

## CONFIRMACION DEL CAMBIO DE CICLO: LOS NUEVOS PROBLEMAS EN EL CAMINO HACIA UNA EXPANSION GLOBAL

---

*Juan Pérez-Campanero*

**T**ras el paréntesis del verano, la percepción sobre la evolución de la coyuntura económica internacional ha experimentado un nuevo cambio. La economía mundial atraviesa una fase de expansión global, y los problemas con que se enfrenta son muy diferentes a los que nos preocupaban durante la pasada recesión. En esta nota se repasan muy brevemente los temas más candentes de los desarrollos económicos recientes en la escena internacional.

### 1. Estados Unidos: ¿hacia un escenario de "soft landing"?

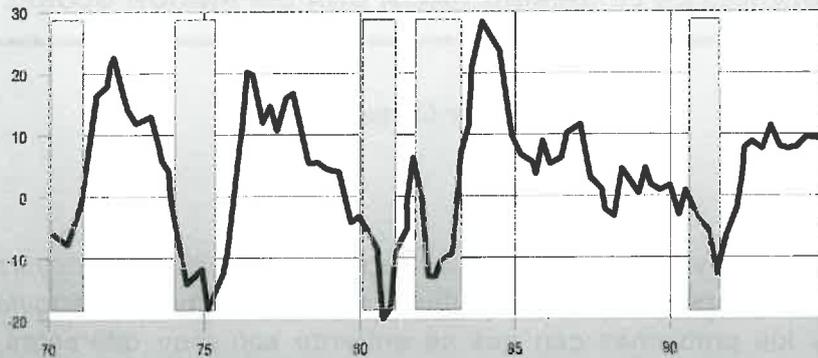
En el caso de la economía estadounidense, la recuperación ha venido desarrollándose a un ritmo boyante, con el PIB creciendo en tasas en torno al 4%, por encima del crecimiento potencial. En anticipación de los posibles efectos inflacionistas de un recalentamiento de la economía, la Reserva Federal ha venido elevando los tipos de interés desde febrero de este año, en una estrategia designada habitualmente con el término militar de "pre-emptive strike".

La cuestión relevante en este momento sobre la economía americana es la de si hemos entrado en una fase de desaceleración del crecimiento en la segunda mitad del año (y, en consecuencia, no son necesarias por el momento subidas adicionales de los tipos de interés en aquel país), o si, por el contrario, el ritmo de crecimiento continuará inalterado (y, por consiguiente, deberían introducirse nuevas subidas en los tipos de interés en el futuro inmediato). En estos momentos, las opiniones están relativamente divididas al respecto, aunque la opinión mayoritaria de los mercados es la de que el crecimiento y las presiones inflacionistas en esta segunda mitad de 1994 no tendrán el mismo vigor que en los trimestres anteriores, aunque se permanece a la espera de una confirmación de tal percepción. Por ello, cada nuevo dato económico publicado es escrutado con detalle, para desentrañar la información que puede contener al respecto. Un buen ejemplo es el significativo impacto de mercado que tuvo la publicación de las cifras de producción industrial y utilización capacidad instalada el 16 de septiembre pasado. Según estos datos, el grado de utilización de la capacidad instalada alcanzó el 84,7%, sólo un 0,1% por debajo de su máximo en la expansión anterior (alcanzado en enero de 1989), un valor por encima del esperado por los analistas, y que reabrió los temores sobre la inflación y sobre una reacción de la Reserva Federal, con un impacto negativo sobre los mercados de deuda y la bolsa.

¿Qué podemos decir al respecto? Un análisis detallado permite albergar algunas dudas sobre la hipotética desaceleración en curso. En efecto, la composición del crecimiento ha mejorado, porque la recuperación en el resto del mundo impulsa la demanda para las exportaciones americanas, y porque el efecto contractivo de las subidas de impuestos ha quedado atrás. Por otro lado, aunque la subida de los tipos de interés ha supuesto la desaparición del tono expansivo de la política monetaria, la depreciación del dólar y la relajación de las condiciones de préstamo

GRAFICO NUM. 1

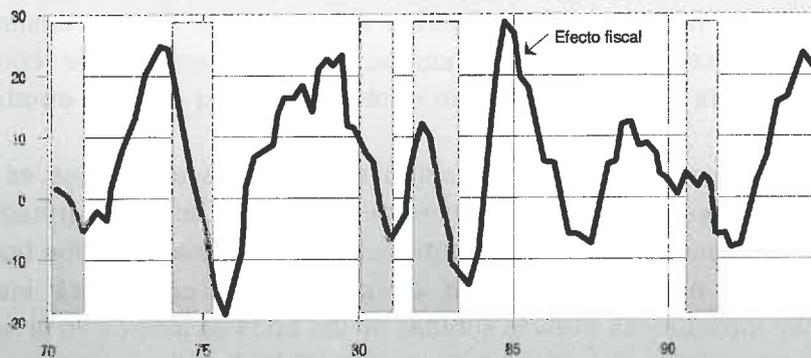
SUMA DE BIENES DE CONSUMO DURADEROS Y VIVIENDA (USA)  
% de variación interanual



Nota: Las zonas sombreadas indican recesiones.  
Fuente: J.P. Morgan Economic Research

GRAFICO NUM. 2

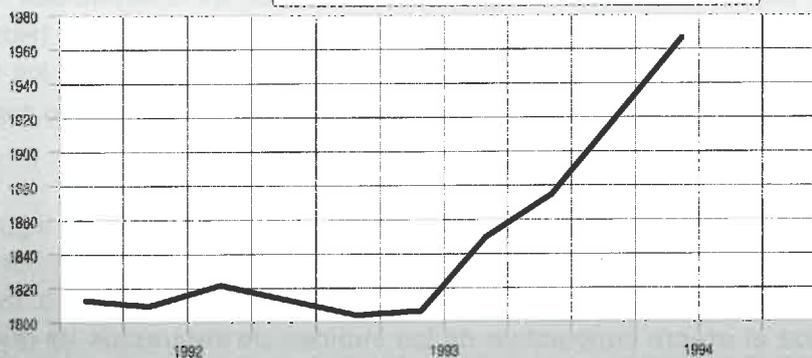
INVERSION PRIVADA (USA)  
% de variación interanual



Nota: Las zonas sombreadas indican recesiones.  
Fuente: J.P. Morgan Economic Research

GRAFICO NUM. 3

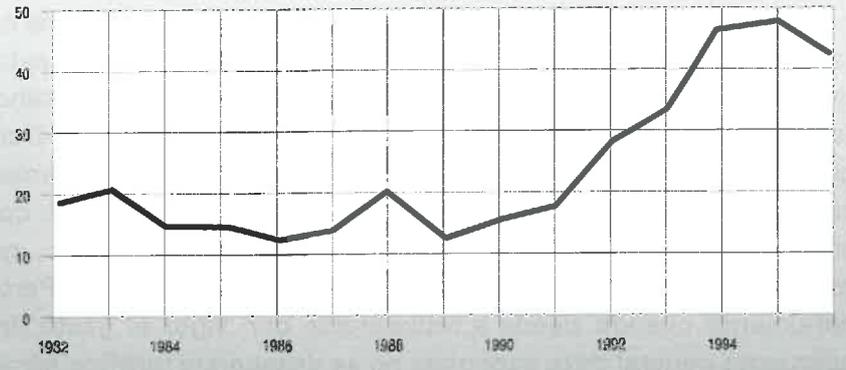
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS EN  
TERMINOS REALES, OCDE-EUROPA  
Miles de millones de \$USA, precios constantes de 1985,  
desestacionalizadas y anualizadas



Fuente: J.P. Morgan Economic Research

GRAFICO NUM. 4

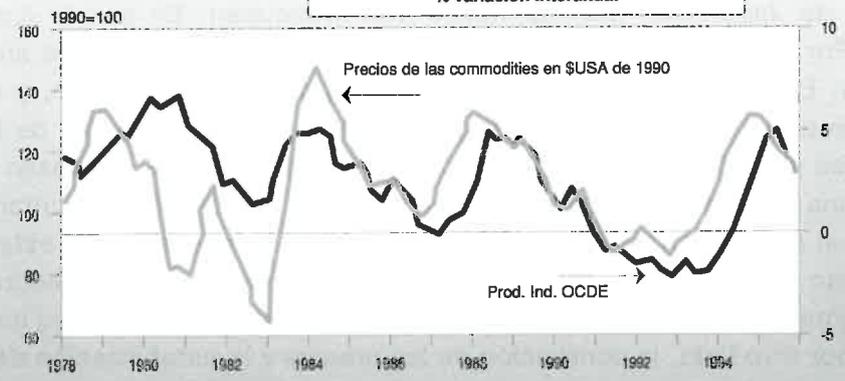
**INVERSION EXTRANJERA DIRECTA EN LOS MERCADOS EMERGENTES**  
Miles de millones de \$USA



Fuente: J.P. Morgan Economic Research

GRAFICO NUM. 5

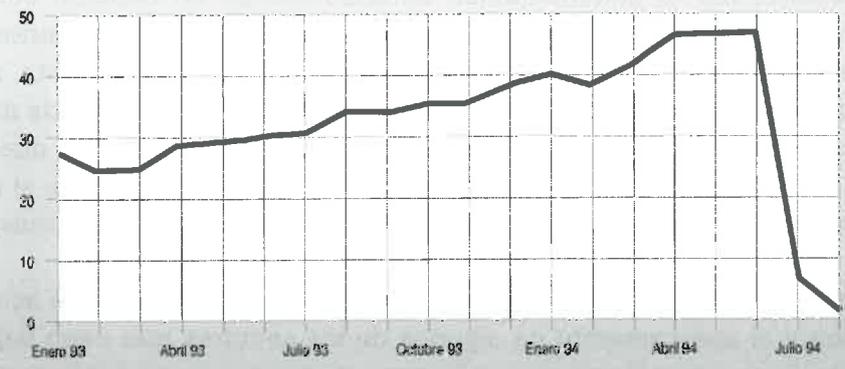
**PRECIOS DE LAS COMMODITIES Y PRODUCCION INDUSTRIAL EN LA OCDE**  
% variación interanual



Fuente: J.P. Morgan Economic Research

GRAFICO NUM. 6

**INFLACION EN PRECIOS AL CONSUMO (FIPE) EN BRASIL**  
% variación mensual



Fuente: J.P. Morgan Economic Research

compensan ese cambio, de tal forma que en su conjunto no se puede concluir de forma terminante que las condiciones financieras para el crecimiento hayan empeorado.

Los indicadores de producción y empleo disponibles no revelan ningún tipo de desaceleración por el momento. En cuanto a los indicadores de gasto, sí se ha producido una cierta ralentización de las ventas finales (que excluyen la evolución de los inventarios), pero esto puede muy bien responder a una evolución cíclica normal. En efecto, podemos estar presenciando la rotación habitual en la composición de la demanda a lo largo del ciclo económico. Durante las primeras fases de la recuperación en la economía estadounidense, han sido generalmente los componentes del gasto ligados a la demanda del consumidor como el gasto en bienes de consumo duraderos y el gasto en vivienda, los que experimentan un crecimiento más rápido, que luego tiende a atenuarse durante una fase más madura de la expansión (gráfico núm. 1). Pero en esta fase más madura, es generalmente cuando tiende a recuperarse con vigor el gasto de inversión, de tal forma que el crecimiento general de la economía no se desacelera (gráfico núm. 2). La excepción fue la recuperación de los primeros 80, debido a que los incentivos fiscales a la inversión incentivaron su crecimiento en un estadio relativamente temprano. Pero en la presente recuperación hay que pensar que se reproducirá la secuencia habitual.

## **2. Japón: la economía se fortalece paulatinamente.**

En el caso de Japón son dos los temas que preocupan. En primer lugar, el ritmo de la recuperación. Por el momento, la economía japonesa es la más débil de entre las economías industrializadas. El PIB volvió a caer en el segundo trimestre de este año, y se situó a un nivel apenas 0,2% superior al del mismo trimestre del año anterior, a pesar de la introducción de medidas fiscales expansivas. Pero todo parece indicar que se empiezan a manifestar los elementos de una recuperación. La demanda interna ha empezado a repuntar, impulsada por el estímulo fiscal al consumo y la detención de la caída de la inversión. En este sentido, la última encuesta Tankan del Banco de Japón confirma la mejoría de los indicadores de sentimiento empresarial (como stocks de bienes terminados, utilización de la capacidad instalada, utilización de empleo); y por otro lado, la contención de los precios y la estabilización de las rentas crearía un ambiente favorable para que las reducciones impositivas ya introducidas impulsaran el aumento del consumo privado. Pero además, a pesar de la apreciación del yen, las exportaciones se están comportando notablemente bien.

El segundo foco de atención es el resultado de las negociaciones comerciales con Estados Unidos. En este momento hay dos contenciosos abiertos, el de la licitación pública, y el la investigación abierta por la administración estadounidense en relación con el procedimiento "Super 301" para ciertas industrias (cristal, automóviles, repuestos de automóviles y servicios de seguros). La negociación sobre licitación es la preocupación más urgente, puesto que si no se alcanza un acuerdo, Estados Unidos publicaría inmediatamente una lista de acciones de castigo, sanciones que serían efectivas tras un período de 30 días; mientras que el fracaso de las negociaciones en el frente Super 301 no conduciría a sanciones durante al menos seis meses. No obstante, la posición de Japón es negociar conjuntamente ambos temas.

El resultado más probable es un compromiso parcial, que implique un acuerdo en el tema de licitación pública y el aparcamiento de algunos de los sectores que caen bajo el procedimiento Super 301, aunque el riesgo de un nuevo fracaso de las conversaciones es todavía elevado. La fecha límite para alcanzar un acuerdo es el viernes 30 de septiembre, por lo que en el momento

en que se publiquen estas líneas ya tendremos una solución al problema. Evidentemente, si la negociación se resuelve en un agrio desacuerdo podrían recrudecerse las tensiones sobre el dólar.

### **3. Europa: La reaparición de la divergencia entre núcleo y periferia.**

La nota más característica de la evolución cíclica de las economías europeas es su súbita recuperación durante 1994. La rapidez del cambio de tendencia, especialmente en Alemania, ha sorprendido a la mayoría de los observadores. Por ejemplo, entre las ediciones de Mayo y Octubre de este año, el Fondo Monetario Internacional ha revisado sus previsiones de crecimiento para Alemania en 1994 del 0,9% al 2,3%, acompañada por una revisión al alza de la previsión del crecimiento para 1995 del 2,2% al 2,8%.

La recuperación está soportada en un rango amplio de elementos. Las ventas finales (demanda interna excluidos inventarios) tocaron suelo en el segundo trimestre de 1993, y han venido aumentando desde entonces al todavía muy modesto ritmo del 1,3% en tasa anualizada. Las exportaciones han experimentado una aceleración notable, y vienen creciendo desde el segundo trimestre de 1993 a una tasa anualizada del 9% (gráfico núm. 3). Finalmente, la desacumulación de inventarios supuso un claro freno a la actividad en la segunda mitad del año pasado, pero finalmente parecen haberse alcanzado niveles de stocks tales que la producción responde rápidamente a aumentos en la demanda. El ejemplo más rotundo es el de la industria automovilística, donde la producción ha aumentado un 19% ante un aumento de las ventas de apenas un 5%. Este rasgo es importante, porque generalmente los súbitos rebotes en la actividad vienen ligados a un cambio de orientación en el comportamiento de los inventarios.

Pero quizá el desarrollo que más ha centrado la atención en las últimas semanas es la reaparición del tema de la divergencia intraeuropea. A nivel político, fue relanzado por la publicación de un documento político de la CDU alemana y unos comentarios del primer ministro francés, que parecían sancionar como un hecho inevitable la llamada "Europa de dos velocidades" e incluso -en el primer caso- enumeraban a los países que integraban cada grupo.

Trascendiendo los aspectos políticos o estratégicos del asunto y centrándonos en los puramente económicos, la evolución económica reciente vuelve a poner de manifiesto las tensiones en el proceso de integración monetaria diseñada en Maastricht, y a desvelar un crecientemente divergente comportamiento económico entre núcleo y periferia.

Dejando a un lado al Reino Unido, que es probablemente un caso aparte, y en buena medida se encuentra en muchos aspectos todavía dividido entre su orientación atlántica y su orientación europea, la nota probablemente más característica del futuro inmediato en Europa es el diferente comportamiento económico de los países que mantuvieron sus monedas ligadas al marco alemán (Benelux, Francia, Dinamarca), y el de aquellos que devaluaron. En los países que devaluaron (los países escandinavos, ibéricos e Italia), probablemente se producirá una combinación de mayor crecimiento y mayor inflación que en los países del núcleo.

En lo que respecta al crecimiento, el rebrote inicial de recuperación económica sólo se podrá mantener y acelerar en el núcleo si la demanda interna se recupera en medida suficiente para tomar el relevo, sobre lo que no hay ninguna evidencia suficientemente sólida al respecto: la demanda interna está creciendo, sí, pero a un ritmo moderado. En cambio, los países periféricos

que devaluaron podrán seguir beneficiándose del dinámico comportamiento de las exportaciones impulsado por las ganancias de competitividad conseguidas.

En cuanto a los precios, el impacto inflacionista de las devaluaciones ha estado de momento contenido por el impacto de la recesión. Pero a medida que la actividad se recupera a un ritmo cada vez más vivo y, en particular, los componentes de la demanda interna empiezan a mostrar mayor vitalidad, existe el riesgo cierto de que esas presiones contenidas acaben por salir a la superficie. De hecho, los indicadores de precios industriales ya han venido mostrando un impacto en precios de la devaluaciones en países como Suecia o España. Este factor está claramente ausente en los países que mantuvieron su moneda ligada al marco, y por ello no parece haber ningún obstáculo serio para que la tasa de inflación en los países del núcleo se sitúe o se mantenga en niveles alrededor del 2%.

Además, el perfil temporal también juega un papel crucial. El grado de convergencia entre los países del núcleo es hoy inusualmente alto. Con toda probabilidad y excepto en el caso de Dinamarca, el próximo año todos estos países tendrán tasas de crecimiento real el PIB en un rango del 2,5 al 3%, y tasas de inflación en un rango del 2 al 2,5%. Pero este grado de sincronía no va a mantenerse por siempre. La diferente orientación de la política fiscal (el programa de consolidación fiscal en Alemania está mucho más avanzado que en otros países, que mantienen políticas neutrales o expansivas) muy probablemente conducirá eventualmente a la reaparición de las divergencias cíclicas. Por ello, no es de extrañar que aparezcan presiones en los países del núcleo para aprovechar la oportunidad que ofrece el momento y tratar de avanzar en la integración mutua.

#### **4. Mercados emergentes: ¿suficiente financiación para aún más crecimiento?**

En el caso de los países emergentes, y frente a los temores de quienes auguraban una drástica desaceleración del crecimiento a partir de este año debido a la subida de los tipos de interés mundiales, se está comprobando que la pauta de sólido crecimiento se consolida. Las nuevas previsiones del Fondo Monetario Internacional implican un crecimiento del 5,6% este año y el próximo, a pesar de los problemas en algunos países como Venezuela y Turquía, y a la desaceleración del crecimiento en México.

Varios factores compensan el impacto negativo de los mayores tipos de interés y explican estas favorables perspectivas. Entre ellos están el mayor crecimiento en los países industrializados, que permite sostener un crecimiento de las exportaciones; la continuación durante 1994 de los flujos de inversión exterior procedentes de la OCDE (gráfico núm. 4), aunque quizás puedan desacelerarse ligeramente en 1995; y presión alcista sobre los precios de las mercancías, a medida que la actividad industrial se recuperaba, primero en Estados Unidos, y después en el resto de los países industriales (gráfico núm. 5). Finalmente, el éxito de las políticas reformistas aplicadas en muchos de estos países, que han permitido mejorar sustancialmente la eficacia de la asignación de recursos.

Conviene quizá destacar que las elevadas tasas de crecimiento nos parecen únicamente inusuales porque tenemos reciente en la memoria la experiencia negativa de los años 80 en América Latina. Pero, de hecho, el crecimiento prolongado a tasas elevadas es la norma más que la excepción en los países emergentes, aunque ciertamente con grandes diferencias entre Asia y América Latina, como ilustra el cuadro núm. 1. En los países emergentes de Asia la tasa

tendencial de crecimiento en los últimos 25 años se ha situado cerca del 7% anual acumulativo (con un crecimiento anual de la productividad en torno al 5%), mientras que para América Latina apenas alcanzaba el 4%.

CUADRO NUM. 1

TASAS DE CRECIMIENTO MEDIAS DEL PIB EN TERMINOS REALES			
	OCDE	América Latina	Países emergentes de Asia
1964-73 .....	4,7	6,3	6,5
1974-80 .....	2,5	5,4	5,6
1981-90 .....	2,8	1,2	7,5
1991-95 .....	1,9	3,7	7,4

Fuente. J.P. Morgan Economic Research

La continuación del crecimiento lleva aparejado un aumento de las importaciones, al tiempo que la financiación exterior se reducirá ligeramente. Al aumentar los déficit por cuenta corriente y reducir ligeramente el flujo de financiación, la competencia por la financiación existente aumentará. En algunos casos específicos (por ejemplo, México, Filipinas), el cuello de botella de una posición de balanza de pagos insostenible difícil de financiar si las condiciones son relativamente poco favorables podría llegar a presentarse, como se ha presentado en el pasado reciente en otros países emergentes como Turquía y Venezuela, conduciendo a dolorosos procesos de ajuste.

Por otro lado, la implantación de programas de ajuste y reforma ha conducido a una notable reducción de la inflación en las áreas tradicionalmente inflacionistas. El ejemplo más reciente de un dramático éxito de las políticas de estabilización (y ejemplo rotundo de sus decisivas implicaciones políticas, al haber cambiado por completo el cariz de la campaña electoral presidencial, con un cambio en la intención de voto de más de 25 puntos a favor de Cardoso y en contra de "Lula" en pocas semanas) es el que ofrece Brasil. La implantación del "plano real" ha conducido a una drástica reducción de la tasa de inflación (gráfico núm. 6) en un país que ya estaba al borde del colapso económico y social que representa un proceso de hiperinflación.