

II. Evolución de las economías industrializadas avanzadas

Aspectos más destacados

A lo largo de 2003, los países industrializados avanzados experimentaron una recuperación del producto, gracias al significativo estímulo aportado por la política económica en Estados Unidos y a una mayor demanda en Japón. Al mismo tiempo, el crecimiento mantuvo su atonía en la zona del euro. Un elemento característico de la reciente expansión ha sido un desplazamiento del gasto desde los hogares hacia el sector empresarial. Asimismo, se han atemperado los riesgos de deflación.

Se prevé que la recuperación de la economía mundial cobre un mayor impulso durante el año en curso, al tiempo que se espera que la inflación permanezca reducida (véase el Cuadro II.1). Aun así, la sostenibilidad de la expansión se halla expuesta a un conjunto de riesgos. En primer lugar, el deterioro de la situación presupuestaria en varios países crea una creciente necesidad de restaurar unos marcos de política fiscal a medio plazo creíbles orientados a la reducción de los déficit presupuestarios. En segundo lugar, el endeudamiento de los hogares ha seguido aumentando, en contraste con la reciente mejora observada en los balances de las empresas. Por último, los desequilibrios de la balanza por cuenta corriente existentes a escala internacional se han ampliado y no resulta obvio de qué modo se llevará a cabo un ajuste en el futuro.

| Crecimiento e inflación | | | | | | | | | | |
|--|-----------|------|------|------|-------------------|---------------------------------|------|------|------|-------------------|
| Variación anual media, en porcentaje | | | | | | | | | | |
| | PIB real | | | | | Precios de consumo ¹ | | | | |
| | 1991–2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 ² | 1991–2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 ² |
| Países industrializados avanzados ³ | 2,6 | 1,0 | 1,5 | 2,1 | 3,2 | 2,3 | 2,1 | 1,5 | 1,8 | 1,6 |
| Estados Unidos | 3,3 | 0,5 | 2,2 | 3,1 | 4,6 | 2,8 | 2,8 | 1,6 | 2,3 | 2,2 |
| Zona del euro | 2,1 | 1,6 | 0,9 | 0,4 | 1,6 | 2,4 | 2,3 | 2,3 | 2,1 | 1,8 |
| Japón | 1,5 | 0,4 | -0,3 | 2,7 | 3,1 | 0,8 | -0,7 | -0,9 | -0,3 | -0,2 |
| Reino Unido | 2,4 | 2,1 | 1,6 | 2,2 | 3,1 | 2,7 | 1,2 | 1,3 | 1,4 | 1,5 |
| Canadá | 2,9 | 1,9 | 3,3 | 1,7 | 2,6 | 2,0 | 2,5 | 2,2 | 2,8 | 1,5 |
| Australia | 3,4 | 2,5 | 3,8 | 3,0 | 3,9 | 2,2 | 4,4 | 3,0 | 2,8 | 2,2 |
| Otros países ^{3, 4} | 2,1 | 1,5 | 1,5 | 0,7 | 2,4 | 2,1 | 2,2 | 1,8 | 1,7 | 0,9 |

¹ Para la zona del euro y el Reino Unido, índice armonizado. ² Previsiones de Consensus publicadas en mayo. ³ Media ponderada, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. ⁴ Dinamarca, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza.

Fuentes: Eurostat; © Consensus Economics; datos nacionales.

Cuadro II.1

Los supuestos sobre la evolución de la productividad desempeñan un papel crucial a la hora de determinar si estas cuestiones relativas al medio plazo constituyen un motivo de gran preocupación. A pesar de que las comparaciones entre países son imprecisas, la mejora de la productividad en Estados Unidos ofrece razones para mirar al futuro con optimismo.

La recuperación mundial en 2003

Repunte del crecimiento

La recuperación de los países industrializados iniciada en 2002 se afianzó durante el pasado año, especialmente en el segundo semestre. Este fortalecimiento resultó en cierto modo inesperado, en vista de la escasa profundidad de la desaceleración precedente, la corrección de la inversión tras el auge de finales de los 90 y la elevada aversión al riesgo existente a comienzos de 2003 en un contexto caracterizado por tensiones geopolíticas y escándalos de gran calado relacionados con el gobierno corporativo.

La recuperación se extendió por gran parte de las principales economías mediante una intensa aceleración del comercio internacional. Como no podía ser de otro modo, de Estados Unidos emanó un sustancial impulso, afianzándose allí la recuperación en mayor grado, pero la demanda mundial también se vio favorecida por el auge de la economía en los países asiáticos emergentes. Conforme se analiza en el Capítulo III, el rápido desarrollo en esta región ha sido una característica básica de los últimos años, dando lugar aproximadamente a la mitad del crecimiento del producto mundial en 2003 (véase el Cuadro II.2).

La recuperación cobró impulso

Dos pilares del crecimiento mundial

| Contribuciones al crecimiento mundial | | | | | |
|---|--------------------|------|------|------|-------------------|
| En puntos porcentuales | | | | | |
| | Media 1991–2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 ¹ |
| Países industrializados avanzados | 1,5 | 0,6 | 0,8 | 1,1 | 1,7 |
| de los cuales: <i>Demanda de hogares</i> ² | 1,0 | 0,8 | 0,7 | 0,8 | 1,0 |
| <i>Demanda de empresas</i> ³ | 0,3 | -0,5 | -0,2 | 0,2 | 0,6 |
| <i>Demanda sector público</i> ⁴ | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,2 |
| de los cuales: Estados Unidos | 0,8 | 0,1 | 0,5 | 0,7 | 1,0 |
| Zona del euro | 0,4 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,3 |
| Japón | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,2 |
| Países emergentes asiáticos ⁵ | 1,6 | 1,3 | 1,6 | 1,9 | 1,9 |
| de los cuales: China e India | 1,2 | 1,0 | 1,2 | 1,5 | 1,5 |
| Resto del mundo | 0,2 | 0,5 | 0,6 | 0,9 | 1,0 |
| Crecimiento mundial ⁶ | 3,3 | 2,4 | 3,0 | 3,9 | 4,6 |

¹ Sobre la base de las previsiones del FMI y la OCDE. ² Gasto de consumo privado final más formación bruta de capital fijo privado residencial. ³ Formación bruta de capital privado no residencial. ⁴ Gasto de consumo público final más formación bruta de capital fijo público. ⁵ Asia, excluido Japón. ⁶ En porcentaje.

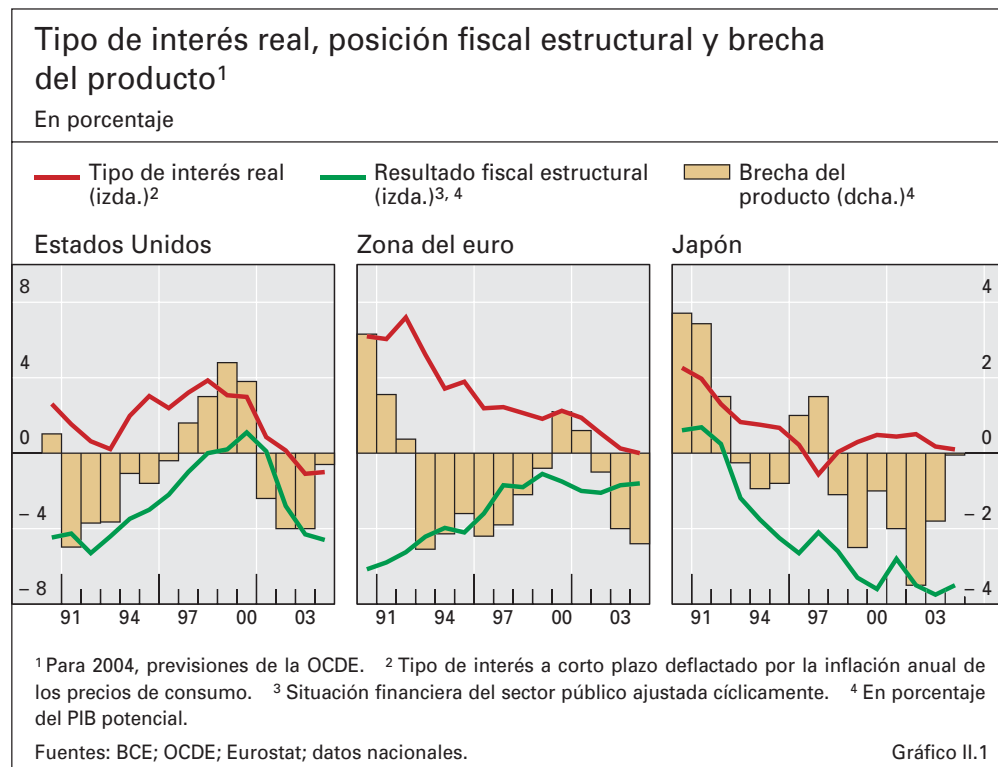
Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE; datos nacionales. Cuadro II.2

El papel de China

Este nuevo patrón de crecimiento mundial tiene diversas implicaciones. Por un lado, el mayor crecimiento observado en las exportaciones de las economías emergentes de Asia ha hecho que se centre la atención en sus posibles efectos negativos en los países industrializados, ya que se sumará a la presión que ya soportan los trabajadores menos cualificados y que se deriva de los efectos de los avances tecnológicos. Por otra parte, en fechas más recientes, la demanda interna ha cobrado un impulso sustancial en varios países asiáticos y ha quedado claro que Asia también genera una creciente demanda de exportaciones procedentes de los países industrializados. China se ha convertido en uno de los principales importadores mundiales y el superávit comercial con Estados Unidos y la Unión Europea se ha redistribuido a favor de sus vecinos asiáticos, incluido Japón. Además, la creciente división del trabajo a escala mundial en los sectores de manufacturas y de servicios debería conllevar una mejora de la eficiencia y un aumento de los niveles de vida. En concreto, todos los consumidores se beneficiarán del abaratamiento de los bienes manufacturados y de los servicios, a medida que los elevados incrementos de la productividad en Asia se trasladen a los precios de sus exportaciones.

La política económica fue importante para la recuperación mundial

Las políticas expansivas han animado la demanda en las economías avanzadas a lo largo de 2003. Los déficit presupuestarios ajustados cíclicamente aumentaron, dado que el creciente gasto público y las rebajas impositivas continuaron estimulando el crecimiento del PIB (véase el Gráfico II.1). La principal excepción se observó en la zona del euro, ya que pese al aumento del déficit fiscal en un contexto de débil crecimiento, se redujo el déficit estructural. Las condiciones financieras fueron también favorables en un entorno caracterizado por la continuidad



de un reducido nivel de los tipos de interés oficiales y de los rendimientos de la deuda a largo plazo. Los tipos de interés reales, próximos ya a mínimos históricos o incluso por debajo de ellos, disminuyeron de nuevo. Los diferenciales de la renta fija corporativa se estrecharon y los precios de las acciones subieron en los principales mercados, impulsados por el cariz positivo de los datos económicos y de los beneficios empresariales, así como por una búsqueda generalizada del rendimiento (véanse los Capítulos IV y VI).

Pese a la intensificación de los vínculos internacionales, el crecimiento fue desigual. Hubo una fuerte recuperación del producto en Estados Unidos, donde la orientación de las políticas económicas fue particularmente expansiva. También fue notable la recuperación registrada en Japón, con una tasa de crecimiento por encima de la potencial y una rápida reducción de la brecha del producto. Pese a que la recuperación de Japón obedeció en gran medida a la fuerza de la demanda exterior, parece tener tintes más prometedores que en ocasiones anteriores ya que, por vez primera desde el estallido de la burbuja de los precios de los activos a comienzos de la década de los 90, la demanda interna ha aumentado sin necesidad de un estímulo fiscal significativo. La zona del euro supuso la mayor decepción, puesto que la demanda interna se mantuvo débil y la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB pasó a ser muy negativa. Como resultado, el producto apenas creció para el conjunto de la zona del euro durante 2003, retrocediendo incluso en Alemania y en los Países Bajos. Suiza también experimentó una recesión. Canadá hubo de hacer frente a un intenso deterioro de la demanda exterior neta en términos reales, dado que la apreciación de su moneda contrarrestó con creces los efectos del vigoroso crecimiento en Estados Unidos. No obstante, las importantes ganancias obtenidas en la relación real de intercambio sostuvieron la demanda interna, pese a la aparición de importantes perturbaciones negativas de carácter idiosincrásico. Australia, por su parte, continuó creciendo a un ritmo veloz.

Resultados económicos desiguales en los principales países industrializados

Cambios en la composición del crecimiento

Un rasgo destacado del periodo analizado ha sido el desplazamiento gradual del crecimiento de la demanda desde el gasto de los hogares hacia el gasto empresarial. El crecimiento del consumo privado, que había sido el soporte principal de la demanda en 2002, se desaceleró ligeramente en Estados Unidos y mantuvo su debilidad en la zona del euro. Asimismo, la inversión en vivienda no logró cobrar mucho más brío, pese a verse incentivada por unas condiciones de financiación favorables. El mayor crecimiento observado obedeció básicamente a un aumento del gasto empresarial, acompañado de un incremento de la inversión muy esperado y de la continua contribución positiva de la reposición de existencias.

El origen del crecimiento ha comenzado a trasladarse desde el gasto de los hogares hacia el gasto empresarial

El consumo privado se mantuvo relativamente fuerte, a pesar de la sorprendente vitalidad mostrada durante la desaceleración previa. El gasto se vio impulsado por la persistencia de una inflación bastante moderada, con los hogares como principales beneficiarios de unas políticas fiscales de tono

Fortaleza del consumo ...

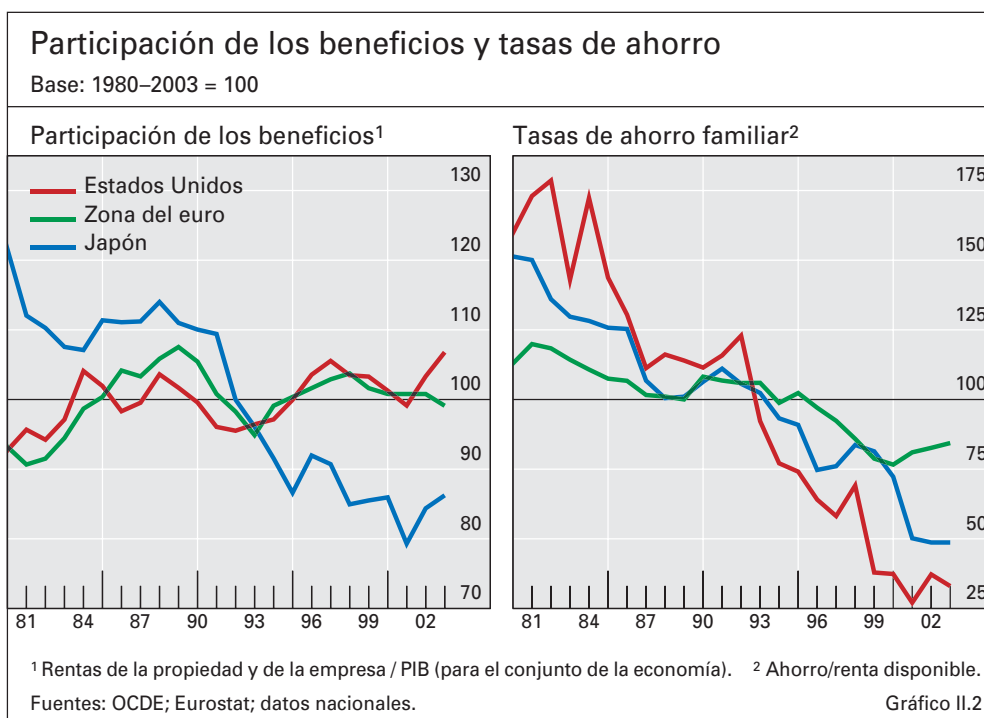
expansivo. Los efectos riqueza positivos, derivados de la recuperación de los mercados bursátiles y del continuo aumento de los precios de la vivienda, también proporcionaron un impulso adicional. La relación media entre la riqueza neta y la renta disponible de los hogares, que había descendido entre 1999 y 2002, se recuperó durante 2003 en los principales países de la OCDE, situándose por encima de su promedio de la década de los 90. Los reducidos tipos de interés del endeudamiento impulsaron de forma directa la demanda de bienes de consumo duradero y, junto a los precios más altos de las viviendas, incentivaron la refinanciación de las hipotecas de los hogares, así como la obtención de préstamos garantizados por el valor neto de sus viviendas. Los hogares que redujeron sus pagos por intereses tras la refinanciación vieron aumentar su poder adquisitivo. Los que aumentaron su endeudamiento hipotecario obtuvieron recursos adicionales con los cuales financiar no sólo gastos de consumo, sino también la amortización de préstamos más onerosos y la inversión en otros activos. En 2003, la obtención de préstamos garantizados por el valor neto de la vivienda —definido como la diferencia entre el valor de mercado de la vivienda y la deuda hipotecaria neta— creció hasta un 3,5% de la renta familiar disponible en Estados Unidos y hasta un 7% en el Reino Unido.

... pero sin acelerarse, dada la debilidad de los mercados de trabajo ...

Pese a todo, las debilidades existentes en los mercados de trabajo retrajeron hasta cierto punto el consumo privado. Merced en buena medida a la caída de las tasas de actividad, especialmente en Japón y Estados Unidos, el aumento del desempleo tan sólo fue moderado. En términos agregados, prácticamente no hubo creación de empleo neto en la zona de la OCDE durante los tres últimos años. Pese a una intensa recuperación de la demanda, el empleo siguió cayendo en Japón y sólo creció levemente en Estados Unidos. Los resultados cosechados en Japón son atribuibles a un continuo proceso de reestructuración, mientras que la explicación de la escasa creación de empleo en Estados Unidos, muy distinta de la observada en ciclos precedentes, resulta más compleja. Las cifras de empleo se mantuvieron prácticamente estables en la zona del euro, cayendo en Alemania. Aun así, siguió aumentando la intensidad del factor trabajo en el crecimiento del PIB de la zona del euro, suavizando la situación del mercado laboral, aunque limitando también los incrementos de la productividad aparente del trabajo.

... y la moderación salarial

Los desfavorables efectos de la debilidad del empleo sobre las rentas de los hogares se vieron acentuados por la atonía observada en la evolución de los salarios. Pese al mayor crecimiento de la productividad en términos agregados registrado en los últimos años, la remuneración real por ocupado en el conjunto de la OCDE creció sólo de forma moderada, lo que implica que la participación relativa de los salarios en el sector empleo se redujo en el sector empresarial. Esta situación se hizo patente durante el pasado año en Estados Unidos, donde unas menores tasas de crecimiento de las rentas parecen haber anulado parcialmente el aumento de los ingresos de los componentes no salariales. En Japón, las rentas apenas crecieron en 2003, pero al menos se interrumpió su trayectoria descendente. La principal excepción a la tendencia general la constituyó la zona del euro, donde



la remuneración real por empleado se aceleró en el sector empresarial pese a la situación cíclica de debilidad y al reducido crecimiento de la productividad.

La inversión empresarial se recuperó gradualmente durante el segundo semestre de 2003 en un entorno caracterizado por perspectivas de demanda más positivas, condiciones de financiación favorables y una creciente participación de los beneficios agregados en los países industrializados (véase el Gráfico II.2). Asimismo, los recortes impositivos transitorios podrían haber acelerado algunos planes de inversión en Estados Unidos. Otro factor impulsor del gasto empresarial ha sido la creciente importancia de los equipos informáticos, que ha dado lugar a un notable incremento de la tasa de obsolescencia del *stock* de capital. Por ejemplo, en Estados Unidos, la inversión bruta necesaria para el mero mantenimiento de la relación entre el capital y el PIB empresarial casi se ha duplicado desde finales de la década de los 80. Por otra parte, la inversión creció de forma especialmente intensa en Japón y Australia, afianzándose de manera progresiva en la zona del euro durante el transcurso del año.

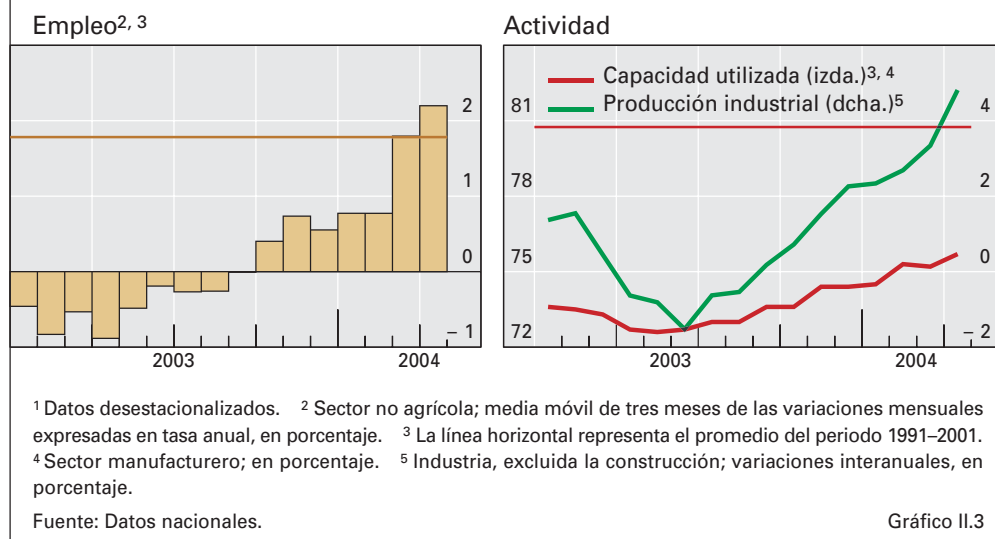
El gasto empresarial comenzó a recuperarse

Perspectivas a corto plazo

La opinión de consenso anticipa una mayor consolidación a corto plazo de la recuperación, con una previsión de crecimiento mundial del 4,5% durante el presente año. Los datos más recientes de producción industrial y utilización de la capacidad en Estados Unidos sugieren que aunque la economía ya ha absorbido buena parte de la capacidad ociosa, el actual *stock* de capital todavía permite una expansión no inflacionaria (véase el Gráfico II.3). Japón también ha inaugurado 2004 con un gran ímpetu, de modo que parece probable que este año el crecimiento del producto sea

La opinión de consenso anticipa una mayor expansión ...

Indicadores de capacidad ociosa en EEUU¹



superior a la mayoría de las estimaciones sobre el crecimiento potencial. Por el contrario, las condiciones para una recuperación significativa de la demanda interna aún no se dan en la zona del euro, de modo que se prevé la continuidad de una evolución rezagada con respecto a la recuperación mundial.

... pero continúan las incertidumbres acerca de la evolución del sector exterior ...

Pese a estas perspectivas fundamentalmente favorables, siguen existiendo algunas incertidumbres. En la zona del euro, la apreciación de la moneda única a partir de 2002 ha deteriorado las perspectivas exportadoras netas, algo similar a lo ocurrido más recientemente en Japón. El encarecimiento de los productos básicos (especialmente el petróleo) podría reducir asimismo las rentas reales en los países industrializados, aunque los efectos negativos derivados de la evolución de la relación real de intercambio se han visto parcialmente atenuados en los países cuyas monedas se han apreciado frente al dólar de Estados Unidos.

... los estímulos de la política económica ...

Por lo que se refiere a la política económica, se prevé que su función de estímulo de la demanda desaparezca con el paso del tiempo, ya que los planes presupuestarios indican una cierta estabilización del déficit estructural a nivel de la OCDE. Además, los tipos de interés a largo plazo han aumentado significativamente desde marzo de 2004 y se han afianzado las expectativas de los mercados financieros sobre un aumento de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos.

... las decisiones de inversión ...

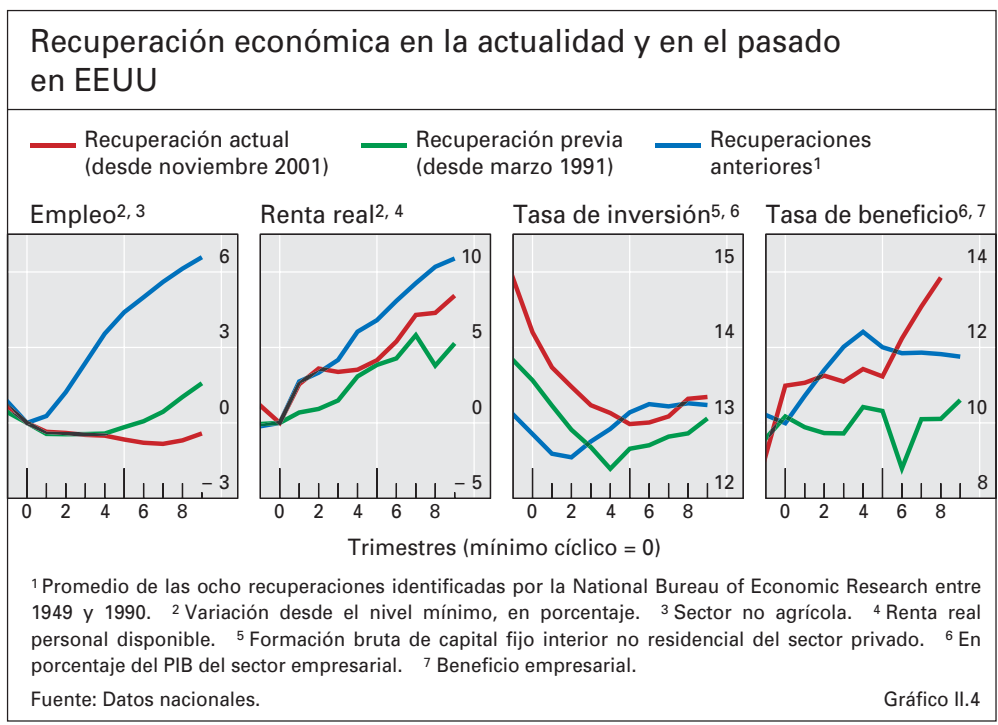
En Estados Unidos, se prevé una recuperación adicional del gasto empresarial. No obstante, la correspondencia entre beneficios e inversión ha sido débil en los últimos años y se antoja complicada una medición precisa de la capacidad ociosa en la actualidad. En Japón, las perspectivas podrían ser menos favorables. La tasa de inversión sobre el PIB continúa siendo elevada en comparación con la de otros países y los niveles de *stock* de capital han seguido creciendo a un ritmo estable. En cuanto a la zona del euro, las

perspectivas se presentan dispares, ya que, si bien las actuales tasas de inversión parecen moderadas, la productividad del capital y los beneficios han venido mostrándose débiles.

Dados los escasos síntomas de recuperación de los mercados de trabajo, cabe preguntarse si las elevadas tasas de crecimiento de la productividad podrían ser motivo de preocupación. En este sentido, la atención se ha centrado en la “recuperación sin empleo” registrada en Estados Unidos, donde no ha sido sino recientemente cuando el empleo ha comenzado a recuperarse (véase el Gráfico II.4). Por una parte, la confianza podría verse dañada ante las previsiones en principio poco halagüeñas para las rentas salariales futuras y las empresas podrían retener beneficios al objeto de reducir su endeudamiento. Por la otra, la recuperación del producto, impulsada por la productividad, se ha reflejado en unas rentas reales más elevadas que deberían estimular progresivamente el gasto, con independencia de la distribución inicial de esos incrementos de renta. Por ejemplo, la reciente debilidad de las rentas nominales de los asalariados podría, a la larga, rebajar los precios de consumo y aumentar el poder adquisitivo. Otra posibilidad sería que un menor crecimiento de los salarios quedara compensado hasta cierto punto por un aumento de los dividendos, ya que los hogares son los propietarios últimos de las empresas. De hecho, las rentas no salariales de las familias estadounidenses han crecido sustancialmente en los últimos tiempos, especialmente las rentas de los empresarios autónomos y las rentas personales procedentes de dividendos. Por último, un aumento de los beneficios debería facilitar incrementos de las cotizaciones bursátiles, lo que podría generar efectos riqueza positivos en el gasto.

... y las perspectivas de empleo

Se plantean diversas cuestiones con respecto a la sostenibilidad de la actual recuperación más allá de un corto plazo. Una de ellas radica en si las



Cuestiones relativas a la sostenibilidad de la recuperación

políticas expansionistas fiscal y monetaria podrían, en cierta medida, llevar a presiones inflacionarias. Otra cuestión consiste en saber si los balances se encuentran suficientemente saneados para sustentar el gasto, dados los elevados niveles de endeudamiento actuales de los sectores tanto público como privado. Una tercera cuestión se refiere a la sostenibilidad de una situación como la actual, caracterizada por importantes desequilibrios externos. Un factor crucial que afecta al estudio todas estas cuestiones es el ritmo de crecimiento de la productividad que se espera que alcancen los países industrializados a largo plazo.

Las perspectivas de productividad

Niveles de productividad

La productividad es una variable fundamental

Resulta difícil sobrestimar la importancia macroeconómica de la tendencia que sigue la productividad del trabajo, esto es, la cantidad de producto obtenida por unidad de factor trabajo. Esta tendencia desempeña un papel fundamental en la determinación de los niveles de vida de un país y, dado que influye en las expectativas de beneficios empresariales —y como tal, en los precios de las acciones—, también resulta de gran trascendencia para los mercados financieros. Para las autoridades económicas, las estimaciones del crecimiento de la productividad y, por ende, las del producto potencial resultan fundamentales para evaluar las presiones inflacionistas (lo que repercute a su vez en los tipos de interés) y también para evaluar el tono de la política fiscal y la sostenibilidad de las posiciones presupuestarias. Por lo que hace al ámbito internacional, las diferencias en las tasas de crecimiento de la productividad de los distintos países condicionan sus resultados económicos relativos, aunque también contribuyen otros factores estructurales importantes como el dinamismo de la población activa. A su vez, las repercusiones que tienen para los rendimientos esperados relativos estas divergencias en el crecimiento de la productividad resultan un potente catalizador de los flujos internacionales de capital. Asimismo, las perspectivas de crecimiento mundial dependen del grado en que los elevados niveles o los incrementos de productividad obtenidos en algunos países puedan replicarse en otras economías.

Elevados niveles de productividad en Estados Unidos

El primer aspecto a destacar son las grandes diferencias existentes en el PIB per capita (ajustado por el PPA, véase el Cuadro II.3). Estados Unidos encabeza la lista, con una ventaja cercana a un 30% sobre el resto de las principales economías industrializadas. Comparada con esta medida, la zona del euro se encuentra mejor situada en términos de producto por trabajador, debido básicamente a sus tasas de ocupación inferiores, que son reflejo de las decisiones de la sociedad (por ejemplo, jubilaciones anticipadas), pero también de un desempleo estructural más elevado. Cuando se contabiliza el producto por hora trabajada, la desventaja de la zona del euro se reduce, al situarse aproximadamente un 10% por debajo de la registrada en Estados Unidos, dado que los ocupados de la zona del euro dedican menos tiempo al trabajo. En otras palabras, la zona

| Niveles de productividad ¹ | | | | | | |
|---------------------------------------|----------------|------|---------------------------|------|--------------------|------|
| Estados Unidos = 100 | | | | | | |
| | PIB per capita | | Productividad del trabajo | | | |
| | 1995 | 2003 | por persona ocupada | | por hora trabajada | |
| | | | 1995 | 2003 | 1995 | 2003 |
| Zona del euro | 69 | 70 | 86 | 84 | 90 | 88 |
| de los cuales: Alemania | 74 | 71 | 82 | 79 | 92 | 90 |
| Francia | 72 | 75 | 95 | 96 | 101 | 106 |
| Italia | 72 | 71 | 95 | 87 | 98 | 88 |
| España | 54 | 63 | 80 | 80 | 74 | 72 |
| Irlanda | 62 | 87 | 88 | 99 | 81 | 97 |
| Japón | 81 | 74 | 78 | 74 | 70 | 67 |
| Reino Unido | 69 | 79 | 74 | 81 | 72 | 77 |
| Canadá | 80 | 87 | 91 | 92 | 87 | 84 |
| Suecia | 73 | 75 | 80 | 80 | 84 | 84 |

¹ Para el conjunto de la economía. Cálculos elaborados utilizando patrones de paridad del poder adquisitivo (PPA).
Fuentes: Eurostat. Cuadro II.3

del euro se encuentra rezagada con respecto a Estados Unidos en términos de producto per capita debido, en parte, a que sus ciudadanos son ligeramente menos productivos, pero principalmente como consecuencia de sus rigideces estructurales y de su mayor consumo de ocio. La situación relativa de Japón es aún menos favorable en términos de productividad laboral.

Crecimiento de la productividad

Durante la mayor parte del periodo de posguerra, los niveles de productividad en Europa y Japón crecieron a un ritmo estable, aproximándose al nivel existente en Estados Unidos. Sin embargo, este proceso de convergencia pareció interrumpirse a comienzos de la década de los 90, pudiendo incluso haberse invertido posteriormente. Estas diferencias se han hecho especialmente patentes desde la última desaceleración, ya que la productividad ha crecido de forma notable en Estados Unidos durante los años 2002 y 2003.

Cabría preguntarse si resulta evidente esta aparente reversión de las tendencias previas o, si por el contrario, no es más que el mero reflejo de divergencias cíclicas y/o de errores de medición. Dado que el factor trabajo se ajusta con retraso a las variaciones del producto, la productividad del trabajo se mueve de manera procíclica. Por ejemplo, las empresas que han atesorado este factor durante una recesión pueden elevar su producción en cuanto la demanda crece sin que aumente considerablemente el empleo registrado; así pues, el crecimiento de la productividad se acelera durante la fase alcista del ciclo. La evidencia empírica sugiere que la situación cíclica está relacionada positivamente con la productividad en casi todos los países industrializados. Puesto que Estados Unidos ha experimentado la mayor tasa de crecimiento del producto de los últimos tiempos, esa relación

Los resultados en EEUU han mejorado recientemente en términos relativos

Tradicionalmente, los incrementos de productividad han mostrado una significativa tendencia cíclica

La comparación entre variaciones y niveles de la productividad es imprecisa ...

positiva podría haber reforzado el “componente cíclico” de los incrementos de productividad estadounidenses en relación con otros países.

En lo que a los errores de medida concierne, la mayoría de las comparaciones entre países se han centrado en las variaciones de la productividad, ya que las mediciones de los niveles de esta variable son sensiblemente imprecisas. Sin embargo, el cálculo de las variaciones de productividad no está exento de problemas. Las diferencias en los métodos que utilizan algunos sectores para calcular el valor añadido pueden influir en la participación de éstos en el PIB y, por tanto, en su contribución al crecimiento del producto. Un ejemplo de estas dificultades lo ilustra el hecho de que el comercio minorista y mayorista, sectores en los que la medición del valor añadido podría ser más problemática, han contribuido de forma destacada a la aceleración del crecimiento de la productividad en Estados Unidos durante los últimos años. Por otra parte, el cálculo del crecimiento del producto parece diferir sustancialmente entre los distintos países. Un problema muy conocido a este respecto estriba en la utilización de índices de precios hedónicos, que permiten captar con mayor perfección las mejoras de calidad de los bienes, básicamente de los productos informáticos, aunque no de forma exclusiva. Otro aspecto es la medición del gasto en software. En Estados Unidos, estos gastos se han contabilizado como inversión (contribuyendo positivamente al crecimiento del PIB, al contrario que los gastos de consumo de bienes intermedios) a una escala muy superior a la del resto de los principales países industrializados. Una tercera cuestión relativa a los problemas de medición radica en el uso de índices enlazados (en lugar de índices fijos) a la hora de deflactar las tasas de crecimiento nominales. Diversos cálculos señalan que el crecimiento medido del PIB conforme se computa en Europa podría ser casi medio punto porcentual más elevado al año si sus métodos estadísticos fueran más parecidos a los utilizados en Estados Unidos. Por último, la medición del crecimiento del empleo se encuentra rodeada de bastante incertidumbre, lo que podría dejarse sentir en el cómputo de los aumentos de la productividad del trabajo en aproximadamente otro medio punto porcentual anual en algunos países, con arreglo a diversas estimaciones.

... mientras que las variaciones de los incrementos de productividad deberían ser más comparables

Si los cálculos estadísticos se realizan de modo consistente a lo largo del tiempo, las distorsiones más graves en la estimación del crecimiento, tanto del producto como del empleo, tienden a desaparecer. Esto significa que los cálculos de las variaciones de las tasas de crecimiento de la productividad deberían ser más comparables. Aun así, las divergencias podrían ampliarse con el tiempo, aunque su contribución a la variación de los diferenciales computados de las tasas anuales de crecimiento de la productividad entre los principales países industrializados parece haber sido inferior a medio punto porcentual en las últimas décadas.

Medidas de la productividad en el sector empresarial

Si las comparaciones se limitan al sector empresarial, pueden soslayarse las especiales dificultades que entraña la medición del producto en el sector público. Aun así, una tendencia generalizada a largo plazo en el mundo

industrializado ha sido el descenso, en promedio, de los incrementos de la productividad del trabajo a partir de la década de los 60. La mayoría de los países ha compartido esta desaceleración, aunque con pautas muy diversas (véase el Cuadro II.4). Las tendencias de aumento de la productividad del trabajo han experimentado una desaceleración continua en algunas economías (por ejemplo, en Bélgica y España); en otras (como Alemania, Italia y Japón), esta desaceleración ha sido más desigual, ya que la productividad se aceleró en los años 80, pero sólo de manera transitoria. En un tercer grupo de economías (Canadá, Francia y los países nórdicos), las tendencias al alza del producto por hora trabajada se atenuaron notablemente tras los años 60, pero han comenzado a recuperarse de nuevo en años más recientes. Caso único es el de Estados Unidos, donde el producto por hora trabajada se ha acelerado y parece estar creciendo en la actualidad al mismo ritmo que antes de la década de los 70.

Las tendencias de aumento de la productividad laboral en el sector empresarial variaron entre los países de la OCDE

Estas trayectorias divergentes podrían ser reflejo de pautas diversas de acumulación del capital (intensificación del uso del factor capital), así como de distintos ritmos de progreso tecnológico (medido por la tasa de crecimiento de la productividad total de los factores, PTF). Dejando al margen las

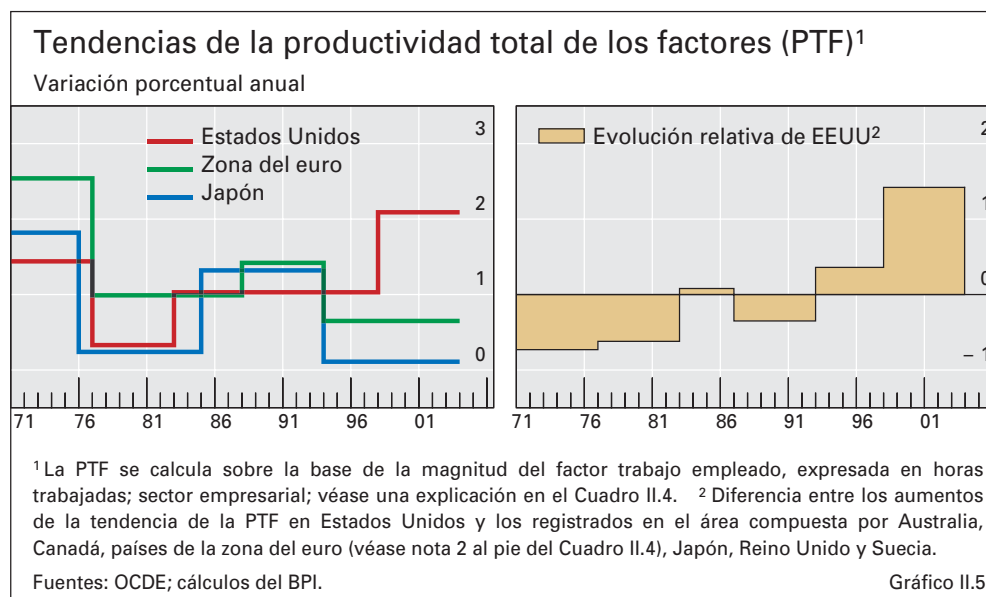
| Aumentos de productividad ¹ | | | | | | | | |
|--|---------------------------|-----------------|------------------|-----------------|-------------------------------------|-----------------|------------------|-----------------|
| | Productividad del trabajo | | | | Productividad total de los factores | | | |
| | Tendencia previa | | Tendencia actual | | Tendencia previa | | Tendencia actual | |
| | Año inicial | Tendencia media | Año inicial | Tendencia media | Año inicial | Tendencia media | Año inicial | Tendencia media |
| Estados Unidos | 1974 | 1,2 | 1998 | 2,8 | 1983 | 1,0 | 1998 | 2,1 |
| Zona del euro ² | 1979 | 2,6 | 1996 | 1,5 | 1988 | 1,4 | 1994 | 0,7 |
| Alemania | 1989 | 3,5 | 1995 | 1,6 | 1988 | 2,4 | 1994 | 1,0 |
| Francia | 1993 | 1,7 | 2001 | 2,8 | 1992 | 0,4 | 1998 | 1,2 |
| Italia | 1991 | 2,8 | 1997 | 0,8 | 1990 | 0,9 | 1997 | -0,2 |
| España | 1986 | 2,0 | 1996 | 0,7 | 1982 | 2,2 | 1988 | 0,2 |
| Países Bajos | 1983 | 3,6 | 1993 | 1,5 | 1993 | 1,2 | 2000 | 0,4 |
| Bélgica | 1976 | 4,0 | 1982 | 2,1 | 1976 | 1,8 | 1982 | 0,9 |
| Finlandia | 1989 | 4,4 | 1995 | 3,0 | 1993 | 3,7 | 2001 | 1,8 |
| Irlanda | 1978 | 3,5 | 1988 | 4,8 | 1995 | 5,4 | 2001 | 2,7 |
| Japón | 1986 | 4,0 | 1994 | 2,0 | 1985 | 1,3 | 1994 | 0,1 |
| Reino Unido | 1985 | 0,8 | 1991 | 2,0 | 1970 | 2,1 | 1984 | 1,0 |
| Canadá | 1973 | 1,2 | 1998 | 1,8 | 1974 | 0,6 | 1996 | 1,6 |
| Australia | 1991 | 2,3 | 2002 | 0,3 | 1992 | 1,9 | 2000 | 0,4 |
| Suecia | 1976 | 1,7 | 1991 | 2,3 | 1976 | 0,7 | 1992 | 1,6 |
| Noruega | 1980 | 1,9 | 1989 | 2,9 | 1990 | 2,9 | 1996 | 2,1 |
| Conjunto de países | 1971 | 3,5 | 1977 | 2,0 | 1993 | 0,9 | 1999 | 1,4 |

Nota: Las tendencias de la productividad del trabajo y de la productividad total de los factores se calculan mediante regresiones de sus logaritmos con respecto a las tendencias temporales T^i (dado que se permiten l rupturas de tendencia en la especificación en caso de resultar significativas a un nivel de confianza del 95%) y a la variable CY , un indicador de la situación en el ciclo económico (utilización de la capacidad en la industria, normalizada). Por ejemplo, en el caso de la PTF , se tiene $\log TFP = \sum_{i=1}^{l+1} \alpha^i T^i + \beta + \gamma CY + U$, donde α , β y γ son los parámetros y U es el residuo de la estimación.

¹ Sector empresarial; los aumentos de productividad se calculan sobre la base de la magnitud del factor trabajo empleado, en términos de horas trabajadas. ² Media ponderada de Alemania, Bélgica, España, Francia, Italia y los Países Bajos basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000.

Fuentes: OCDE; cálculos del BPI.

Cuadro II.4



Divergencias en las pautas de progreso tecnológico y de acumulación de capital

influencias del ciclo económico, las tendencias de aumento de la PTF difieren considerablemente. En un primer grupo de países (Canadá, Estados Unidos, Francia y Suecia) se ha observado una clara mejora, destacando el aumento registrado en Estados Unidos, donde la PTF se aceleró en los años 80 y de nuevo en los 90, estimándose actualmente su crecimiento en un 2% al año (véase el Gráfico II.5). Un segundo grupo incluye un gran número de países de la zona del euro, Japón y el Reino Unido, en los que se ha experimentado un acusado descenso en la tendencia de la PTF. De hecho, la PTF parece ser constante o incluso decreciente en Japón e Italia, puesto que el crecimiento del producto es básicamente atribuible a una mayor utilización del factor trabajo y a una intensificación del uso del factor capital.

Destacan los resultados de Estados Unidos

En suma, el nivel de la productividad laboral en Estados Unidos es el más elevado de los principales países industrializados y su ritmo de crecimiento ha sido el más rápido en el pasado reciente. Dicha evolución no ha sido mero reflejo de una acumulación de capital más intensa, sino que ha venido asociada a una tasa de progreso tecnológico más alta, que se mantuvo durante la última recesión. Quizá más importante sea el hecho de que Estados Unidos haya experimentado un avance en términos relativos, ya que la PTF se ha acelerado en este país al tiempo que se desaceleraba en el grueso de las restantes economías.

Perspectivas de futuro

El papel de la inversión en TI ...

Resulta complejo evaluar si la creciente brecha entre la PTF en Estados Unidos y en otros países se reducirá en el futuro. Es obvio, sin embargo, que la continua mejora de la productividad estadounidense registrada desde los años 80 no es sólo el resultado de una utilización más intensa de equipos de tecnología informática (TI). El uso de TI también se ha difundido por otros países sin que se haya podido evitar una pronunciada desaceleración de la PTF. En contraste, buena parte de la aceleración de la tendencia de la PTF en Estados Unidos podría muy bien derivarse del proceso previo de

... y de la reforma estructural en los crecientes niveles de productividad

desregulación de los mercados de bienes y servicios. La mayor competencia resultante podría haber fomentado la innovación, al generar fuertes incentivos para la reducción de los costes de producción y distribución. De hecho, Estados Unidos ha sido testigo de la aparición de grandes empresas productoras en el sector de TI, que se caracteriza por una competencia feroz así como por una tasa de progreso tecnológico muy elevada. También se han registrado notables aumentos de la productividad en el comercio mayorista y minorista, donde la competencia ha sido una vez más intensa. Asimismo, el mercado de trabajo estadounidense ha contribuido favorablemente a esta evolución, como demuestra el continuo descenso del desempleo estructural desde los años 70 y la facilidad con que los trabajadores se desplazan desde los sectores en declive a los sectores en auge. En resumen, la introducción de reformas estructurales podría ser un requisito ineludible para la creación de incentivos de mercado más fuertes y la replicación del proceso de innovación estadounidense.

Con todo, no se sabe con certeza si se mantendrán los recientes patrones de crecimiento de la productividad ni si los países industrializados serán capaces de lograr tasas de crecimiento potencial más fuertes en el futuro. Por una parte, la reciente mejora en los aumentos de productividad en Estados Unidos puede que no dure eternamente. Concretamente, la disposición de las empresas a reducir costes y los efectos progresivos de las fuertes inversiones previas en equipos de TI podrían haber elevado el nivel de productividad y con ello su ritmo de crecimiento registrado durante algún tiempo. Sin embargo, estos efectos podrían desaparecer a la larga. Por otra parte, la tendencia a un aumento de la demanda de mano de obra menos cualificada, como consecuencia de las reformas estructurales aplicadas en las dos últimas décadas, también podría haber limitado de forma significativa la magnitud estimada de los incrementos totales de productividad en Estados Unidos y en algunos países europeos (por ejemplo, Irlanda, los Países Bajos y el Reino Unido). Una consecuencia positiva es que el desempleo estructural se ha reducido en la actualidad hasta niveles inferiores. En cualquier momento, estos efectos transitorios podrían empezar a disiparse, lo que posiblemente revele un crecimiento subyacente de la productividad más elevado en los años venideros. Pese a todo, las reflexiones aquí recogidas sugieren que la tendencia de las tasas de crecimiento del PIB varía considerablemente entre las economías de los principales países industrializados. Según diversas estimaciones, el crecimiento potencial podría cifrarse en casi un 3,5% anual en Estados Unidos, comparado con aproximadamente un 2,5% en el Reino Unido, un 2% en la zona del euro y un 1,5% en Japón.

¿Aumentará el crecimiento potencial a más largo plazo?

La inflación

En los primeros compases de 2003, comenzó a hacerse patente una inquietud motivada por tensiones deflacionarias, que se fue atemperando durante el periodo analizado. Incluso en Japón, donde tanto los precios de consumo como el valor del suelo han caído de manera continua en los últimos

Los temores de deflación se atemperaron

años, ha ido calando progresivamente la idea de que podría hallarse próximo un punto de inflexión en la batalla contra la deflación. La recuperación de los precios de los bienes manufacturados en 2003 y el repunte de los precios de los productos básicos han contribuido a alejar los temores de deflación.

La inflación mundial permanece reducida

Con todo, la inflación mundial permanece en niveles bajos, ayudada en gran medida por unas brechas del producto negativas. Las presiones bajistas sobre los precios asociadas a estas brechas se han visto reforzadas recientemente por los aumentos de la productividad antes mencionados y por la contención de los salarios. La zona del euro ha constituido, en cierto modo, una excepción a esta regla, debido a la lentitud con la que la inflación ha respondido ante una brecha del producto negativa y creciente. La inflación ha permanecido cercana al límite del 2% establecido por el BCE, en parte como reflejo en algunas regiones de los efectos tardíos de la introducción del euro y, lo que es más importante, de unos costes laborales rígidos, así como de los esfuerzos de las autoridades económicas por elevar sus ingresos mediante subidas de los impuestos indirectos y de las tasas por utilización de los servicios públicos.

Expectativas de inflación ancladas

Las expectativas de inflación también se han mantenido bien ancladas en niveles reducidos. La diferencia entre los rendimientos de los bonos vinculados a un índice de precios y los de los bonos tradicionales sugiere que las expectativas de inflación hasta un horizonte de diez años han permanecido dentro de un intervalo acotado entre el 1,5% y el 2,5% anual para la zona del euro y Estados Unidos durante el periodo analizado. Esta relativa estabilidad se ha mantenido a pesar de los significativos cambios que han experimentado las perspectivas de crecimiento y de los bruscos ajustes de los tipos de cambio. Lo cierto es que la influencia de las fluctuaciones cambiarias sobre los precios parece haber sido hasta ahora muy limitada en las principales economías industrializadas. La inflación, medida por los precios de consumo, ha continuado en Estados Unidos a niveles bajos pese a la mayor debilidad del dólar. De forma similar, ni la inflación ha disminuido en la zona del euro ni la deflación se ha intensificado en Japón, aunque las divisas se han fortalecido. Sin embargo, la desaceleración de los precios de consumo tras la reducción de los precios de importación en Canadá y Australia, inducida por el tipo de cambio, ha reanimado el debate sobre la intensidad y dinámica del proceso de transmisión de las variaciones del tipo de cambio a los precios internos en economías abiertas más pequeñas.

Perspectivas de inflación

Se prevé que la inflación se mantenga baja pese al encarecimiento de las materias primas

De existir, el riesgo de inflación más inmediato podría derivarse del aumento de los precios de los productos básicos (véase el Cuadro II.5). Si la producción industrial continuase aumentando con rapidez en China y los principales países industrializados comenzaran a crecer de manera sincronizada, los precios de los productos básicos podrían seguir aumentando. Además, podrían encarecerse a su vez las exportaciones chinas de bienes intensivos en materias primas. No obstante, los productos básicos no petrolíferos

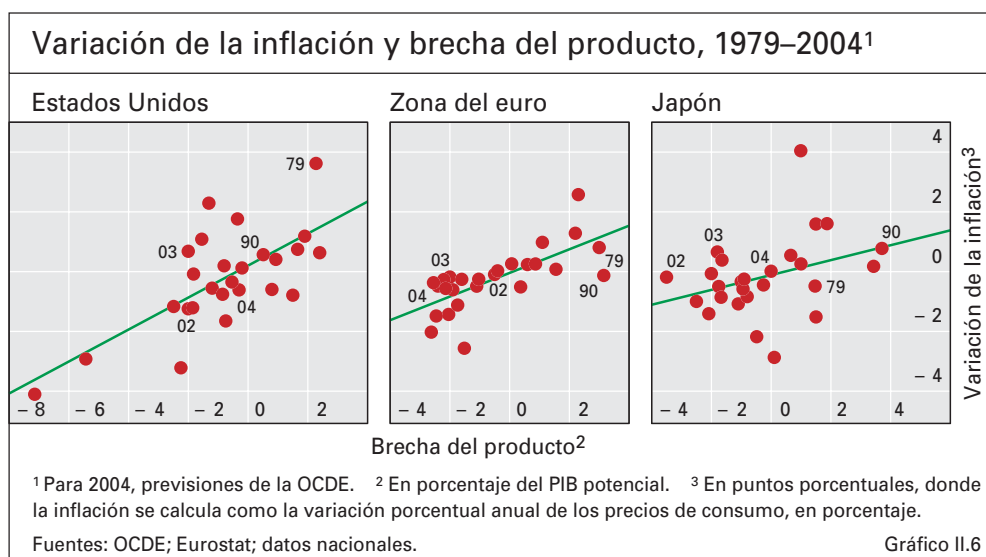
| Comercio mundial y precios ¹ | | | | | |
|---|-----------|-------|------|------|-------------------|
| Variación anual media, en porcentaje | | | | | |
| | 1991–2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 ² |
| Volúmenes del comercio | 7,3 | -0,5 | 3,1 | 5,2 | 7,1 |
| Precios de los flujos comerciales (en dólares de EEUU) | -0,8 | -3,5 | 0,9 | 11,6 | 6,1 |
| Manufacturas | -0,9 | -2,8 | 2,4 | 14,5 | 7,7 |
| Petróleo | 2,1 | -13,8 | 2,5 | 15,8 | 3,8 |
| Otros productos básicos | -0,5 | -4,0 | 0,5 | 7,1 | 7,6 |
| Relación real de intercambio ³ | 0,0 | 0,4 | 1,1 | 1,3 | 0,3 |

¹ De bienes, exclusivamente. ² Previsiones del FMI. ³ Países industrializados avanzados más las nuevas economías industrializadas asiáticas (Corea, Hong Kong RAE, Singapur y Taiwan, China).
Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*. Cuadro II.5

representan un porcentaje muy pequeño de los costes totales en las economías avanzadas y el impacto de los mayores precios de los productos básicos expresados en dólares estadounidenses es mucho más débil en los países con monedas en proceso de apreciación, a lo que habría que añadir que ya se ha dejado sentir el grueso de los efectos del reciente encarecimiento del petróleo. Algunos observadores también han sugerido que el creciente volumen de liquidez de la economía mundial podría estimular la inflación o inducir una escalada de los precios de los activos (véanse los Capítulos IV y VII). Más tranquilizadora resulta la reciente desaceleración del ritmo de crecimiento de los agregados monetarios en los principales países industrializados.

Otros análisis subrayan que las fuerzas desinflacionarias subyacentes continuarán ejerciendo su influencia durante algún tiempo. La perspectiva histórica sugiere que las brechas del producto negativas suelen ir acompañadas de un descenso de la inflación (véase el Gráfico II.6). El exceso de capacidad productiva es especialmente elevado en el sector manufacturero e incluso podría ser superior al que sugieren los datos nacionales, dada la mayor integración de la economía mundial y el fuerte crecimiento de la

Las fuerzas desinflacionarias continúan en la presente fase del ciclo económico



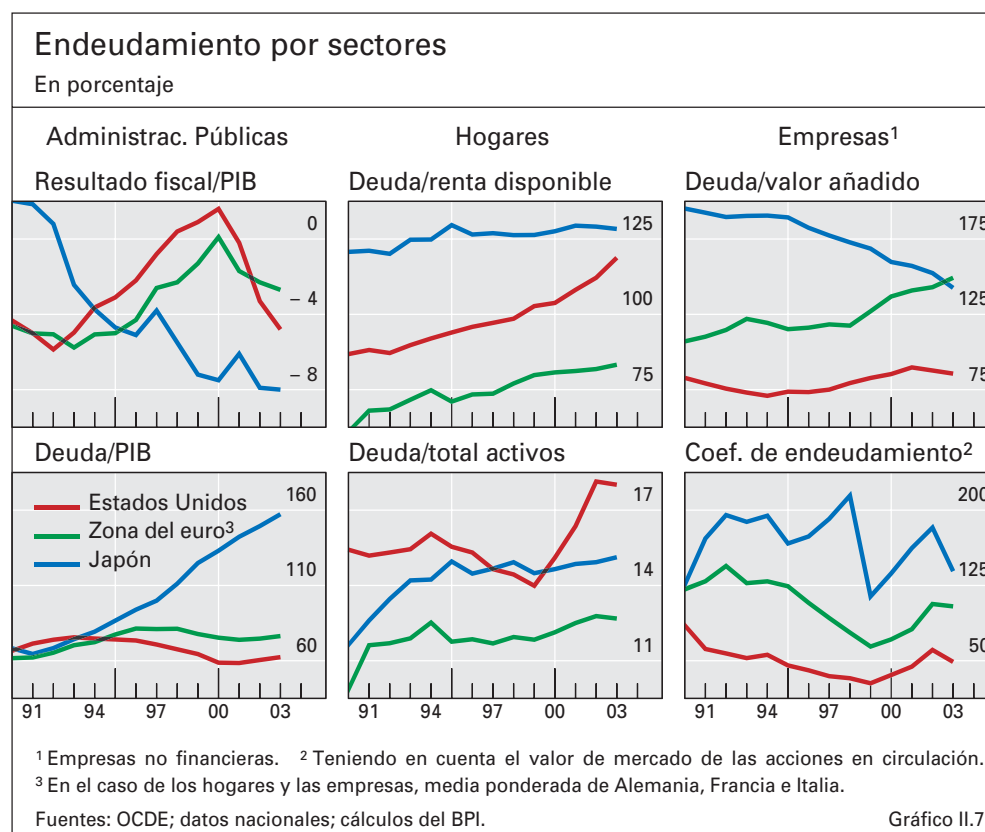
capacidad productiva en Asia. También en los principales mercados de trabajo se sigue observando una importante capacidad productiva ociosa, de modo que el crecimiento de los costes laborales unitarios permanecerá moderado, especialmente en aquellos países que han experimentado fuertes incrementos de la productividad.

Los balances del sector privado

Balances de las empresas

Cierta mejora de los balances de las empresas ...

Tras la reciente desaceleración económica, muchas empresas se fijaron como uno de sus objetivos prioritarios la reducción de la carga de la deuda, habiéndose realizado grandes progresos a escala mundial. La mayor demanda de sus productos, la limitación en la contratación de trabajadores, la contención salarial y quizás también un mayor poder de fijación de precios han contribuido a elevar los beneficios empresariales. La reticencia de las empresas a invertir en activos fijos, combinada con el efecto de los reducidos tipos de interés sobre los costes del servicio de su deuda, ha permitido también una mejora de sus balances financieros. Éstos también se han visto favorecidos por la recuperación de los precios de los activos financieros, de tal modo que los coeficientes de endeudamiento han disminuido en líneas generales (véase el Gráfico II.7), aunque permanecen muy por encima de los niveles observados cuando los precios de las acciones se encontraban en cotas máximas.



Esta mejora de los balances empresariales ha sido especialmente intensa en Japón. Pese a una notable recuperación de la inversión, el excedente financiero de las empresas creció hasta situarse en el 7% del PIB en 2003. El endeudamiento empresarial disminuyó para situarse en torno al 140% de su valor añadido, por debajo de los niveles cercanos al 200% registrados a comienzos de la década de los 90. La consolidación de la posición financiera de las empresas también ha sido evidente en Estados Unidos. Los fuertes aumentos de la productividad se han traducido directamente en ganancias mientras que la participación de los beneficios en el PIB ascendió recientemente hasta alcanzar su anterior máximo de 1997, muy por encima del nivel medio a largo plazo (véase el Gráfico II.2 panel izquierdo). El ritmo de crecimiento de la deuda empresarial (superior a un 10% anual al término de la década de los 90) se ha desacelerado, reduciendo los cocientes de endeudamiento sobre valor añadido a niveles más cercanos al promedio de la década de los años 90. Por otra parte, la rentabilidad empresarial no ha logrado crecer significativamente en la zona del euro, como muestra de la debilidad de la demanda, la apreciación de la moneda, la rigidez de los costes laborales y los escasos incrementos de la productividad. En consecuencia, esos cocientes de endeudamiento sobre valor añadido han aumentado aún más.

... especialmente en Japón

Si bien la situación de las empresas ha mejorado desde la última desaceleración cíclica, continúan sin disiparse algunas incertidumbres. En primer lugar, aún existen importantes diferencias sectoriales. En Estados Unidos, los sectores más favorecidos por el aumento de los beneficios han sido las instituciones financieras y las empresas informáticas. Por el contrario, las ganancias apenas han oscilado en el sector del comercio, la provisión de servicios públicos y la producción de bienes de consumo duradero distintos de TI. En Japón, las mejoras se han concentrado en los grandes fabricantes orientados a la exportación. En segundo lugar, las condiciones de acceso al crédito para las pequeñas y medianas empresas han continuado siendo difíciles en Japón y en algunos países europeos. Un tercer motivo de preocupación estriba en que tanto la valoración de las acciones (y, por ende, los coeficientes de endeudamiento) como el servicio de la deuda se han visto favorecidos por unos tipos de interés de los activos sin riesgo inusualmente bajos. Por último, la incertidumbre sobre la cuantía de los pasivos de los planes de pensiones corporativos y los recientes escándalos contables se suman para ensombrecer las perspectivas de futuro.

Persisten los riesgos

Balances de los hogares

El panorama que se deriva de los balances de las familias es aún más dispar. El cociente de endeudamiento familiar sobre la renta personal ha crecido de forma continua en los principales países de la OCDE durante la pasada década. El grueso de esta escalada ha sido un reflejo del intenso crecimiento de la deuda hipotecaria en un entorno caracterizado por la innovación financiera. La creciente importancia del endeudamiento hipotecario sugiere que el aumento de los pasivos de los hogares se ha producido generalmente

Los pasivos de las familias han ido creciendo ...

en paralelo al crecimiento de sus activos, sin afectar por tanto a la riqueza neta agregada de las familias. En Estados Unidos, por ejemplo, el porcentaje de viviendas en propiedad creció casi 5 puntos porcentuales entre mediados de la década de los 90 y el año 2003. Además, este mayor endeudamiento debe contemplarse en el marco de una tendencia secular a la baja de los tipos de interés, que ha elevado los niveles de endeudamiento familiar “asequibles”.

... mientras que las tasas de ahorro han caído de manera continua

También ha existido un paralelismo entre el aumento de la deuda de los hogares y los acusados descensos de las tasas de ahorro familiar observados durante la última década en la mayoría de los países industrializados (véase el Gráfico II.2, panel derecho). Dentro de este ámbito, se ha centrado la atención en países como Estados Unidos y el Reino Unido, donde la evolución del consumo privado ha sido recientemente más dinámica. De hecho, las tasas de ahorro familiar en ambos países son bastante bajas en comparación con las del resto de la OCDE. Sin embargo, en retrospectiva histórica, la caída de las tasas de ahorro también ha sido pronunciada en Australia, Canadá y Japón. La zona del euro ha constituido la principal excepción a esta tendencia mundial. Así, la tasa de ahorro familiar en Francia ha crecido de manera continua desde finales de los 80 y en el resto de la zona del euro también se han recuperado estas tasas durante los últimos años. Este repunte posiblemente ha reflejado unas percepciones de inflación más alta tras la introducción del euro, así como una evolución negativa de los mercados de trabajo, pero también ha sido reflejo de las incertidumbres que rodean a los sistemas de pensiones y a las finanzas públicas, e incluso en términos más generales, de la adopción de reformas estructurales.

Las tasas de ahorro podrían no tener que aumentar ...

El hecho de que las tasas de ahorro familiar en la OCDE sean tan reducidas con relación a los patrones históricos podría indicar que los hogares pueden haber financiado una parte de su demanda pasada “tomando prestado” del futuro y que, por tanto, el retorno a una conducta “normal” tendería a reducir el gasto. Sin embargo, los patrones históricos pueden no ser ya los adecuados. Así, el continuo aumento de la riqueza neta de los hogares durante las últimas décadas en la mayoría de países podría significar que la tasa de ahorro familiar de equilibrio ha disminuido. Japón constituye una importante excepción a esta tendencia, pues su tasa de ahorro ha caído a la mitad desde 1991, mientras que el volumen de riqueza neta ha disminuido considerablemente. Las pautas que ha seguido recientemente el ahorro podrían también ser reflejo de una provisión más eficiente de crédito hipotecario, especialmente en Estados Unidos y en otras economías donde es más fácil para las familias obtener financiación con la garantía del valor neto de sus viviendas y endeudarse sobre la base de las plusvalías no realizadas. La disponibilidad de este colateral puede reducir en gran medida el coste del crédito y facilitar el proceso de estabilización intertemporal del consumo, elevando así el bienestar en la economía.

... aunque los hogares son vulnerables a las perturbaciones económicas

De todos modos, no puede descartarse que los propietarios de viviendas hayan sobrestimado su riqueza y hayan incrementado su vulnerabilidad a las perturbaciones mediante un mayor endeudamiento (véanse los Capítulos VI y VII). En este aspecto, La posibilidad de subidas repentinas de los tipos

de interés es uno de los motivos de preocupación, algo que afectaría particularmente a los hogares del Reino Unido, Australia y España, países donde la mayoría de las hipotecas están referenciadas a tipos variables. No obstante, si unos tipos de interés más elevados reflejasen expectativas de un aumento del producto, de un crecimiento más rápido de la renta familiar y de una menor tasa de desempleo, la deuda de los hogares sería más sostenible.

Las perspectivas fiscales

Inquietud por las débiles posiciones fiscales

La utilización en los últimos años de la política fiscal como estímulo al crecimiento mundial ha suscitado preocupación acerca de la sostenibilidad de la deuda pública. En sólo tres años, el superávit presupuestario de las Administraciones Públicas estadounidenses se ha convertido en un déficit equivalente al 5% del PIB. Los resultados fiscales también empeoraron en Europa, si bien en una medida mucho menor, mientras que el déficit público en Japón ha continuado siendo muy sustancial, con niveles cercanos al 8% del PIB.

Si bien los déficits fiscales exigen siempre una atenta vigilancia, los niveles recientes no resultan insólitos, con la notable excepción de Japón. Además, la política fiscal se ha utilizado en el momento oportuno (aunque quizás de forma fortuita) para suavizar la reciente desaceleración. Sin embargo, la mera existencia de esta flexibilidad subraya la importancia de un marco de disciplina fiscal a medio plazo que asegure la contención en periodos de prosperidad, de tal modo que las autoridades públicas puedan reaccionar en contra del ciclo en periodos de coyuntura baja. Afortunadamente, el reciente aumento de los déficits públicos ha tenido lugar sobre todo en países que se habían dotado de un margen de maniobra suficiente durante la expansión precedente, en concreto Estados Unidos y el Reino Unido.

Los actuales niveles de deuda pública en muchos países todavía no resultan claramente excesivos. Así, los pasivos brutos de las Administraciones Públicas estadounidenses, en porcentaje del PIB, continúan siendo significativamente inferiores a los existentes a comienzos de los 90. En la zona del euro, la situación de hecho ha mejorado en los países donde existía mayor riesgo para la sostenibilidad de la deuda pública, como en el caso de Bélgica. Con todo, los pasivos públicos han ido creciendo en promedio durante la última década y las tres mayores economías de la zona superan ahora el límite máximo del 60% del PIB, establecido en el Tratado de Maastricht. En Japón se prevé que la deuda pública alcance un 160% del PIB durante el presente año y continúe creciendo anualmente en torno a 5 puntos porcentuales del PIB.

Es obvio que la deuda del sector público no puede crecer sin límite alguno. Una situación fiscal deteriorada puede elevar los tipos de interés a largo plazo y expulsar la inversión privada si los mercados no anticipan su

Los déficits públicos han contribuido a suavizar la desaceleración ...

... y los niveles de deuda todavía no resultan claramente excesivos

Pero los pasivos públicos no pueden crecer de forma ilimitada ...

corrección. En caso de que el Gobierno intentase contrarrestar este proceso mediante un estímulo monetario, podrían aumentar las presiones inflacionistas. La lección a extraer de las últimas décadas es que cuanto más se retrase el saneamiento presupuestario, mayor será la necesidad de realizar un ajuste severo a posteriori. La consolidación fiscal aplicada en algunos países europeos muy endeudados (como Bélgica e Italia en los años 90) exigió una difícil contención del gasto público y unas subidas de impuestos sustanciales.

... lo cual hace necesaria una consolidación fiscal en algún momento ...

Desde esta perspectiva a más largo plazo, los resultados fiscales en muchos de los países más importantes deben mejorar de forma significativa para poder estabilizar al menos los actuales cocientes de deuda neta sobre PIB (véase el Cuadro II.6). Además, los tipos de interés en estos momentos son muy reducidos y su vuelta a niveles más en consonancia con los promedios históricos elevaría el coste del servicio de un volumen de deuda aún creciente.

| Indicadores fiscales en 2003 | | | | | | | |
|---------------------------------|---------------------|-----------------------------------|-------------------------------|------------|-------------|---|---|
| | Posición financiera | Posición estructural ¹ | Posición cíclica ² | Deuda neta | Deuda bruta | Esfuerzo de estabilización de la deuda ³ | Riesgo en pagos de intereses ⁴ |
| Estados Unidos | -4,9 | -3,9 | -1,0 | 47 | 63 | 2,7 | 0,6 |
| Zona del euro | -2,8 | -1,6 | -1,2 | 55 | 76 | 0,6 | -0,3 |
| Alemania | -4,0 | -2,4 | -1,6 | 52 | 65 | 2,7 | -0,5 |
| Francia | -4,1 | -2,9 | -1,2 | 43 | 70 | 2,5 | -0,8 |
| Italia | -2,4 | -1,4 | -1,0 | 94 | 117 | -1,5 | 0,4 |
| España | 0,3 | 1,0 | -0,7 | 36 | 63 | -2,6 | 0,9 |
| Países Bajos | -3,2 | -2,1 | -1,1 | 43 | 54 | 1,4 | -0,8 |
| Bélgica | 0,2 | -1,0 | 1,2 | 93 | 102 | -4,4 | 0,3 |
| Austria | -1,2 | 0,1 | -1,3 | 45 | 67 | -0,6 | -0,3 |
| Grecia | -2,7 | -2,6 | -0,1 | ... | 103 | -4,5 | 1,7 |
| Portugal | -2,8 | -0,9 | -1,9 | ... | 60 | 0,3 | -1,6 |
| Finlandia | 2,1 | 2,8 | -0,7 | -47 | 53 | -0,7 | -1,4 |
| Irlanda | -0,3 | 1,0 | -1,3 | ... | 32 | -2,0 | -2,4 |
| Japón | -8,2 | -7,2 | -1,0 | 79 | 155 | 9,2 | 1,1 |
| Reino Unido | -3,0 | -2,7 | -0,3 | 32 | 54 | 1,3 | 0,3 |
| Canadá | 1,2 | 1,8 | -0,6 | 35 | 76 | -3,3 | 1,1 |
| Australia | -0,6 | -0,5 | -0,1 | 3 | 18 | 0,4 | -0,2 |
| Suecia | 0,2 | 1,2 | -1,0 | 3 | 63 | -0,3 | 0,8 |
| Dinamarca | 1,2 | 2,3 | -1,1 | 5 | 51 | -1,4 | -0,7 |
| Noruega | 9,3 | -3,0 | 12,3 | -90 | 24 | -5,3 | -1,2 |
| Nueva Zelanda | 2,4 | 3,7 | -1,3 | 15 | 38 | -3,1 | -0,2 |
| Conjunto de países ⁵ | -4,1 | -3,2 | -0,9 | 50 | 79 | 2,5 | 0,4 |

Nota: Los datos se refieren al conjunto de las Administraciones Públicas y vienen expresados en porcentaje del PIB.

¹ Situación financiera ajustada cíclicamente; para Noruega se excluyen los ingresos de las actividades petrolíferas. ² Diferencia entre la posición financiera efectiva y la estructural. ³ Cambio necesario en la posición financiera para estabilizar la deuda neta (deuda bruta en el caso de Grecia, Irlanda y Portugal), considerando que el PIB nominal crece a su ritmo potencial. ⁴ Diferencia entre los pagos de intereses brutos potenciales y efectivos; los pagos de intereses potenciales serían los resultantes si el diferencial entre el crecimiento del PIB nominal y el tipo de interés aparente de la deuda bruta (deuda neta en el caso de Grecia) fuera igual a su promedio del período 1994-2003. ⁵ Media ponderada de los países incluidos, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000.

Fuentes: FMI; OCDE; cálculos del BPI.

Cuadro II.6

Asimismo, también es necesario restablecer, por precaución, un cierto margen de maniobra, especialmente en los países donde los déficit estructurales son relativamente altos. Esta necesidad se justifica por el exceso de optimismo en las previsiones fiscales oficiales, tan evidente en los últimos años, y por la incertidumbre sobre las tendencias del crecimiento potencial anteriormente analizada.

Diversos Gobiernos ya han manifestado su intención de reducir los déficit públicos en los próximos años, suponiendo que perdure la actual recuperación. Pese a ello, algunos de estos planes parecen ser demasiado ambiciosos, por lo que los mercados podrían tacharlos de irreales y considerarlos posiblemente insuficientes. Este hecho ha reforzado el argumento en pro de la adopción de una estrategia fiscal a medio plazo creíble en las principales economías industrializadas, si bien dichos marcos presupuestarios deberían asimismo otorgar cierto margen de maniobra a las políticas discrecionales. En suma, suscita preocupación la reciente relajación de las reglas fiscales, que habían sido fundamentales para el logro de la consolidación presupuestaria de los años 90. Por ejemplo, varios países de la zona del euro han sobrepasado los límites establecidos para el déficit en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En Estados Unidos, las autoridades han abandonado los sistemas de techos para el gasto discrecional adoptados en la década de los 90. En el caso de Japón, la adopción de una estrategia a largo plazo orientada a contener el volumen creciente de deuda pública resulta una necesidad cada vez más imperiosa.

... y unos marcos
fiscales creíbles a
medio plazo

La cuestión del envejecimiento

Aun con ciertas reticencias, se constata cada vez más el hecho de que los compromisos públicos en los países industrializados en cuanto al pago de prestaciones de jubilación y asistencia sanitaria en favor de las personas de edad avanzada no pueden afrontarse sin medidas de política adicionales. Este problema debe contemplarse dentro de un contexto más amplio, relativo a las consecuencias macroeconómicas del envejecimiento de la población. Bajo el supuesto del mantenimiento de las actuales tendencias de las tasas de natalidad y de inmigración, la proporción que representa la población activa sobre la población inactiva se reducirá de manera vertiginosa en las próximas décadas. En consecuencia, se prevé un pronunciado incremento de la demanda de prestaciones por parte de los futuros pensionistas, con el riesgo de que resulte excesiva la presión fiscal implícita sobre las futuras generaciones de trabajadores —relativamente más reducidas—, dando lugar a recortes generalizados y perturbadores de dichas prestaciones o a su reducción efectiva mediante una mayor inflación.

Las consecuencias
fiscales del
envejecimiento de
la población
suscitan gran
preocupación

A fin de conjurar este riesgo, cabría considerar tres tipos de actuación. La primera y más acuciante sería promover la comprensión pública de la sencilla aritmética anterior. Esta labor exigiría el reconocimiento pleno de los pasivos implícitos derivados del envejecimiento, que habitualmente permanecen ocultos con los actuales métodos de contabilidad presupuestaria del sector público. Una segunda respuesta, que se sustenta en la primera, es el recorte de los beneficios adquiridos de forma progresiva, limitando con ello las transferencias entre las generaciones actuales y futuras de trabajadores. Una

tercera medida, propuesta con frecuencia, estribaría en complementar los compromisos públicos mediante el ahorro privado, si bien una modificación de los mecanismos de acceso a las pensiones apenas contribuiría a afrontar la problemática de los derechos previamente adquiridos.

El aspecto crucial radica en elevar los niveles de vida medios

El aspecto crucial, sin embargo, radica en ampliar el conjunto de recursos (es decir, las rentas nacionales) que financiará el pago de las prestaciones sociales futuras. Una primera propuesta consiste en elevar las tasas de ahorro y con ello el capital disponible para mantener a los futuros trabajadores, mediante una mayor dependencia de los planes de ahorro de financiación privada. Ciertamente, a menudo se estima que estos sistemas se encuentran mejor preparados para afrontar las consecuencias del envejecimiento, pero lo que todavía no está claro es si se conseguirá que el ahorro nacional agregado crezca realmente y si ello se traducirá en la práctica en unas mayores rentas futuras. Además, los países que antes tendrán que afrontar las consecuencias del envejecimiento (las economías europeas y Japón) ya cuentan con un elevado nivel de ahorro privado, por lo que un mayor volumen de inversión podría no ser muy eficaz a la hora de elevar el producto potencial. Una segunda propuesta consiste en aumentar el tamaño de la población activa en el futuro, es decir, en los periodos en que deban realizarse las mayores transferencias públicas. Muchos países ya han adoptado medidas para incrementar la edad de jubilación y algunos podrían tomar seriamente en consideración la posibilidad de permitir la entrada de un mayor número de trabajadores extranjeros. La experiencia anterior sugiere que las políticas orientadas a reducir el desempleo estructural y a elevar la tasa de actividad de la población también podrían tener efectos palpables sobre el nivel de producto potencial. Una tercera solución propuesta radica en incrementar la cantidad de producto generada con unos determinados niveles de trabajo y capital. Unos mayores aumentos de la productividad total de los factores dejarían más recursos disponibles para el consumo de la población, integrada por cohortes decrecientes de trabajadores y cohortes crecientes de no trabajadores. Suponiendo que se mantengan las trayectorias actuales, las divergencias en las tendencias de aumento de la productividad anteriormente mencionadas sugieren que Estados Unidos se encuentra en una situación más favorable a este respecto que la mayoría de los restantes países industrializados.

La evolución de la cuenta corriente

Aumento de los desequilibrios por cuenta corriente mundiales

El déficit por cuenta corriente de Estados Unidos ...

La economía mundial continuó caracterizándose en 2003 por unos intensos desequilibrios por cuenta corriente (véase el Cuadro II.7). El déficit de la balanza de pagos aumentó en Estados Unidos hasta alcanzar casi los 550 mil millones de dólares, en torno a un 5% del PIB de ese país. Los superávits por cuenta corriente se registraron principalmente en Asia, pero también en algunos países de Europa (esencialmente en Alemania, Suiza y Noruega). Deficiencias del aparato estadístico hicieron que en 2003 no se

| Balanza por cuenta corriente de las principales zonas económicas | | | | | |
|--|--------------------|------|------|------|-------------------|
| En miles de millones de dólares de EEUU | | | | | |
| | Media 1991–2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 ¹ |
| Estados Unidos | -150 | -394 | -481 | -542 | -496 |
| Unión Europea | 9 | -6 | 67 | 36 | 48 |
| Japón | 107 | 88 | 113 | 138 | 144 |
| Otros países industrializados avanzados | 4 | 56 | 46 | 41 | 44 |
| Países emergentes asiáticos | 22 | 90 | 132 | 148 | 128 |
| Resto del mundo | -72 | -3 | 13 | 58 | 33 |
| <i>Economía mundial</i> ² | -80 | -169 | -110 | -121 | -99 |

¹ Previsiones del FMI. ² Refleja errores, omisiones y asimetrías en las estadísticas de la balanza de pagos.
Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; datos nacionales. Cuadro II.7

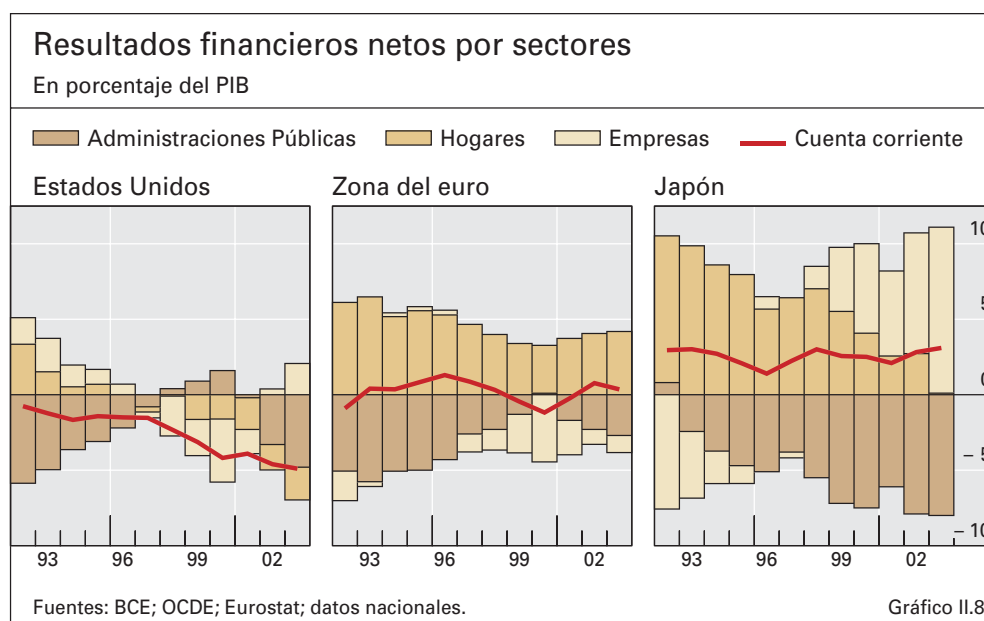
tuvieran en cuenta más de 100 mil millones de dólares del total del déficit. Esta situación persiste desde finales de los años 90 y empaña cualquier análisis de la situación actual de las balanzas por cuenta corriente.

Desde mediados de la década de los 90, el déficit de Estados Unidos se ha triplicado con creces en puntos porcentuales del PIB, habiendo registrado los mercados emergentes (especialmente de Asia) en contrapartida el grueso del consecuente aumento del superávit. El panorama ha sido relativamente más estable en el resto de las principales economías industrializadas. Así, la balanza por cuenta corriente japonesa ha arrojado de forma periódica un superávit significativo de entre un 2% y un 3% del PIB, mientras que la zona del euro también ha mantenido una situación comparativamente estable, con tan sólo un ligero superávit en promedio durante la pasada década.

En Estados Unidos, el intenso crecimiento de la demanda y el elevado valor del dólar ampliaron el desequilibrio exterior a finales de la década de los 90. Sin embargo, y pese al debilitamiento del dólar, en los últimos años se ha producido un continuo aumento de este desequilibrio. Es posible que se haya dejado sentir un clásico efecto de la curva-J (por el que la balanza comercial empeora en las etapas inmediatamente posteriores a una depreciación del tipo de cambio), así como el de unos mayores precios del petróleo. Sin embargo, la evolución de los precios de las importaciones en Estados Unidos ha sido bastante moderada, reflejando la práctica generalizada por parte de los exportadores extranjeros de discriminar los precios según el mercado. Efectivamente, el déficit comercial de Estados Unidos parece haberse debido al hecho de que la economía estadounidense ha estado creciendo a un ritmo más rápido que la mayoría de sus socios comerciales y a que la elasticidad de sus importaciones con respecto a la demanda en ese país parece ser mayor que la elasticidad de sus exportaciones con respecto a la demanda externa.

Por definición, el notable aumento de las necesidades de endeudamiento externo de Estados Unidos desde mediados de la década de los 90 ha

... se ha triplicado desde mediados de los 90 ...



... como reflejo de una brecha creciente entre la inversión y el ahorro

discurrido paralelo a la creciente brecha entre la inversión y el ahorro. Antes de la última recesión, el ahorro familiar cedió y la inversión, en porcentaje del PIB, aumentó. Estos dos factores elevaron los déficit por cuenta corriente, pese a la notable mejora de los resultados fiscales (véase el Gráfico II.8). Tras la recesión, el panorama cambió al reducirse la inversión y elevarse el ahorro del sector empresarial. Aun así, continuó creciendo el endeudamiento externo del país al registrarse un importante déficit de ahorro público. Esta situación suscitó inquietud por la posible reaparición de un problema de “déficit gemelos”, tras el recuerdo de lo ocurrido en la

| Ahorro e inversión | | | | | | | | | |
|--|-----------|---------|-------|------------------|---------|-------|----------------|---------|-------|
| En porcentaje del PIB | | | | | | | | | |
| | Inversión | | | Cuenta corriente | | | Ahorro interno | | |
| | Variación | | Nivel | Variación | | Nivel | Variación | | Nivel |
| | 1997–2000 | 2000–03 | 2003 | 1997–2000 | 2000–03 | 2003 | 1997–2000 | 2000–03 | 2003 |
| Estados Unidos | 1,0 | –2,4 | 18,4 | –2,7 | –0,7 | –4,9 | –1,6 | –3,2 | 13,4 |
| Zona del euro | 1,7 | –2,1 | 19,9 | –2,0 | 1,6 | 0,4 | –0,4 | –0,5 | 20,3 |
| Otros países europeos ¹ | 0,4 | –1,8 | 16,6 | –0,4 | 0,5 | 2,0 | –0,1 | –1,3 | 18,6 |
| Otros países avanzados ² | 0,1 | 0,9 | 22,1 | 2,5 | –1,3 | –1,1 | 2,5 | –0,4 | 21,0 |
| Japón | –2,4 | –2,3 | 24,0 | 0,2 | 0,7 | 3,2 | –2,1 | –1,6 | 27,2 |
| Principales países emergentes asiáticos ³ | –3,9 | 1,4 | 30,7 | 2,3 | 0,9 | 4,0 | –1,6 | 2,3 | 34,6 |
| Otros principales países emergentes ⁴ | –1,0 | –1,2 | 20,6 | 1,3 | 2,0 | 0,7 | 0,2 | 0,8 | 21,3 |
| Total | –0,2 | –1,8 | 21,0 | –0,9 | 0,4 | –0,5 | –1,1 | –1,3 | 20,5 |

¹ Dinamarca, Noruega, Reino Unido, Suecia y Suiza. ² Australia, Canadá y Nueva Zelandia. ³ China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwan (China). ⁴ Argentina, Brasil, Chile, Hungría, México, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

Fuentes: BCE; Eurostat; CEIC; datos nacionales.

Cuadro II.8

década de los 80. Sin embargo, una tendencia más persistente ha sido el paralelismo entre fuertes déficit por cuenta corriente y niveles de ahorro neto familiar continuamente reducidos.

Las pautas de ahorro han sido algo más estables en Europa, aunque se han producido importantes variaciones en países de la zona del euro desde mediados de los años 90. En Alemania, la caída de la inversión ha dado paso a un elevado superávit por cuenta corriente. En Italia, la tasa de inversión sobre el PIB ha gozado de una mayor uniformidad, pero la caída del ahorro familiar ha causado un sustancial déficit por cuenta corriente. Japón ha seguido registrando un continuo y paralelo descenso del ahorro y la inversión (véase el Cuadro II.8). En los países asiáticos emergentes, la inversión se redujo tras la crisis financiera de 1997–98, habiendo crecido sólo moderadamente en los últimos años, mientras que las tasas de ahorro se han recuperado. En otras economías emergentes se ha observado una mejora de la balanza por cuenta corriente agregada como reflejo de un mayor ahorro y de una menor inversión.

Pautas de ahorro e inversión fuera de Estados Unidos

Sustanciales incertidumbres a medio plazo

El riesgo de proteccionismo ha aumentado a consecuencia de la ampliación de los desequilibrios externos junto con la percepción de que la oferta de bienes y servicios de bajo coste procedentes de las economías asiáticas en rápido crecimiento pone en peligro el empleo en las economías desarrolladas. Las actitudes proteccionistas podrían asimismo exacerbarse debido a la eliminación programada de las cuotas a las importaciones de productos textiles y a la consabida subcontratación transfronteriza de servicios (por ejemplo, a la India). Es obvio que esta preocupación resulta exagerada, dado el escaso tamaño de los sectores implicados. Además, muchos países han conseguido afrontar con éxito durante muchos años el descenso secular del empleo en el sector manufacturero. De hecho, el desempleo estructural ha disminuido en la OCDE desde mediados de los años 90.

Riesgo de proteccionismo

Un segundo aspecto es el relativo al modo en que se han financiado los desequilibrios externos (véase el Capítulo V). La composición de las entradas de capital en Estados Unidos ha sufrido un reajuste en los últimos años, desde inversiones directas privadas e inversiones de cartera en acciones hacia tenencias oficiales de deuda pública estadounidense en el extranjero, especialmente por parte de bancos centrales de Asia. El debilitamiento del dólar hasta febrero del presente año podría ser un indicio de una dependencia creciente de tales flujos.

La financiación de las necesidades de endeudamiento de Estados Unidos

No resulta sencillo establecer el grado de vulnerabilidad de los flujos de capital hacia Estados Unidos con respecto a los cambios de opinión de los inversionistas. Algunos analistas han manifestado su preocupación por el riesgo que correría la demanda de activos en dólares en caso de que se socavara la confianza de los inversionistas ante la acumulación de deuda estadounidense o unas perspectivas de crecimiento menos favorables. Desde esta óptica, no se puede obviar que, al término de 2002, los pasivos internacionales netos de Estados Unidos ascendían a un 25% del PIB (a precios de mercado). Es muy probable que este cociente aumente en los próximos

años, ya que la estabilización de la relación entre la deuda neta y el PIB exigiría una fuerte reducción del déficit por cuenta corriente estadounidense, lo que actualmente parece poco factible.

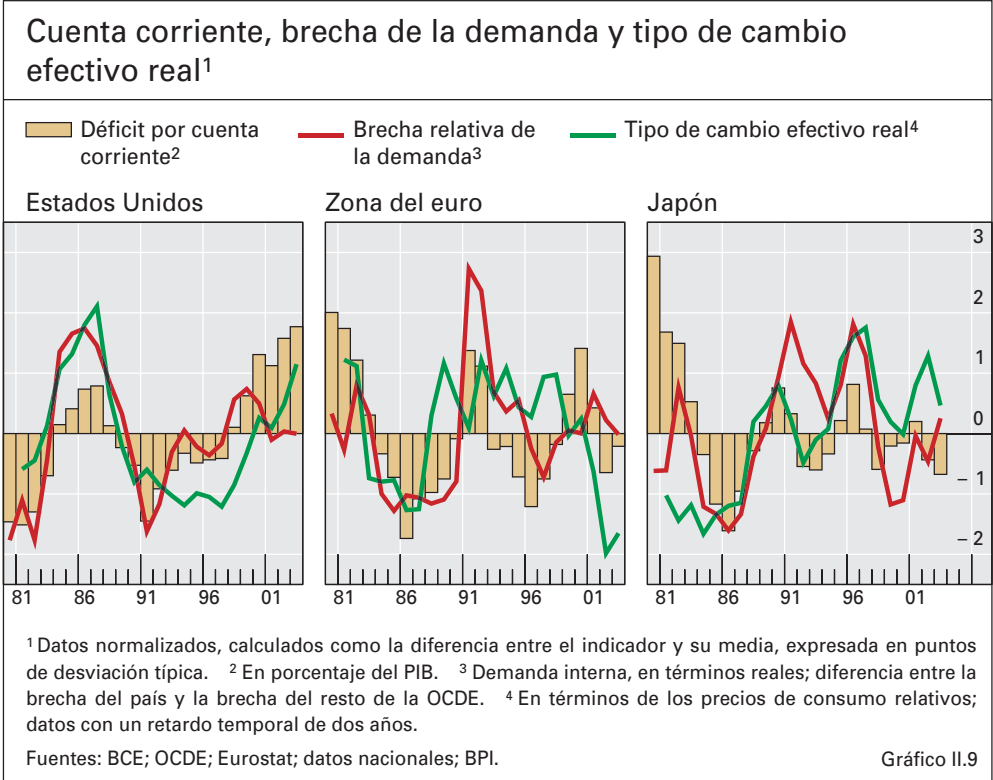
No obstante, se aprecian algunos elementos más positivos. La deuda exterior de Estados Unidos, aunque elevada con arreglo a patrones históricos, continúa siendo más reducida que la de otros países industrializados (por ejemplo, la de Australia es del 60% del PIB). Además, el aumento de los pasivos exteriores estadounidenses ha tenido lugar en un contexto caracterizado por una creciente liberalización financiera y por un desarrollo concomitante de la propiedad transnacional de los *stocks* de capital. Este hecho sugiere que la financiación en los mercados mundiales de las divergencias nacionales entre ahorro e inversión es considerablemente más sencilla en la actualidad que en décadas precedentes, aunque el tamaño de las brechas sea elevado.

Es preciso subrayar asimismo que los flujos financieros derivados de los resultados de la balanza por cuenta corriente no son el único motivo de las variaciones en las posiciones de inversión neta, sino que los efectos de valoración también tienen trascendencia. Por ejemplo, el aumento de la deuda exterior neta estadounidense entre 1983 y 1990 (superior a 400 mil millones de dólares) ascendió a menos de la mitad de los déficit por cuenta corriente acumulados durante ese periodo. Esta discrepancia obedeció en gran medida al mayor valor expresado en dólares de los activos estadounidenses denominados en moneda extranjera, ya que el dólar se depreció durante gran parte del periodo.

Posiblemente tenga mayor importancia constatar que el caso de Estados Unidos resulta único por tres motivos. En primer lugar, el dólar desempeña un destacado papel como moneda ancla, de reserva y de intervención (véase el Capítulo V). Este hecho puede haber generado un sesgo estructural en favor de los activos estadounidenses a medida que los países de todo el mundo elevaron sus tenencias de activos extranjeros. En segundo lugar, Estados Unidos aún disfruta de un pequeño superávit de su balanza de rentas netas por inversiones, pese a una deuda exterior elevada y creciente. Aunque la actual situación de tipos de interés bajos a escala internacional ha favorecido claramente a los deudores netos en detrimento de los acreedores, existe un factor de mayor calado estructural; a saber, que el rendimiento de la inversión directa estadounidense en el exterior ha sido persistentemente superior al de los activos de propiedad extranjera radicados en Estados Unidos. Este hecho sugiere que las empresas estadounidenses instaladas desde hace tiempo en el extranjero pueden disfrutar de una ventaja estructural en términos de rentabilidad. En tercer lugar, Estados Unidos ha sido capaz de atraer flujos de capital a largo plazo considerables y crecientes durante la pasada década. De cara al futuro, en caso de perdurar la mejora sustancial recientemente registrada en el crecimiento de la productividad estadounidense en comparación con la de otros países, podría lograrse la consolidación de esos flujos de entrada de capital en el medio plazo.

Los efectos de valoración trascienden en la posición exterior neta ...

... y el caso de Estados Unidos es único ...



Unos déficit por cuenta corriente continuamente elevados en Estados Unidos todavía podrían ser consistentes con una estabilización a largo plazo de su cociente de deuda exterior neta sobre el PIB, aunque a un nivel notablemente superior al actual. Esto elevaría los costes del servicio de la deuda. Asimismo, el problema se agrava por el hecho de que, con el tiempo, la tasa de rendimiento real de los activos mantenidos en Estados Unidos por los no residentes debería aproximarse a la tasa de crecimiento de ese país y también a la tasa de rendimiento real de los activos extranjeros propiedad de residentes estadounidenses. En este contexto, una estabilización del cociente de deuda exterior neta de Estados Unidos exigiría una posición más equilibrada de la balanza por cuenta corriente de rentas netas por inversiones, y por tanto, un déficit comercial estadounidense mucho más reducido acompañado de unos menores superávit comerciales concomitantes en otros países. Dada su menor brecha negativa del producto, el déficit comercial de Estados Unidos sin duda sería menor si sus principales socios comerciales retornaran a sus tasas de crecimiento potenciales. Con todo, cualquier reducción significativa de ese déficit es probable que exija un ajuste adicional de los precios relativos (por ejemplo, de los tipos de cambio reales), así como un reequilibrio de la demanda interna mundial hacia los países con superávit por cuenta corriente (véase el Gráfico II.9).

... pero debe reducirse el déficit comercial de Estados Unidos

Proceso de ajuste

Es obvio que un dólar más depreciado equilibraría el déficit comercial estadounidense. El resto del mundo reduciría sus superávit comerciales con Estados Unidos y la absorción en este país caería en relación a su producto al reducirse su déficit comercial. Sin embargo, la magnitud y la velocidad de

Variaciones de los tipos de cambio

estos ajustes dependen de las elasticidades del comercio en términos relativos. Asimismo, los efectos de cualquier reajuste cambiario podrían ser inferiores a los convencionalmente aceptados, ya que a menudo las modificaciones de los tipos de cambio nominales sólo se reflejan parcialmente en variaciones de la competitividad. Por ejemplo, el dólar se apreció un 34% en términos efectivos nominales entre 1995 y 2001, mientras que los tipos de cambio efectivos reales de Estados Unidos (medida en términos de costes laborales unitarios relativos de las manufacturas) sólo aumentaron un 23%. Además, los exportadores estadounidenses únicamente comenzaron a perder cuota de mercado en 1998, lo que sugiere que el impacto de la apreciación del dólar se dejó sentir con bastante retraso. Además, mientras que las cifras de exportación de Estados Unidos sufrieron un notable deterioro entre 1998 y 2003, sus importaciones no crecieron por encima de los patrones históricos durante ese periodo. Por último, dado que actualmente las importaciones de ese país son superiores en aproximadamente un 50% a sus exportaciones, la reducción del déficit comercial posiblemente requeriría una depreciación sustancial del dólar.

Consecuencias para los balances de un reajuste del dólar

Un reajuste del dólar podría tener consecuencias fuera de Estados Unidos. Una primera repercusión potencial sería una demanda más débil en otros países, puesto que muchas economías industrializadas han utilizado la demanda de importaciones estadounidenses como motor de crecimiento, dado que sus propias demandas de bienes no comerciables no han crecido a un ritmo que pudiera sostenerse por sí mismo. Además, una caída considerable del dólar podría dar lugar a tensiones inflacionistas en Estados Unidos, con un posible reflejo en forma de unos tipos de interés estadounidenses y mundiales más elevados, lo que reduciría las rentas netas por inversiones de Estados Unidos. Por último, una depreciación del dólar demasiado marcada podría dar lugar a excesivas presiones desinflacionarias en los socios comerciales estadounidenses, cuyos efectos podrían ir más allá del impacto directo sobre los precios resultante de la apreciación de las divisas. En torno a la mitad de los activos estadounidenses mantenidos en el exterior están denominados en moneda extranjera, mientras que la práctica totalidad de los pasivos de esa economía se denominan en dólares, lo que significa que una depreciación del dólar representaría una mejora de la posición de inversión internacional neta de Estados Unidos, pese a los pasivos exteriores netos de este país. Dado que las magnitudes totales de los activos y pasivos estadounidenses han aumentado durante las dos últimas décadas hasta un 62% y un 87% del PIB respectivamente, los efectos de valoración resultantes de una depreciación del dólar en un 10% reducirían, a igualdad del resto de variables, la deuda exterior neta en torno a un 3% del PIB. Esto tendría importantes repercusiones negativas sobre los países acreedores, pudiendo inducir una desaceleración del gasto que obstaculizaría el proceso de ajuste.

Mayor ahorro en los países con fuertes déficit exteriores

Otra forma de equilibrar de nuevo la demanda interna consistiría en un incremento del ahorro nacional en los países con fuertes déficit exteriores y en una reducción del mismo en aquellas economías que registran superávit. Tradicionalmente, los patrones comerciales han sido más sensibles a variaciones de la demanda que a cambios de los precios relativos, por lo que,

en este contexto, la política fiscal cuenta con un atractivo obvio, al menos en Estados Unidos. Además, una orientación fiscal más restrictiva ayudaría a afrontar los desafíos a largo plazo planteados por la creciente deuda pública estadounidense. Sin embargo, una consolidación fiscal rápida e intensa en ese país también podría tener un efecto contractivo a escala mundial, mientras que el atractivo de la solución alternativa —a saber, permitir una orientación fiscal más expansiva en las economías donde aparentemente el ahorro es demasiado elevado— es sólo limitado, dados los elevados niveles de deuda pública existentes en la mayoría de los países.

La actual disparidad en cuanto a las tasas de ahorro privado también ofrece cierto margen para el ajuste, aunque resulta más difícil concebir cuáles serían las medidas específicas de política económica recomendables. Las tasas de ahorro familiar son particularmente reducidas en los países con déficit por cuenta corriente, como Estados Unidos, el Reino Unido y Australia, pero es cierto que podrían aumentar, por ejemplo ante una subida de los tipos de interés. De manera simétrica, podría incentivarse un descenso del ahorro familiar en países con superávit por cuenta corriente abultados, especialmente en economías emergentes de Asia. El ahorro de los consumidores ha aumentado recientemente en la zona del euro, pudiendo existir un cierto margen para una reversión de esta tendencia. La tasa de ahorro familiar ya ha disminuido de un modo muy acusado en Japón, pero no resulta evidente si esta evolución a la baja podría o debería continuar. Por último, parece existir poca capacidad de maniobra para ajustar las pautas de inversión. En Estados Unidos, el margen para un descenso adicional de la tasa de inversión con respecto al PIB es aparentemente limitado por la fuerte corrección que ya ha tenido lugar, mientras que desde una óptica internacional, las tasas de inversión en Asia continúan siendo relativamente elevadas y podría producirse fácilmente una inversión improductiva. Por otra parte, un mayor volumen de inversión en las economías no asiáticas que aún se encuentran en etapas tempranas de desarrollo económico podría resultar decisivo para incrementar su producto potencial.

Lo anterior sugiere que los desequilibrios exteriores podrían evolucionar por tres vías diversas en los próximos años. Un primer escenario nada deseable vendría dado por un reajuste potencialmente intenso y desordenado de los tipos de cambio, a consecuencia por ejemplo de una menor disposición de los inversionistas extranjeros a adquirir activos estadounidenses. En tal caso, probablemente se reduciría el consumo en Estados Unidos de unas importaciones encarecidas, mientras que los tipos de interés a largo plazo podrían aumentar. Un segundo escenario consistiría en el mantenimiento del panorama actual, en el que, por ejemplo, los bancos centrales asiáticos continuarían acumulando reservas extranjeras. Sin embargo, esta situación distorsionaría la asignación internacional del capital y, al retrasar el necesario ajuste, podría incrementar el riesgo de que se produzca un ajuste posterior más profundo y perturbador. En cualquier caso, es inevitable que se produzcan fluctuaciones bruscas en una serie de tipos de cambio bilaterales, especialmente en los países industrializados con regímenes de tipo de cambio flexible. Un tercer escenario, el más deseable, contemplaría una reducción

Tres escenarios
de ajuste

gradual de los desequilibrios externos a escala mundial, a través de los efectos retardados sobre los flujos comerciales estadounidenses de una depreciación moderada del dólar, de un nivel de ahorro algo superior en Estados Unidos (mediante el ahorro de los hogares y una orientación fiscal más restrictiva), de una mayor flexibilidad cambiaria en Asia y de una demanda interna más intensa fuera de Estados Unidos.