el Gráfico II.9). Se puede afirmar entonces que un objetivo de inflación bajo para la zona del euro en su conjunto podría provocar una recesión y posiblemente una deflación en los países que tienen un bajo crecimiento. Esto repercutiría en sus tipos de interés reales si los tipos nominales se fijan para toda la zona. Aunque estos riesgos deben sopesarse con cuidado teniendo en cuenta la escasa movilidad de la mano de obra dentro de la zona del euro, tampoco se deben exagerar. Como se ha mencionado anteriormente, las divergencias tanto entre los niveles de precios como entre sus variaciones son relativamente frecuentes dentro de los países, ya que los precios tardan en ajustarse. Además, los países que tienen unos costes más bajos que sus vecinos ven aumentada su competitividad.

Márgenes de beneficios y poder de fijación de los precios de las empresas

Los beneficios de las empresas mejoraron en 2002 ...

Los beneficios han seguido en los últimos años pautas sorprendentemente distintas en cada país industrializado. En Japón, a pesar de la brusca desaceleración de los costes laborales unitarios, la participación de los beneficios, definida como el cociente entre los ingresos de la propiedad y de las empresas y el PIB, experimentó una disminución continua en los años 90



y sólo se recuperó levemente en 2002 (véase el Gráfico II.10). En la zona del euro, este cociente se mantuvo mejor en la última década, aunque ha empeorado algo últimamente. La evolución cíclica lastró la productividad y los salarios europeos fueron relativamente rígidos. La situación ha sido más volátil en el sector empresarial de Estados Unidos, cuya participación en la renta nacional mejoró espectacularmente a principios de los años 90, alcanzando un máximo en un nivel relativamente alto en 1997. A continuación disminuyó rápidamente, frustrando las expectativas del mercado. La intensa reducción de los costes dio como resultado una cierta mejora en 2002 y actualmente la participación de los beneficios empresariales sólo es levemente inferior a la media de las dos últimas décadas. Dentro de este agregado, en los servicios y el comercio al por menor, las participaciones de los beneficios se han mantenido relativamente estables en los últimos años. En cambio, en las industrias manufactureras han disminuido notablemente por la influencia de la competencia internacional.

Estos acontecimientos también sugieren que las empresas de todo el mundo han visto limitado su poder para fijar los precios. Esta circunstancia ha quedado especialmente de manifiesto en Japón, donde las empresas han recortado los salarios nominales, si bien han tenido que bajar aún más los precios desde comienzos de los años 90 (véase el Cuadro II.2). En Estados Unidos, los elevados incrementos de la productividad contribuyeron a limitar los aumentos de los costes laborales unitarios en la década de los 90, pero el efecto global en los beneficios fue débil. La creciente competitividad de los mercados de productos, especialmente en sectores recién liberalizados como las telecomunicaciones, junto con la fortaleza del dólar hasta hace poco han reducido las posibilidades de ajustar los precios. De cualquier modo, los márgenes de beneficios se han mantenido mejor en los últimos años, ya que los costes laborales unitarios en Estados

... a pesar de la falta de poder de fijación de precios en la industria manufacturera

Costes laborales unitarios, productividad y beneficios							
Variaciones anuales medias ¹							
	Remuneración del trabajo ²	Productividad del trabajo ²	Costes laborales unitarios	Margen de beneficios ³	Participación del trabajo ⁴	Remuneración real del trabajo ^{2, 5}	
Estados Unidos	1981–1990	5,4	1,3	4,0	0,2	-0,1	0,9
	1991–2000	3,7	1,5	2,2	-0,1	0,1	1,4
	2001–2003	3,0	1,7	1,3	0,4	-0,2	1,2
Zona del euro	1981–1990	7,3	1,7	5,5	0,7	-0,4	1,1
	1991–2000	3,7	1,4	2,3	0,3	-0,2	0,8
	2001–2003	3,1	0,7	2,4	-0,2	0,2	1,0
Japón	1981–1990	4,4	2,8	1,5	0,4	-0,2	2,3
	1991–2000	1,6	1,1	0,5	-0,4	0,2	1,2
	2001–2003	-1,1	0,8	-1,8	0,0	-0,3	0,5

¹ En porcentaje; para la participación del trabajo, puntos porcentuales; para 2003, previsiones. ² Por persona ocupada. ³ Coeficiente entre el deflactor del PIB y los costes laborales unitarios. ⁴ Coeficiente entre la remuneración de los asalariados y el PIB. ⁵ Deflactado por el deflactor del consumo privado.

Fuente: OCDE.

Cuadro II.2

Unidos sufrieron una desaceleración muy marcada e incluso decrecieron en 2002.

El debate fiscal

El empeoramiento de la situación fiscal se debe en parte a la política fiscal discrecional

Los déficits fiscales han aumentado en los últimos años, tras una década de ajuste presupuestario en todos los grandes países, salvo Japón. En los países de la OCDE, el déficit fiscal medio fue de un 3% del PIB en 2002, en comparación con el presupuesto equilibrado de 2000. El cociente entre deuda pública bruta y PIB alcanzó el 75% en 2002, mientras que 15 años antes era de alrededor de un 60%. Este reciente empeoramiento se ha debido en parte al lento crecimiento mundial y al efecto del descenso de los precios de los activos financieros. Otro importante factor han sido las medidas discrecionales adoptadas, especialmente las reducciones de los impuestos en Estados Unidos y en algunos países europeos. Los acontecimientos geopolíticos también han incrementado el gasto en equipo militar y en seguridad, lo cual ha invertido en cierta medida el “dividendo de la paz” de los años 90. Más fundamental ha sido quizás el hecho de que la utilización de la política fiscal se haya considerado como una forma rápida y predecible de contrarrestar la desaceleración económica.

Hay que dejar actuar a los estabilizadores automáticos

Las opiniones sobre la eficacia de la política fiscal con fines anticíclicos son muy diversas. La mayoría de los observadores coincide en que los presupuestos del Estado tienen una tendencia natural a suavizar las fluctuaciones cíclicas y afirma que se debe dejar actuar a los llamados “estabilizadores automáticos”, sobre todo en los países que no tienen una deuda pública excesiva. Un endeudamiento público superior a la media durante las recesiones quedaría contrarrestado por una reducción del endeudamiento o incluso por una devolución de la deuda durante los periodos de crecimiento más rápido. El gasto público parece que ha evolucionado en realidad de forma anticíclica en los principales países de la OCDE (véase el Cuadro II.3). Sin embargo, en el lado de los ingresos, el efecto

Indicadores fiscales y el ciclo coyuntural ¹				
	Gasto público	Ingresos públicos	Resultado fiscal	Tono fiscal ²
Estados Unidos	-0,31**	0,12**	0,46**	0,26**
Japón	-0,06	0,11*	0,16*	0,06
Alemania	-0,13	-0,01	0,14	-0,18**
Francia	-0,17	-0,11	0,17	-0,05
Reino Unido	-0,41**	-0,13*	0,20*	-0,09
Italia	-0,35*	-0,08	0,11	-0,08

Nota: El cuadro muestra la elasticidad (β_2) calculada mediante la ecuación $X = \alpha + \beta_1 X_{-1} + \beta_2 GAP$, donde X es el gasto público, los ingresos públicos, el resultado fiscal o el tono fiscal, expresados todos ellos en porcentaje del PIB, y GAP es la brecha del producto, en porcentaje del PIB potencial; estadísticos-t entre paréntesis; * y ** indican niveles de relevancia del 90% y 99% respectivamente. El gasto público varía anticíclicamente cuando la elasticidad es negativa (pero positiva en el caso de los otros tres indicadores).

¹ 1972–2002. ² Resultado primario del sector público ajustado cíclicamente.

Fuentes: OCDE; cálculos del BPI.

Cuadro II.3

de los estabilizadores automáticos ha sido menos evidente. Por ejemplo, los ingresos fiscales a menudo han mostrado un sesgo procíclico, como en Europa, donde han tendido a disminuir en lugar de aumentar durante las recuperaciones económicas, debido a las reducciones de los impuestos.

La utilización de medidas discrecionales de estímulo fiscal sigue siendo controvertida. Estas medidas podrían presionar al alza los tipos de interés a largo plazo y debilitar así la inversión privada, en especial si no van acompañadas de un marco creíble a medio plazo. El segundo obstáculo para la eficacia de la política fiscal discrecional está relacionado con la existencia de varios retardos: el tiempo empleado para evaluar los acontecimientos actuales, para decidir las medidas que se van a adoptar y para aplicar las medidas acordadas y, a continuación, el tiempo que tardan éstas en surtir efecto. Así pues, podría ocurrir que las medidas destinadas inicialmente a estabilizar las fluctuaciones de la producción sólo se dejaran sentir plenamente después de que la economía ya hubiera comenzado a cambiar de signo. Los abundantes datos históricos de los países de la OCDE muestran que, en promedio, los cambios discrecionales en la orientación fiscal (medidos por el resultado fiscal primario estructural) no parecen haber variado de forma anticíclica en las últimas décadas, lo cual podría poner de relieve la escasa capacidad de la política fiscal activa para suavizar las fluctuaciones de la producción. Otra interpretación sería que raras veces se adoptaron medidas fiscales con fines anticíclicos.

A pesar de estas importantes limitaciones, podrían sin embargo adoptarse medidas presupuestarias en circunstancias específicas. En primer lugar, el impacto que tiene una expansión fiscal temporal en los tipos de interés debería ser relativamente reducido, en la medida en que se entienda que esas medidas se invertirán cuando la situación lo permita. En este caso, no habría que preocuparse demasiado por las futuras presiones inflacionarias ni por las necesidades de endeudamiento del Estado. En segundo lugar, la política fiscal podría ser útil para resolver los grandes problemas de los balances del sector privado. Valga como ejemplo la inyección de fondos públicos en los sistemas bancarios debilitados. Un caso menos extremo es el de las reducciones de los impuestos aprobadas por la presente Administración estadounidense, que ayudaron a los hogares a aumentar su tasa de ahorro en 2002. Las bajadas de los impuestos de sociedades también ayudaron al sector empresarial a reducir su elevado déficit financiero (esto es, la diferencia entre el gasto de capital y el flujo de caja). En tercer lugar, unas circunstancias extremas podrían exigir unas respuestas por parte de la política fiscal que no serían aconsejables en circunstancias normales. La política fiscal podría muy bien resultar útil para restablecer la confianza tras perturbaciones extraordinarias (por ejemplo, atentados terroristas, riesgo geopolítico, etc.) o para controlar las expectativas con el fin de evitar los peores casos. Desde esta perspectiva, algunos observadores han afirmado que el reciente cambio en favor de mayores déficit ha contribuido a evitar la caída de la demanda que habría provocado una corrección de los desequilibrios acumulados durante la expansión de finales de los años 90. Desde este punto de vista, cualquier giro excesivamente rápido del estímulo fiscal también retrasaría la recuperación de la inversión.

La política fiscal discrecional tiene algunas limitaciones ...

... pero podría ser útil en circunstancias especiales

La confianza en la sostenibilidad fiscal ...

Sin embargo, continúa siendo fundamental mantener la confianza en la sostenibilidad a más largo plazo de la situación fiscal. La calidad del gasto es importante en este sentido. Los déficit fiscales que se deben a elevados niveles de inversión en infraestructura o en capital humano a menudo permiten que los países estén mejor preparados para el futuro que los déficit que estimulan el consumo. Las bajadas de los impuestos que reducen las distorsiones también elevan la tasa de crecimiento potencial. Para evaluar la orientación actual de las políticas, también debe recordarse que las proyecciones presupuestarias han mostrado a menudo una tendencia al "optimismo oficial", en otras palabras, la situación fiscal inicial podría perfectamente ser menos sólida de lo estimado actualmente. Además, los compromisos adquiridos por el sector público en el pasado, así como los efectos del envejecimiento de la población, suponen considerables pasivos futuros que podrían ser incluso mayores que los indicadores actuales de la deuda pública en algunos países.

... exige un marco a medio plazo

Por todas estas razones, la política fiscal exige un marco a medio plazo creíble. Durante los años 90, algunos países introdujeron reglas destinadas a aumentar la disciplina fiscal. Muchos adoptaron topes para el gasto público, los resultados fiscales o la deuda. En Estados Unidos, se impusieron techos nominales sobre el gasto público discrecional. La adopción de criterios fiscales claros en el Tratado de Maastricht reforzó la reducción de los déficit públicos en toda la Unión Europea. En Japón, donde no se adoptaron reglas formalmente vinculantes, es posible que la definición de directrices a medio plazo haya contribuido a contener los tipos de interés a largo plazo en unos niveles muy bajos, a pesar del enorme aumento de la deuda pública.

Las normas fiscales se han suavizado ...

Muchas de estas reglas contenían compromisos a corto plazo y no tanto a medio plazo. Además, se especificaron a menudo en términos absolutos, independientemente del ciclo económico o de la posibilidad de que se produjeran perturbaciones exógenas. Dichas deficiencias hicieron que resultara tentador suavizar las reglas en circunstancias adversas o incluso abandonarlas por completo. Esta tendencia ha quedado especialmente de manifiesto en Japón recientemente y también en Estados Unidos, donde las limitaciones del gasto se han suavizado en los últimos años. En la zona del euro, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento está más orientado hacia el medio plazo. Sin embargo, algunos países, al centrarse en los déficit fiscales existentes, que iban mejorando en coyunturas positivas, no adoptaron las medidas todavía más austeras necesarias para mejorar la situación subyacente de la deuda. Los ajustes presupuestarios de algunos países se financiaron a menudo con reducciones de la inversión más que con menores subvenciones.

... pero continúan siendo deseables

Las reglas que limitan la política fiscal mediante unas directrices a medio plazo creíbles ofrecerían varias ventajas. En primer lugar, la tendencia al crecimiento de los tipos de interés se reducirá si queda claro que cualquier otro tipo de medida fiscal a corto plazo se invertirá después. En segundo lugar, estas directrices también pueden contrarrestar las presiones para que los Gobiernos "regalen" los superávit fiscales durante los periodos de fuerte

crecimiento. En tercer lugar, un marco a medio plazo ayuda a disponer de cierto margen de maniobra, cuestión de especial interés en las zonas monetarias en caso de perturbaciones asimétricas. Por último, las reglas mejoran la transparencia y reducen la incertidumbre, lo cual puede contribuir a mejorar la coordinación entre los responsables de la política económica, así como en los mercados privados.

La evolución del comercio y de la cuenta corriente

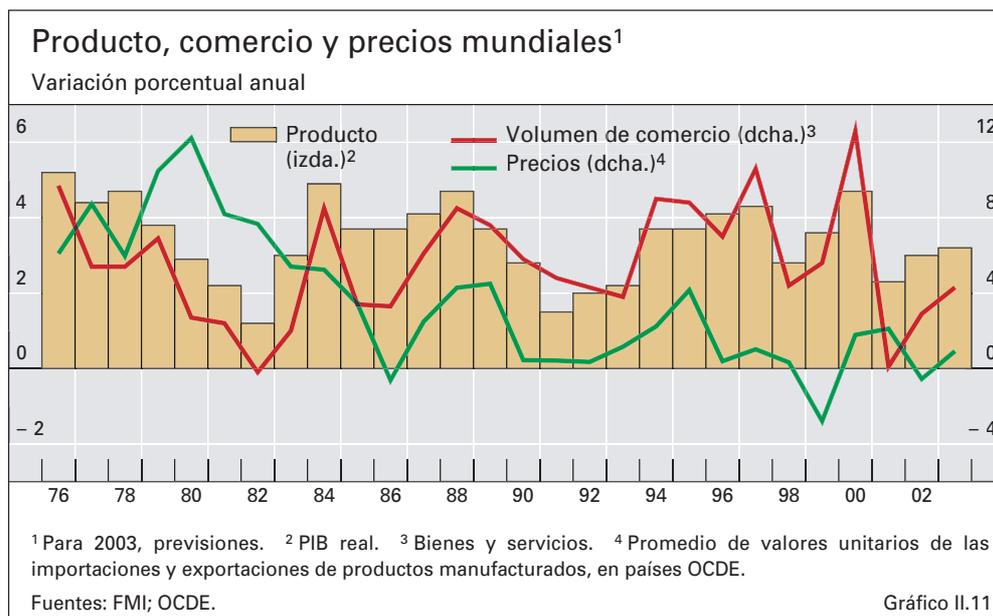
En los últimos tres años, los movimientos del comercio internacional parecen haber estado dominados por las variaciones de la inversión en alta tecnología y de las existencias, ambos muy intensivos en comercio. El final de la reducción de las existencias en Estados Unidos a principios del año pasado estimuló el comercio. Sin embargo, la recuperación fue breve, ya que las empresas se mostraron reacias a aumentar sus existencias y continuaron reduciendo la inversión. La lenta recuperación mundial también se reflejó en los precios de los bienes manufacturados en los mercados internacionales, que permanecieron prácticamente estables el año pasado (véase el Gráfico II.11).

En los países industrializados, los desequilibrios por cuenta corriente aumentaron significativamente en 2002. El déficit de Estados Unidos creció hasta alcanzar casi el 5% del PIB, mientras que Europa y, en mayor medida, Japón registraron superávits importantes, debido en parte a su crecimiento por debajo de las expectativas. En Estados Unidos, el aumento del déficit comercial fue el factor más determinante pero, por primera vez desde la segunda Guerra Mundial, la cuenta de renta anual neta por inversiones también registró un déficit.

Más de la mitad de las contrapartidas *externas* del empeoramiento de la cuenta corriente de Estados Unidos en 2002 se encuentran en las economías emergentes asiáticas y en América Latina. Los países con economías emergentes de Asia aumentaron su participación en el comercio

Aumento de los desequilibrios por cuenta corriente

Brusca disminución de las entradas de IED en Estados Unidos



Balanza de pagos de las tres principales zonas económicas									
En miles de millones de dólares de EEUU									
	Estados Unidos			Zona del euro			Japón		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Cuenta corriente	-410	-393	-503	-70	-17	60	119	89	112
Capital neto a largo plazo	422	335	285	-113	-22	53	-35	-73	-142
Inversión directa	129	3	-93	-5	-92	-43	-23	-32	-23
Acciones	90	15	35	-228	110	46	-21	28	-54
Bonos	203	317	343	120	-40	50	9	-69	-65
Balanza básica ¹	12	-58	-218	-183	-39	113	84	16	-30

¹ Cuenta corriente más capital neto a largo plazo.
Fuentes: BCE; datos nacionales. Cuadro II.4

mundial, así como su superávit por cuenta corriente. En América Latina, la reducción del déficit se debió principalmente a la disminución de las importaciones (véase el Capítulo III). Además, el volumen y la composición de los movimientos de capitales entre las tres grandes zonas económicas variaron considerablemente. Al debilitarse la expansión de la inversión, los precios de las acciones cayeron y las empresas de Estados Unidos redujeron su déficit financiero, lo cual precipitó una caída vertiginosa de las entradas de inversión directa en Estados Unidos (véase el Cuadro II.4). Este impacto fue más grave expresado en dólares, debido a la depreciación de la moneda estadounidense. Además, el aumento de las entradas de bonos se debió cada vez más a compras de títulos del Tesoro de Estados Unidos y de las agencias gubernamentales de ese país, más que a compras de títulos de empresas. El año pasado, la zona del euro también se convirtió en un receptor neto de entradas de capital, ya que disminuyeron las salidas netas de IED y se invirtió la salida neta anterior de bonos (véase el Capítulo V).

Tendencias recientes del ahorro mundial

Grandes cambios de oferentes y demandantes netos de ahorro

Desde mediados de los años 90, los grandes cambios en las posiciones de los países o de las regiones en tanto que oferentes o demandantes netos de ahorro han generado un continuo aumento de los desequilibrios por cuenta corriente (véase el Cuadro II.5). La proporción del ahorro mundial necesaria

Balanzas por cuenta corriente, ahorro y PIB									
En porcentaje									
	Balanza por cuenta corriente ^{1,2}			Ahorro ^{1,3}			PIB ⁴		
	1992	1997	2002	1992	1997	2002	1992	1997	2002
Estados Unidos	-0,8	-1,5	-4,8	16,5	18,4	13,8	26,5	28,2	32,5
Zona del euro	-1,2	1,6	1,1	20,5	21,9	21,2	26,5	22,1	20,7
Japón	2,9	2,2	2,8	33,7	30,8	26,5	15,9	14,6	12,4

¹ En porcentaje del PIB nacional o regional. ² Para la zona del euro, suma de los países. ³ Definido como la suma de la inversión y del balance por cuenta corriente. ⁴ PIB nacional o regional, calculado en dólares de EEUU, en porcentaje del PIB mundial.
Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; datos nacionales. Cuadro II.5

para financiar el desequilibrio externo de Estados Unidos se ha triplicado con creces desde 1997. En cambio, las economías de mercado emergentes se han convertido en oferentes netos de ahorro, siendo especialmente impresionante el cambio ocurrido en las economías emergentes de Asia. Tras la crisis de 1997–98, la balanza por cuenta corriente asiática aumentó más de un 5% del PIB en sólo dos años. En 2002, la región asiática (incluyendo Japón) cubrió, junto con Europa, dos tercios de la brecha de financiación de Estados Unidos. Sin embargo, la discordancia entre las balanzas por cuenta corriente mundiales impide conocer todas las fuentes de ahorro mundial. Esta discordancia casi había desaparecido en 1997, pero ha retornado desde entonces al nivel de casi 0,5% del PIB mundial registrado hace 10 años.

Los cambios en la oferta y el uso del ahorro, junto con la correspondiente dinámica de los desequilibrios de la cuenta corriente, son atribuibles a diversos factores. Las tasas de ahorro han tendido a disminuir durante los últimos años, debido en parte a la desaceleración general registrada desde el año 2000.

Los cambios más espectaculares se han observado en Japón. En los últimos 10 años, la tasa de ahorro nacional de Japón ha caído más de 7 puntos porcentuales, situándose en un 26,5%, siendo uno de los factores principales en la reducción de la tasa de ahorro mundial. Además, como la propensión de Japón al ahorro ha permanecido superior a la media mundial, el desplazamiento de la distribución de la renta mundial fuera de Japón ha reducido todavía más la tasa de ahorro mundial. Un importante aspecto de esta tendencia es que los acontecimientos ocurridos en Estados Unidos han afectado negativamente a la tasa de ahorro mundial. La reducción de la propensión de Estados Unidos al ahorro (especialmente en los dos últimos años) ha coincidido con un desplazamiento de la distribución de la renta en los países industrializados avanzados en favor de Estados Unidos. Aunque la evolución en Europa ha sido más o menos neutral, el desplazamiento de la distribución del PIB mundial en favor de las economías emergentes asiáticas de elevado ahorro ha contrarrestado en parte los efectos procedentes de Japón y Estados Unidos. América Latina ha experimentado cambios relativamente pequeños y continúa siendo una región de escaso ahorro.

Debido a los acontecimientos antes analizados, Estados Unidos ha aumentado su dependencia del ahorro mundial durante la década anterior. Las economías emergentes asiáticas se han convertido cada vez más en exportadoras de capital y actualmente contribuyen al ahorro mundial más que Japón.

Perspectivas a corto plazo

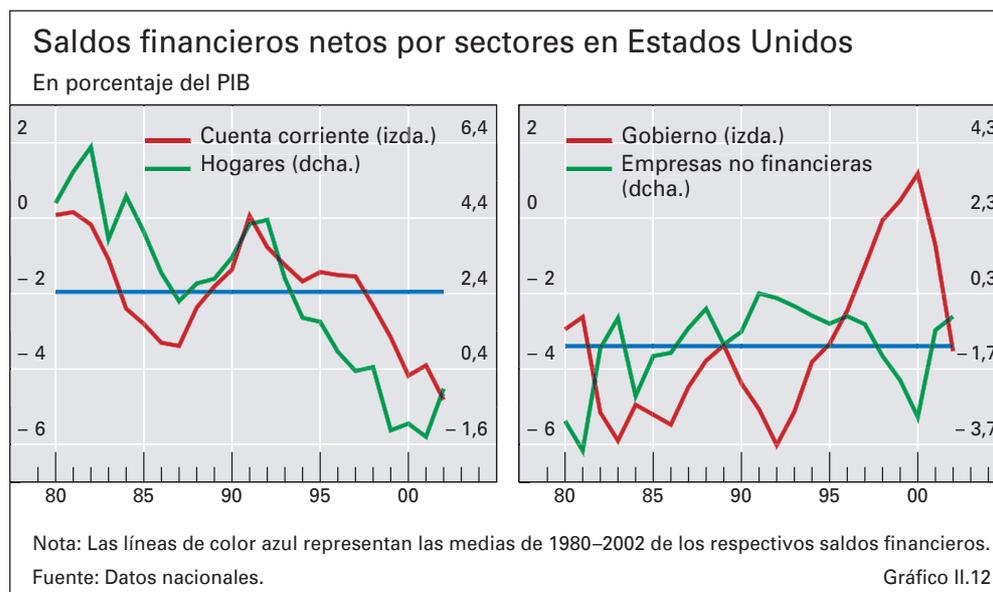
En el supuesto de que Estados Unidos continúe creciendo más deprisa que otros países industrializados en un futuro próximo, la mayoría de los expertos prevé actualmente un aumento aún mayor del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y un aumento paralelo de la deuda exterior neta. Por ello, cabe preguntarse sobre su sostenibilidad, así como sobre los ajustes externos y las variaciones de los tipos de cambio que podrían producirse consecuentemente (véase el Capítulo V). Tales acontecimientos vendrían

Significativa
disminución de la
tasa de ahorro
mundial ...

... con una caída
especialmente
pronunciada en
Japón ...

... pero con una
contribución
creciente de las
economías
emergentes de Asia

El aumento del
déficit por cuenta
corriente de EEUU
desde mediados
de los 90 ...



acompañados, por definición, de cambios en las contrapartidas internas del déficit por cuenta corriente.

Como se ha señalado anteriormente, en Estados Unidos tanto los hogares como las entidades no financieras han conseguido mejorar sus saldos financieros en los dos últimos años. En cambio, el resultado fiscal ha empeorado significativamente, de tal manera que el año pasado el déficit fiscal representó cerca de las tres cuartas partes del déficit externo. De hecho, recordando lo ocurrido durante algunos años de la década de los 80, cuando el déficit fiscal y el externo aumentaron paralelamente, algunos observadores han expresado su preocupación por la reaparición de un problema de "déficit gemelos" en Estados Unidos. Esto supondría que para reducir el déficit externo sería necesario mejorar el resultado fiscal.

La evolución de la tasa de ahorro de los hogares también es fundamental, ya que afecta tanto a la cuenta corriente como al resultado fiscal. Así quedó de relieve durante la segunda mitad de los años 80, cuando un aumento significativo del ahorro de los hogares provocó una reducción del déficit por cuenta corriente en Estados Unidos, mientras que el déficit fiscal estructural permaneció en general inalterado en niveles relativamente elevados. La idea de que el ahorro (o el consumo) de los hogares ha sido un factor importante en la evolución de la balanza por cuenta corriente en Estados Unidos queda incluso más patente en la década de los 90 (véase el Gráfico II.12). Entre 1991 y 2000, el saldo financiero de los hogares empeoró casi 5 puntos porcentuales del PIB. La balanza por cuenta corriente respondió pasando de un pequeño superávit a un déficit del 4% del PIB, mientras que el resultado fiscal pasó de un gran déficit (-5%) a un pequeño superávit (1%). Desde entonces, el saldo financiero de los hogares ha mejorado hasta cierto punto, pero permanece notablemente por debajo de su media a largo plazo, mientras que el déficit por cuenta corriente se ha incrementado aún más.

Una disminución de los déficit fiscales ayudaría a reducir el desequilibrio por cuenta corriente, pero parece improbable una reducción sustancial del

... se debe, en particular, a la disminución del ahorro de los hogares

déficit fiscal en Estados Unidos en el contexto de recientes reducciones y propuestas de reducción de los impuestos y de aumento del gasto público tanto en defensa como en seguridad nacional. Además, los déficits financieros de las entidades no financieras no están muy alejados de las medias de los últimos 20 años, lo cual, *prima facie*, parece que limitaría las posibilidades de que éste fuese el origen de un gran ajuste. En todo caso, una inversión empresarial mucho menor como clave para alcanzar un ajuste de la cuenta corriente parecería contraproducente en cuanto a las perspectivas de crecimiento futuro. Este análisis implica que, a más largo plazo, podría ser necesario un aumento de la tasa de ahorro de los hogares para que el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos se reduzca de forma sostenible.

En los últimos cinco años, los crecientes déficits por cuenta corriente de Estados Unidos casi han coincidido exactamente con el aumento de la discordancia entre las balanzas por cuenta corriente mundiales y la acumulación de superávit por cuenta corriente en las economías de mercado emergentes, especialmente en Asia. En cambio, en ese mismo periodo, las posiciones de la cuenta corriente de Japón y de la zona del euro no han variado significativamente. La posición externa de la zona del euro se ha mantenido casi equilibrada, aunque ha registrado un superávit por cuenta corriente algo mayor en 2002, ya que el ahorro neto del sector privado ha contrarrestado con creces el mayor déficit del sector público. En Japón, el superávit por cuenta corriente, considerablemente mayor que en la zona del euro, también se ha mantenido bastante estable desde mediados de los años 90. Esta estabilidad se ha debido a un marcado ajuste del sector empresarial, especialmente a una reducción de la inversión, contrarrestada por una considerable disminución de la tasa de ahorro de los hogares. El déficit público también aumentó sustancialmente en la década de los 90, y prácticamente se ha estabilizado en unos niveles muy altos en los últimos años.

Posiciones estables de la cuenta corriente en la zona del euro y Japón