

## LOS PAISES INDUSTRIALIZADOS SIN PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO VIGOROSO

---

*Nieves García Santos  
J. P. Morgan*

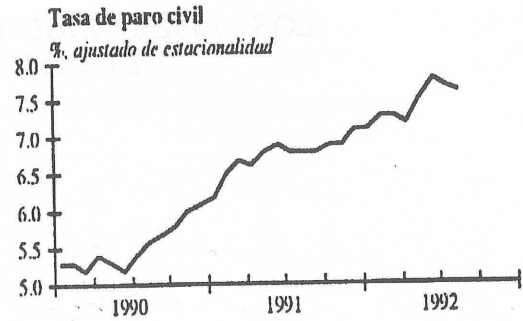
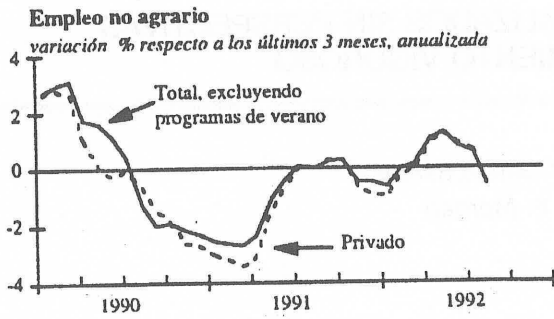
### Introducción.

A lo largo del segundo y del tercer trimestre de 1992, las perspectivas de crecimiento económico para los principales países industrializados se han ido corrigiendo a la baja. Las expectativas de recuperación económica tras casi dos años de débil crecimiento y de recesión en algunos casos, no se han cumplido. El fuerte crecimiento del PNB generalizado durante el primer trimestre pareció en un principio confirmar el inicio de la recuperación. Sin embargo, todos los indicadores económicos a partir de abril mostraron que el PNB durante el primer trimestre había sido estimulado por factores excepcionales, como una climatología favorable o el hecho de ser 1992 un año bisiesto. A partir de entonces, aunque variando su intensidad o su generalidad, las variables económicas han confirmado que las principales economías muestran un perfil de desaceleración. Para el grupo de las siete economías más fuertes, si bien el PNB creció a una tasa del 3% (anualizada) durante el primer trimestre, para el segundo trimestre se espera una tasa del 1% únicamente, y para todo 1992 del 1,5%.

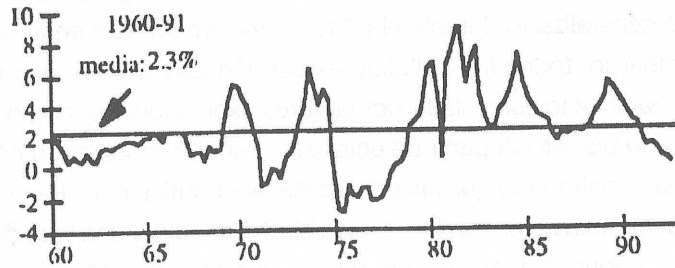
Si éstas son las perspectivas, cabe hacerse la pregunta: ¿por qué se ha difuminado la recuperación que a principios de año parecía tan probable?. Además, la falta de recuperación económica podría llevar a la formulación de una duda: ¿se dirigen los países industrializados hacia una nueva recesión?, o más aún, ¿cabe la posibilidad de una recesión mundial?. La posibilidad de una nueva recesión, aunque actualmente no tendría una probabilidad mayoritaria no es descartable: en un contexto en el que la economía norteamericana no acaba de mostrar un crecimiento vigoroso, y las economías europeas tienen aún un período por delante de unos seis-nueve meses de desaceleración antes de estar en disposición de mantener un crecimiento sostenido y vigoroso, si no, en todo caso, de crecimiento muy moderado. Esto se está traduciendo en un retraimiento del comercio mundial y, aunque una recesión mundial parece improbable, tal posibilidad tiene algún punto de justificación en la actualidad.

La economía norteamericana no está respondiendo a la significativa relajación monetaria que ha tenido lugar a lo largo del último año. A pesar de los menores costes tanto financieros como laborales, que han redundado en una recuperación de los márgenes de beneficios, los productores no se muestran muy dispuestos a aumentar su ritmo de producción. En todo caso éste estaría apoyado en una mayor productividad del trabajo y no en un aumento del empleo. Pero, a su vez, la permanencia de una elevada tasa de paro deprime la confianza del consumidor, que permanece en una actitud cautelosa, reticente a acelerar su gasto de consumo y a reducir su tasa de ahorro, ya de por sí en un nivel muy bajo.

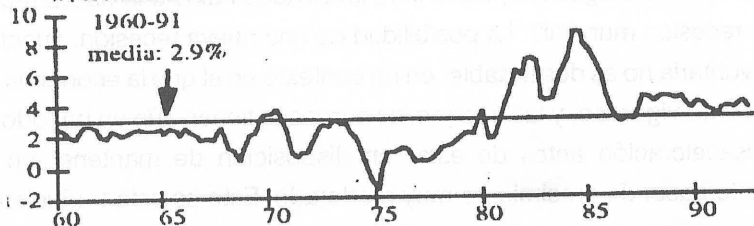
## Estados Unidos



### Tipos de interés de los fondos federales %, términos reales



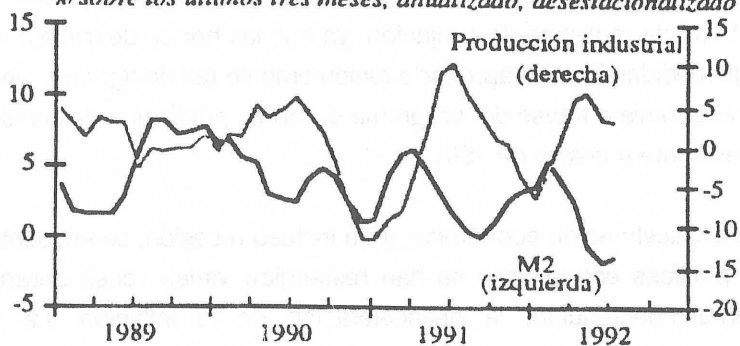
### Rendimiento de los bonos a 10 años %, términos reales



Los tipos de interés reales se calculan usando las variaciones anuales en el deflactor del consumo privado como medida de inflación. Los graficos consideran medias trimestrales, suponiendo que el valor para el tercer trimestre de 1992 es 3.25% para el tipo de los fondos federales, 6.75% para el rendimiento de los bonos, y 3.25% para la inflación (igual que la media del segundo trimestre). Las sombras señalan las recesiones.

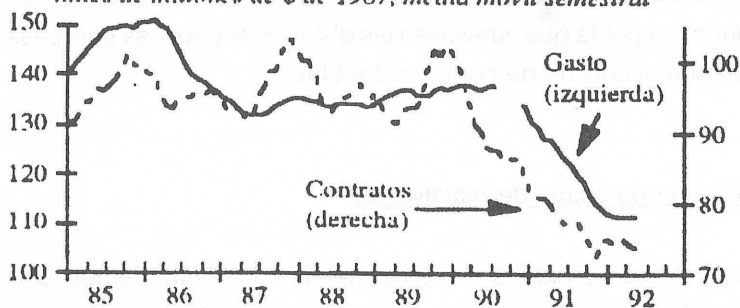
### M2 y producción industrial

% sobre los últimos tres meses, anualizado, desestacionalizado



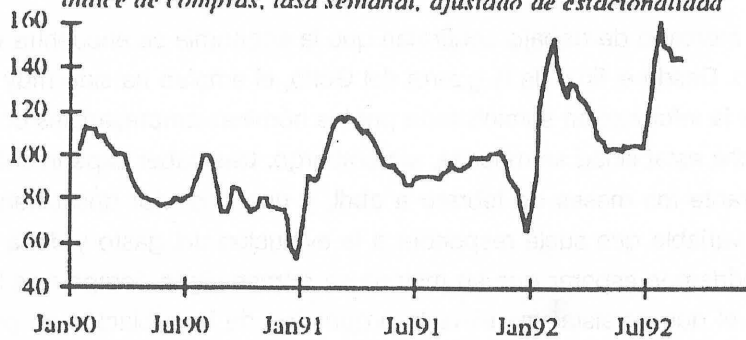
### Actividad constructora no residencial

miles de millones de \$ de 1987, media móvil semestral



### Volumen de demanda de hipotecas

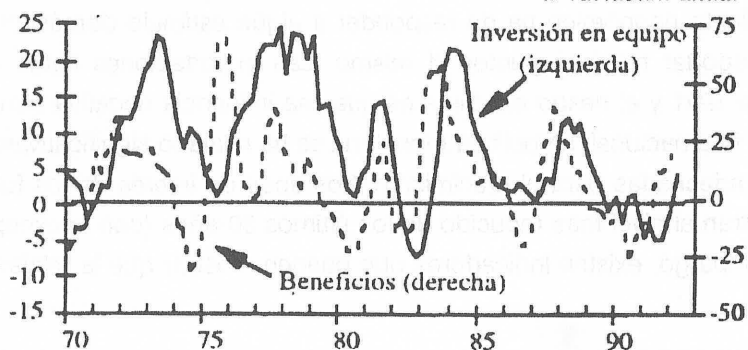
índice de compras, tasa semanal, ajustado de estacionalidad



### Beneficios e inversión en equipo

% variación anual

% variación anual



En el caso de Japón, la economía tampoco ha respondido aún a la relajación monetaria. Con las empresas revisando a la baja sus planes de inversión, la demanda de crédito permanece en niveles muy reducidos, y el mercado laboral da muestras de relajación, ya que las horas de trabajo extraordinarias están reduciéndose. El paquete de medidas fiscales aprobado recientemente (28 de agosto), sin embargo, supondrá una ayuda importante a la economía a través del programa de obras públicas y de las facilidades crediticias. Su efecto empezará a ser evidente a finales de 1992.

El verdadero riesgo de desaceleración económica, y de incluso recesión, se encuentra en las economías europeas. En Europa, las políticas económicas se han restringido varias veces durante 1992 en aras de conseguir el objetivo común perseguido, la desaceleración de la inflación. La restricción ha sido fundamentalmente monetaria, aunque algunos países también han aprobado medidas restrictivas de naturaleza fiscal. Por último, las monedas europeas, en conjunto, parecen muy poco competitivas a nivel internacional, lo cual tampoco va a resultar positivo para el crecimiento económico. El reciente recorte de tipos de interés en algunos países europeos, iniciado por el Bundesbank, no puede entenderse como una relajación monetaria del conjunto sino como una medida dirigida a reducir los desequilibrios intra-sistema. Estos, consecuencia de la distinta fase del ciclo económico por la que atraviesan las distintas economías europeas, se habían traducido en tensiones importantes en el mecanismo de cambios del SME.

#### La economía norteamericana no acaba de reactivarse.

La economía norteamericana está teniendo un comportamiento muy moderado, según el cual, si bien no se observa un nuevo deterioro tampoco muestra una recuperación significativa. El PNB, que creció a una tasa del 1,5% (en términos reales) durante el segundo trimestre, se espera que muestre una ligera aceleración hasta una tasa del 2% durante la segunda mitad de 1992.

Los informes sobre el mercado de trabajo confirman que la economía se encuentra en una dinámica de crecimiento muy moderado. Desde el final de la guerra del Golfo, el empleo ha sido muy estable, tal y como se confirma tanto mediante la información suministrada por las nóminas empresariales como por la encuesta realizada a las familias. Dicha estabilidad se muestra, sin embargo, tras haber experimentado un crecimiento de alrededor del 1,5% durante los meses de febrero a abril, y una posterior desaceleración entre mayo y agosto. El empleo es una variable que suele responder a la evolución del gasto y de la producción con un cierto desfase; por eso podríamos esperar que su mejoría se retrase algún tiempo tras la aceleración de la producción. Sin embargo, el que persista una elevada proporción de la población en paro (según muestra la tasa de desempleo) implica un riesgo para la recuperación del gasto de consumo privado. ¿Podemos esperar una recuperación sostenida de la economía norteamericana?. ¿Qué fuentes podrían apoyar ese crecimiento?.

En principio, el crecimiento económico ha de responder a algún estímulo doméstico, ya que el sector exterior no parece poder aportar muchos puntos al mismo. Las exportaciones netas restaron puntos al crecimiento del PIB durante 1991 y el riesgo existente es que esa influencia negativa continúe durante 1992 debido a la débil coyuntura internacional. La política monetaria se ha relajado significativamente durante 1991 creando unas condiciones adecuadas para el crecimiento. Los tipos de interés de los fondos federales (en términos reales) se encuentran al nivel más reducido de los últimos 30 años (con la excepción de principios de los años setenta). Sin embargo, existen indicadores que pueden mostrar que la relajación monetaria aún



no es suficiente. Por una parte, los tipos de interés a largo plazo, en términos reales, permanecen elevados: se sitúan por encima del 3%, cuando la media entre 1960 y 1991 es del 2,9%. Por otra parte, el crecimiento de la masa monetaria (M2) es extraordinariamente moderado. M2 está creciendo a un ritmo del 1% con relación al último trimestre de 1991, por debajo de límite inferior de su rango de objetivos. La falta de respuesta del crecimiento monetario a la reducción de los tipos de interés refleja procesos financieros de sustitución de activos incluidos dentro de M2 por otros fuera del agregado como es el caso de los fondos de inversión. Con un crecimiento esperado del PNB alrededor del 2% y con los tipos de interés a corto plazo a unos niveles tan reducidos, no cabe esperar una relajación monetaria importante en el futuro. Solamente la persistencia de cifras de crecimiento del PNB del orden del 1,5% podrían contrarrestar los temores del Fed a que una relajación monetaria se traduzca en una depreciación del dólar, con efectos negativos a corto plazo sobre el crecimiento exterior y a medio plazo sobre la inflación americana.

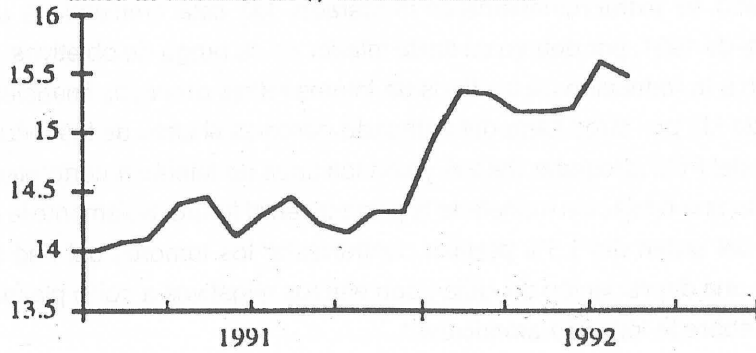
Podemos analizar la cuestión de si la relajación monetaria implementada es o no suficiente para garantizar el crecimiento viendo las perspectivas que muestran los componentes del gasto agregado. El gasto de construcción no residencial durante el período transcurrido de 1992 ha dejado de contribuir negativamente al crecimiento como hizo durante 1991. Entre la construcción no residencial y el gasto de defensa substrajeron 0.8 puntos porcentuales al crecimiento del PNB en 1991. Durante la primera mitad de 1992 tanto las órdenes de nuevos proyectos como el gasto se han estabilizado pero aún falta por percibir un crecimiento efectivo; es más, los permisos de obra solicitados aún se están reduciendo, con lo que cabe esperar aún un cierto tiempo para ver una recuperación del sector. Las perspectivas son algo más positivas para la construcción residencial. La caída de los tipos de interés hipotecarios ha estimulado la demanda de hipotecas y el interés comprador de viviendas parece recuperarse. Sin embargo, aún se necesita tiempo para que ello se traduzca en un mayor número de viviendas iniciadas.

Mejores perspectivas ofrece el gasto en bienes de equipo, aunque su peso en el PNB no es excesivamente grande. La recuperación de los beneficios empresariales representa un incentivo a la inversión. Los beneficios empresariales están creciendo desde el final de la guerra del Golfo, ayudados por el aumento en los volúmenes de ventas, la fuerte reducción de los costes financieros y el agresivo comportamiento de las empresas recortando costes laborales. Como consecuencia, el gasto en bienes de capital (excluyendo defensa) ha aumentado a una tasa anual del 12% durante la primera mitad de 1992.

El principal factor de incertidumbre en el crecimiento de la economía norteamericana lo constituye el gasto de consumo privado. El gasto de consumo privado representa alrededor de dos terceras partes del PNB, y su crecimiento supone un importante motor al crecimiento económico global. La primera impresión que se obtiene de la observación de las magnitudes es que el consumo privado ha contribuido al crecimiento desde el final de la guerra del Golfo. Si el PNB ha crecido a una tasa del 1.6% en términos reales entre abril de 1991 hasta junio de 1992, el consumo privado ha contribuido en 1 punto porcentual. Sin embargo, los indicadores recientes ofrecen una perspectiva del consumo no excesivamente clara. Las ventas en cadenas comerciales han aumentado durante la primera mitad de 1992, y, aunque durante agosto han caído ligeramente, se encuentran a niveles superiores a los alcanzados durante 1991. Sin embargo, las ventas de coches y de furgonetas han continuado mostrando la misma pauta que durante 1991. En general el gasto de consumo parece continuar creciendo a una tasa muy similar a la de 1991 (1.5% anual), aunque una forma muy volátil, con un primer y un tercer trimestres fuertes, y un segundo trimestre débil.

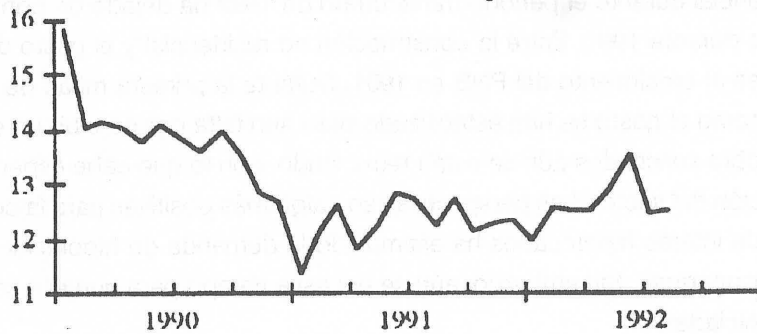
### Ventas en cadenas comerciales

miles de millones de \$, Johnson Redbook



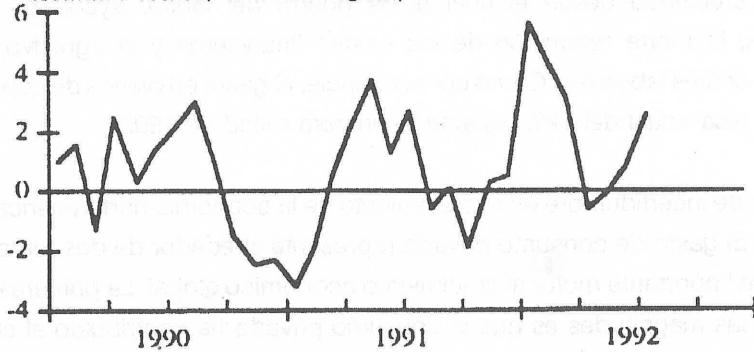
### Ventas de vehículos ligeros (autos y camionetas)

millones de unidades, tasa anualizada, ajustado de estacionalidad



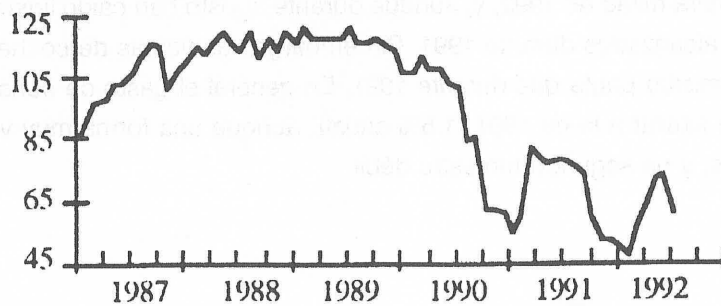
### Gasto de consumo (excluyendo automóviles)

términos reales, tasa anualizada, variación sobre los últimos 3 meses



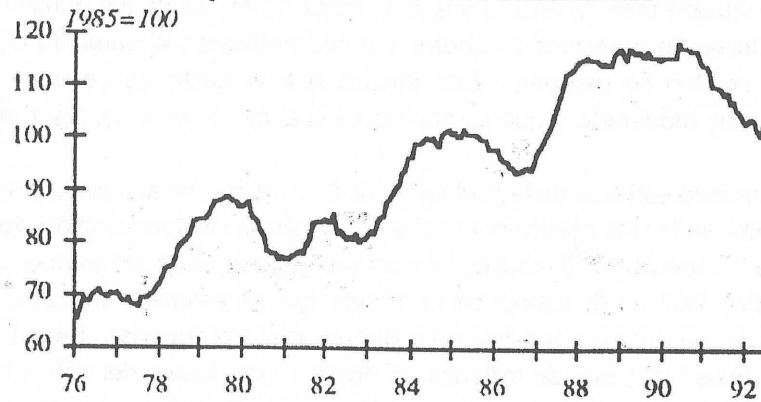
### Confianza del consumidor

índice del Conference Board, 1985=100, ajustada de estacionalidad

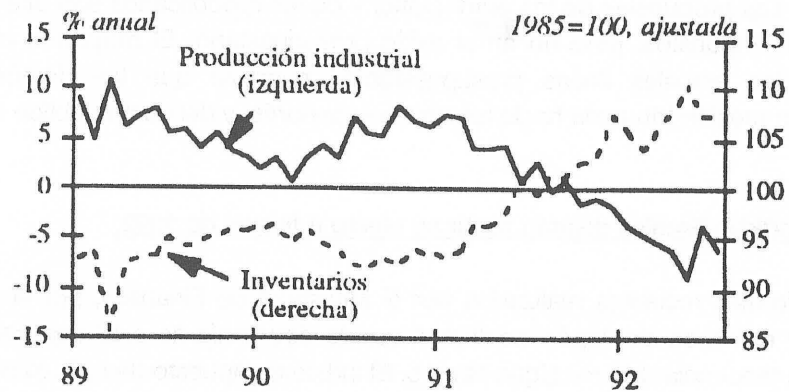


## Japón

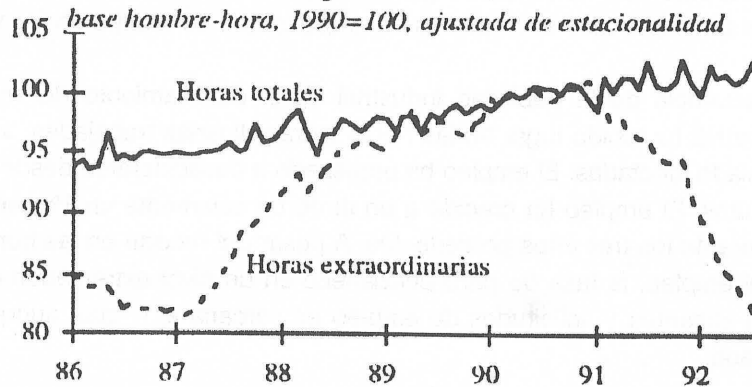
**Indice compuesto de indicadores adelantados**



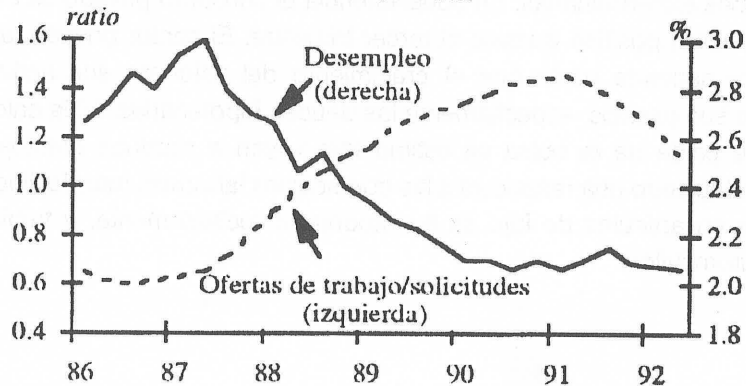
**Producción industrial**



**Horas totales trabajadas**



**Situación del mercado laboral**



La ausencia de una recuperación clara y sostenida del consumo privado se explica por la permanencia de una tasa de desempleo elevada, junto con una desaceleración de los salarios, que deprimen la renta privada. Además, la reducida tasa de ahorro y la deprimida confianza de los consumidores induce a pensar que los particulares desearán aumentar su ahorro y a ello dedicarán el aumento de su renta en un primer momento cuando el empleo se recupere. Esto implica que el gasto de consumo aún va a permanecer creciendo a un ritmo muy moderado y que su contribución al crecimiento va a ser modesta.

No cabe esperar mucho estímulo de la política fiscal. Con los planes actuales, el déficit estructural reducirá su peso en el PNB, implicando una política contractiva. Además, la composición del déficit (que indica recortes en el gasto de defensa compensados parcialmente por mayores gastos en programas sanitarios) puede implicar que el efecto restrictivo total en la economía es mayor que el estimado inicialmente, ya que los efectos multiplicativos del gasto de defensa son mayores que en otros programas. Según el plan actual, el déficit estructural estaría en unos 200 miles de millones de dólares, por debajo del déficit total estimado para 1992 (300 mil millones de dólares). Además, los dos candidatos a la Casa Blanca piden una reducción del déficit estructural: el elevado tamaño del mismo implica que el próximo gobierno no va a desear practicar una política fiscal estimulante. Las propuestas de los demócratas y de los republicanos son diferentes en la composición del gasto y de los impuestos, pero no en el saldo presupuestario. El programa republicano aboga por la continuación de las actuales líneas presupuestarias, mientras que los demócratas favorecerían una redistribución de la presión tributaria hacia las rentas superiores, y del gasto público hacia los gastos sociales.

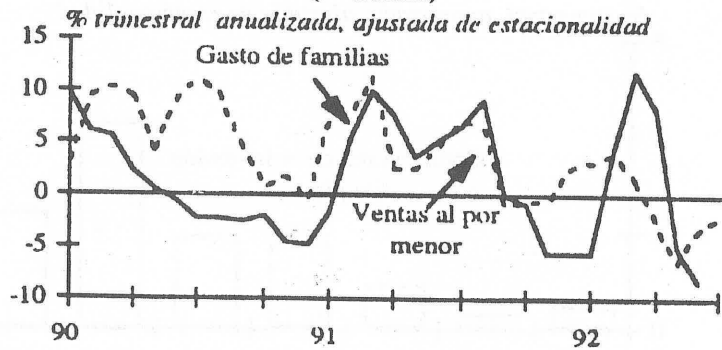
#### **Japón: las medidas fiscales dejarán sentir su efecto a finales de 1992.**

Todos los informes recientes realizados por el Ministerio de Finanzas, por la Agencia de Planificación Económica y por el Banco de Japón confirman que la economía se está desacelerando, y que aún va a continuar con esa tendencia durante algún tiempo. El índice compuesto de indicadores adelantados comenzó a mostrar un perfil descendente en 1990 que aún no ha finalizado. La desaceleración industrial puede continuar hasta 1993, ya que hasta entonces no se estima probable que finalice la corrección que se está produciendo actualmente en el nivel de existencias acumuladas ni tampoco que se recuperen las ventas finales.

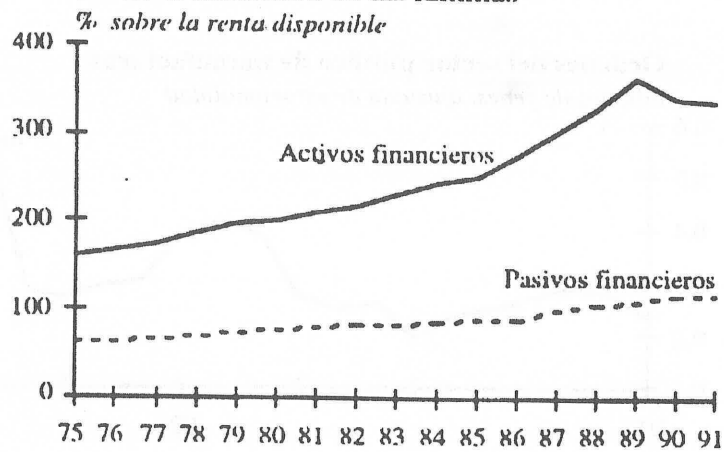
La primera consecuencia de la debilidad industrial es el debilitamiento del mercado del trabajo. La reducción más significativa ha tenido lugar en las horas extraordinarias trabajadas, aunque las horas totales no se han visto demasiado afectadas. El empleo ha empezado a desacelerarse desde abril, especialmente en el sector de manufacturas. El empleo ha crecido a un ritmo de solamente un 1%, en comparación con una media anual del 3% durante los tres años precedentes. A pesar del recorte en las horas extraordinarias y del menor crecimiento del empleo, la tasa de paro permanece en un nivel extremadamente reducido (2%) y la relación entre puestos vacantes y solicitudes de empleo es cercana a 1, que, aunque inferior a los niveles recientes, aún es elevada.

La desaceleración del empleo se está traduciendo en cierta moderación salarial, tanto en el salario base como en compensaciones extraordinarias. En consecuencia el consumo privado se está moderando, aunque aún mostrará un crecimiento positivo durante el tercer trimestre. El sector privado japonés se encuentra en una posición financiera saneada dado que el crecimiento del valor de sus activos ha compensado el incremento del valor de sus pasivos, especialmente las deudas hipotecarias. Ni la caída de los precios de las viviendas ni la reciente caída de la bolsa se estima que vayan a producir efectos riqueza adversos. Sin embargo, sí se está produciendo una respuesta a las condiciones laborales más flexibles; el gasto de consumo en bienes duraderos y en artículos de lujo se ha moderado recientemente, y también, aunque en menor medida, el gasto en automóviles.

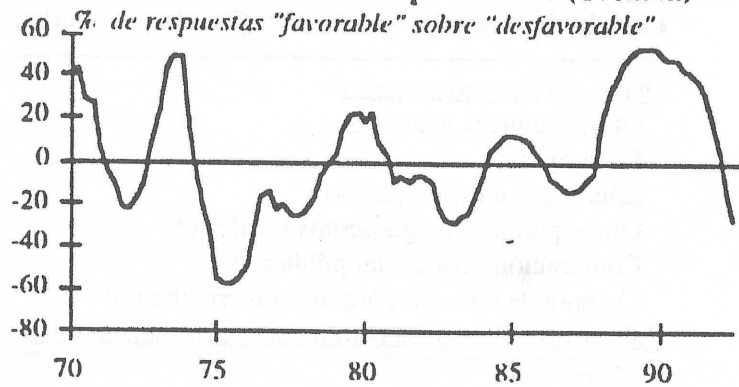
### Gasto de consumo (nominal)



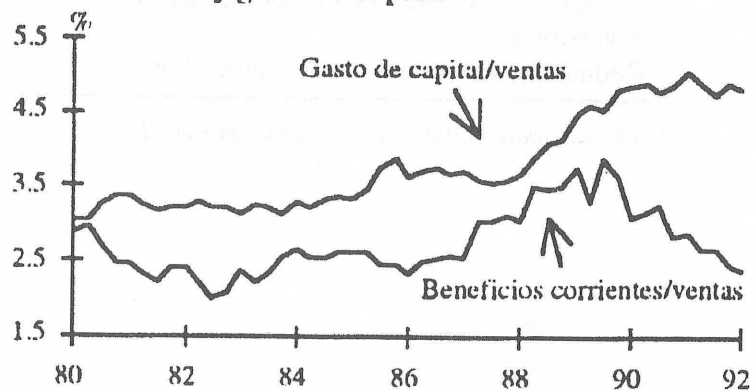
### Posición financiera de las familias



### Indice de condiciones empresariales (Tankan)

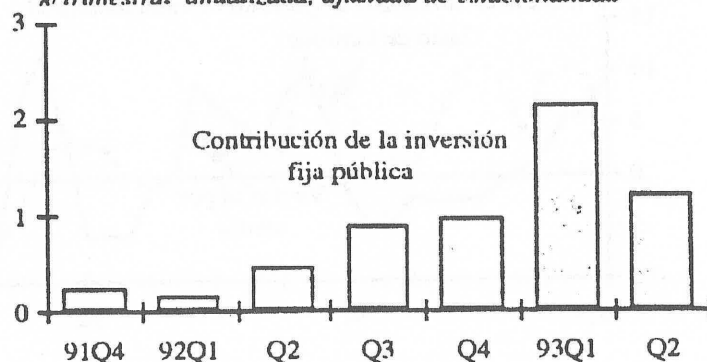


### Beneficios y gasto de capital



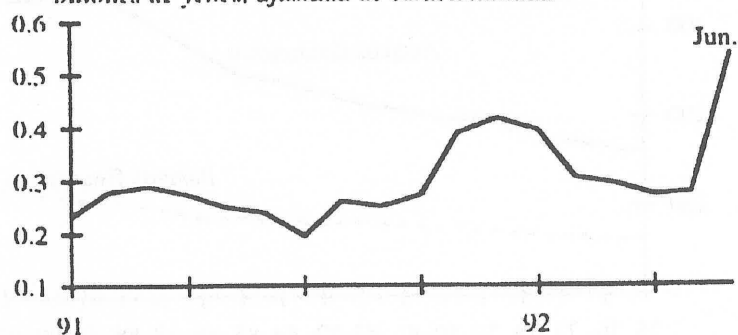
### Contribución del gobierno al crecimiento del PIB

% trimestral anualizada, ajustada de estacionalidad



### Ordenes del sector público de manufacturas

billones de yenes, ajustada de estacionalidad



### Principales medidas del paquete fiscal

billones de ¥

|   |              |
|---|--------------|
| <u>Obras públicas adicionales</u>                           | 8.60         |
| Obras públicas generales                                    | 3.40         |
| Resturación   | 0.50         |
| Educación e investigación                                   | 0.55         |
| Obras públicas de gobiernos locales (*)                     | 1.80         |
| Construcción residencial pública (*)                        | 0.80         |
| Compra de terrenos para uso gubernamental (*)               | 1.55         |
| <u>Préstamos adicionales para inversión empresarial (*)</u> | 2.10         |
| <b>Total</b>  | <b>10.70</b> |

### Otros

|  |      |
|--|------|
| Compra de acciones por fondos publicos (*) | 1.12 |
| Inversiones                                | 0.70 |
| Reducción de impuestos sobre inversión     | 0.30 |

(\*) Financiadas (total o parcialmente) por el FILP



El gasto en bienes de capital tampoco ofrece unas perspectivas brillantes, ya que está respondiendo a la caída de los beneficios durante 1991. La inversión privada ha pasado de representar un 20% del PIB durante 1991 a un 19% durante el primer trimestre de 1992. Aunque la diferencia es pequeña, la tendencia es hacia una mayor desaceleración tal y como lo muestran los índices de confianza empresarial incluidos en el último informe trimestral del Banco de Japón (Tankan). En este informe se afirma que las grandes empresas de manufacturas planifican recortes significativos en su inversión, aunque las empresas no manufactureras son más moderadas. Las pequeñas empresas (que representan un 45% del total del gasto de capital) también planifican reducciones en su inversión, aunque la cifra de recorte mencionada (un 20% respecto a 1991) parece exagerada y puede corregirse en informes posteriores.

Sin embargo, las recientes medidas fiscales van a tener un impacto positivo tanto en el gasto en bienes de equipo como en el de construcción. En el gasto en bienes de equipo, el aumento de los pedidos de equipo procedentes del sector público durante el mes de junio, ya es un reflejo de dichas medidas. En la construcción aún no hay señales positivas aunque se espera que empiecen a ser evidentes durante el último trimestre de 1992. Ello supondrá un apoyo crucial sobre todo en el sector de construcción residencial cuyas órdenes se han reducido significativamente durante el segundo trimestre, generando la posibilidad de que las viviendas comenzadas se reduzcan, y por tanto la actividad del sector de construcción se retraiga.

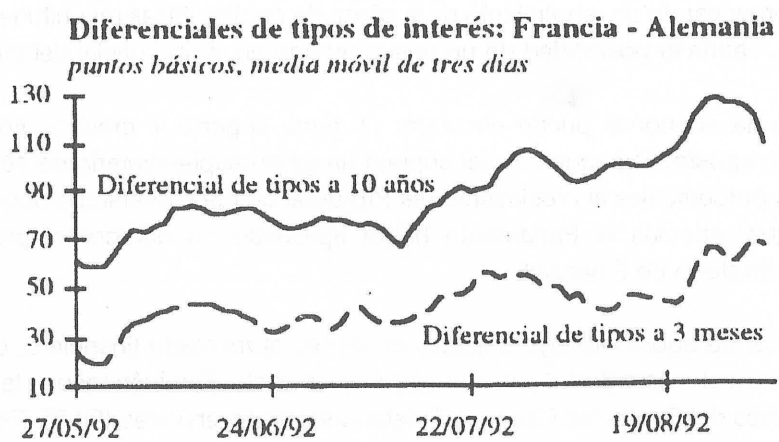
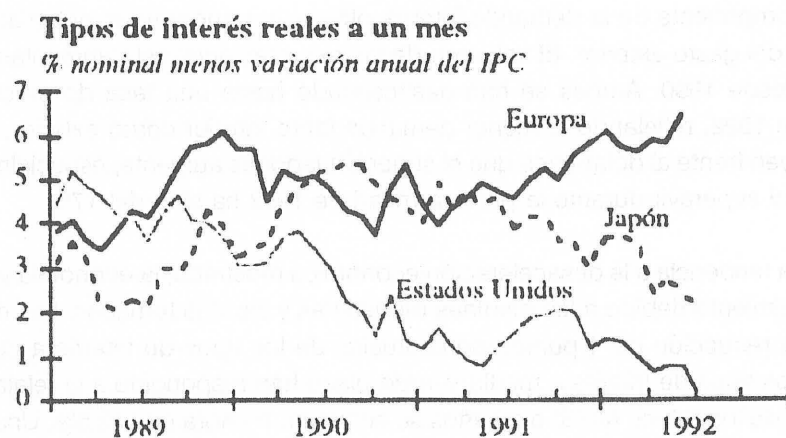
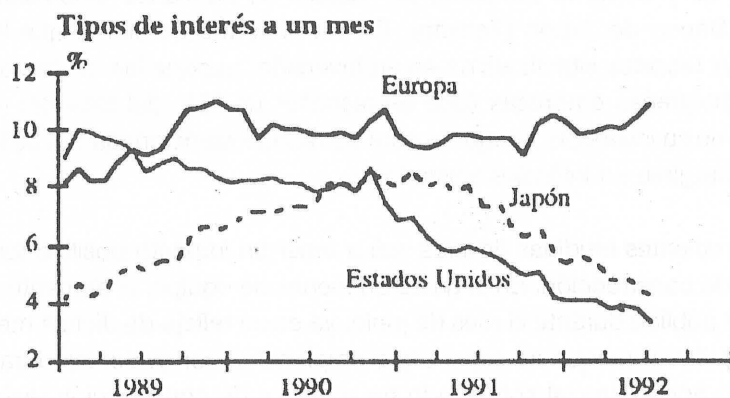
Si ningún componente de la demanda interna ofrece un panorama muy brillante, tampoco cabe esperar mucho estímulo del gasto exterior. El volumen de las exportaciones está aumentando al mismo ritmo que las importaciones desde 1990. Ambas se han desacelerado hasta una tasa de crecimiento del 2% durante la primera mitad de 1992, reflejando la menor demanda tanto interior como exterior. En términos nominales, la apreciación del yen frente al dólar hace que el superávit japonés aumente, especialmente con Estados Unidos; el crecimiento del superávit durante la primera mitad de 1992 ha sido del 17%.

A pesar de la tendencia a la desaceleración económica mostrada, la economía japonesa tiene perspectivas positivas de crecimiento debido a las medidas monetarias y fiscales tomadas. Las medidas monetarias se han centrado en una reducción de 4 puntos porcentuales de los tipos de interés a corto plazo desde mayo de 1991. Además, los tipos de interés a medio y largo plazo han respondido a la relajación monetaria y los tipos de interés reales de los bonos (JGB) a 10 años se encuentran ahora en el 2.5%. Una cuestión que permanece, sin embargo, es el crecimiento muy reducido de la masa monetaria y del crédito bancario. En parte, ello puede reflejar procesos financieros de sustitución por parte de los individuos de activos de sus carteras que estaban incluidos en el agregado M2 por depósitos fuera del mismo (en cajas postales). Además, existe el riesgo de que los mayores requisitos exigidos por el Banco de Pagos Internacionales sobre las dotaciones de capital de los bancos estén provocando un retraimiento de la oferta de crédito. Si las magnitudes monetarias y crediticias no se recuperaran, cabría la posibilidad de un nuevo recorte en el tipo oficial del dinero (ODR).

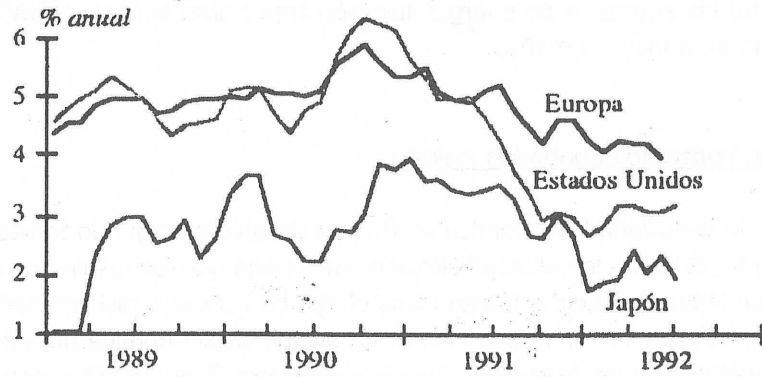
Mientras tanto, la economía puede encontrar un firme soporte al crecimiento en las medidas fiscales aprobadas el 28 de agosto. El paquete fiscal supone un gasto suplementario de 10.7 billones de yenes, que añadirá 0.5 puntos porcentuales al crecimiento del PIB durante 1992. El efecto sobre el PIB en 1993 será más significativo, ya que, además el Parlamento habrá aprobado en octubre el presupuesto suplementario propuesto por el Ministerio de Finanzas.

El paquete fiscal de agosto incluye medidas de apoyo al mercado financiero, como las compras de 1.1 billones de yenes en acciones o de 1.6 billones de yenes en suelo. También recoge la posibilidad de concesión de préstamos a través del Programa Fiscal de Préstamos y de Inversiones (FILP). Este programa proporciona más de la mitad de la ayuda contenida en el paquete fiscal. Los préstamos van a estimular la inversión empresarial en mejoras de eficiencia y la inversión residencial. También servirán para apoyo de obras públicas desarrolladas por gobiernos locales. Estos gastos locales, junto con el programa FILP pueden empezar a tener una repercusión palpable a partir de septiembre. Además, la reducción de impuestos sobre la inversión (en

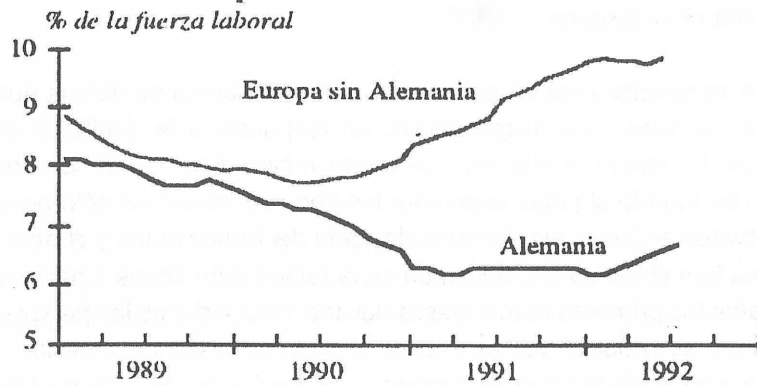
## Europa



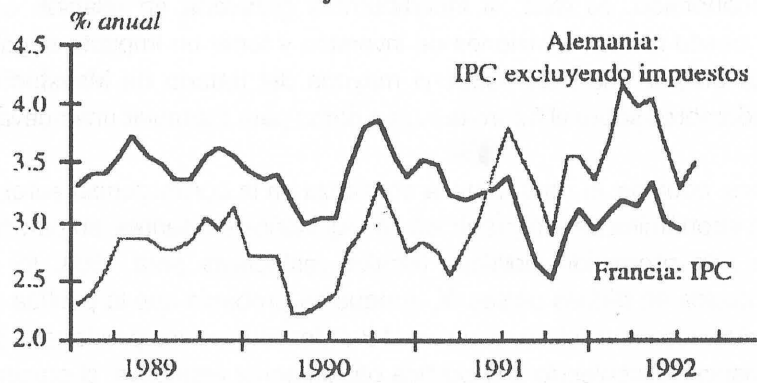
### Inflación (precios de consumo)



### Tasa de desempleo



### Inflación - Francia y Alemania



octubre), proporcionando un ahorro fiscal de 300 mil millones de yenes, y los 700 mil millones de yenes en inversión por parte de las empresas de energía, también impulsarán el gasto privado a final del año, aunque, de nuevo, el impacto será mayor en 1993.

### Europa tiene un horizonte económico incierto.

Los resultados de la actividad económica en Europa durante el segundo trimestre de 1992 han sido más débiles de lo esperado. En parte la debilidad simplemente refleja que los resultados del primer trimestre fueron extraordinarios y que factores como la buena climatología o el ser año bisiesto estimularon la actividad en el sector de construcción y las ventas al por menor. La evolución económica durante el segundo trimestre ha modificado las expectativas que existían a principios de año. Tras un año 1991 en el que varios países experimentaron una fuerte recesión y la mayoría sufrieron una importante desaceleración de su crecimiento, la comunidad económica esperaba un año 1992 en el que gradualmente los países sentaran las bases para un despegue económico sostenido que, finalmente, tendría lugar durante 1993. Mientras que en Francia y en Italia han tenido resultados económicos que se pueden calificar mejores de lo esperado, ese no es el caso de Alemania, Gran Bretaña ni de España.

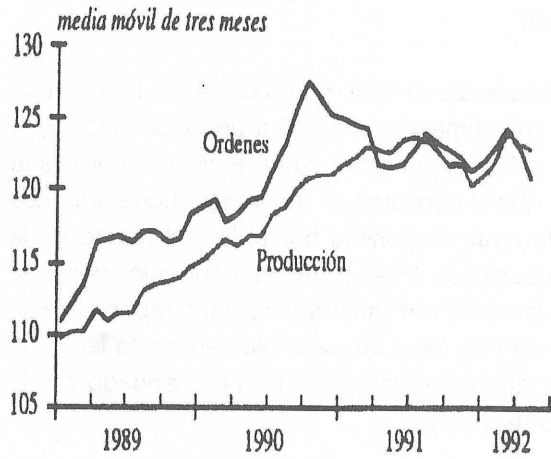
Una de las bases esperadas para el crecimiento era la relajación monetaria que llevaría a menores tipos de interés y tipos de cambios más despreciados, en respuesta a la debilidad económica. Además de la influencia negativa que ha tenido la ausencia de recuperación vigorosa de la economía norteamericana, la política monetaria no ha jugado el papel esperado: los tipos de interés no sólo no se redujeron, sino, que en muchos casos se elevaron en junio, siguiendo la decisión del Bundesbank y el deterioro en la confianza en la convergencia europea tras el rechazo a Maastrich en el referendun danés. Los tipos de interés elevados que han prevalecido durante los primeros nueve meses del año 1992 reducen las perspectivas de crecimiento para 1993. Aún más, aunque su probabilidad es inferior al 50%, el riesgo de recesión no está descartado. Si la confianza de los empresarios y la producción permanecen deprimidas, los empresarios continuarán reduciendo el empleo, lo que resultará en caídas de la renta y del gasto, que además de reducir los beneficios empresariales, autoalimentarán la debilidad económica. El riesgo de una recesión generalizada en Europa puede ser evitado si los tipos de interés se redujeran significativamente. La ligera reducción de los tipos de interés en Alemania (0.25 puntos porcentuales) y en sus países satélites como resultado de las presiones en el SME en vísperas del resultado del referendun francés no es probable que tenga ningún efecto estimulante en el crecimiento económico; es más, la incertidumbre generada en relación con el futuro de la unión económica europea puede retraer decisiones de inversión y tener un impacto negativo sobre las economías europeas. La ratificación por una muy estrecha mayoría del tratado de Maastricht en Francia no despeja totalmente las incertidumbres sobre el futuro europeo como para estimular una nueva dinámica de inversiones.

En algunos países, además, la ruptura de la confianza en la convergencia europea exigirá mayores dosis de rigor en la política económica para corregir los desequilibrios existentes, en particular la inflación. Así, tanto Italia como España han prometido políticas fiscales restrictivas para 1993, lo cual resultará en mayor desaceleración económica en dichos países. Y, aunque es probable que la política monetaria global europea tenga que ser redefinida, resulta difícil aceptar que el Bundesbank se vea presionado a relajar mucho su política monetaria. Con Alemania manteniendo una política básicamente restrictiva, el crecimiento económico alemán se verá limitado, y con él también las perspectivas para el resto de Europa.

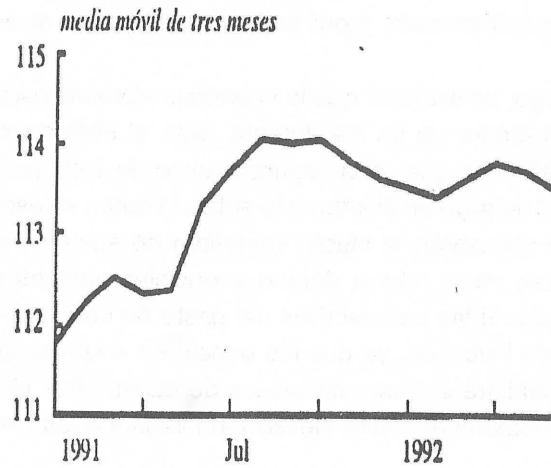
Es evidente que Alemania seguirá ejerciendo una influencia notable en Europa debido a su peso económico. Dejando aparte la posibilidad de que exista un realineamiento en Europa, el Bundesbank mantendrá unos tipos de interés elevados mientras no tenga confianza de que la inflación está en vías de desacelerarse. El crecimiento de la masa monetaria (M3), mientras permanezca rápido, impondrá una cautela adicional a cualquier decisión del Bundesbank en cuanto a su política monetaria, a pesar del deterioro que ha

## La actividad industrial en los principales países europeos

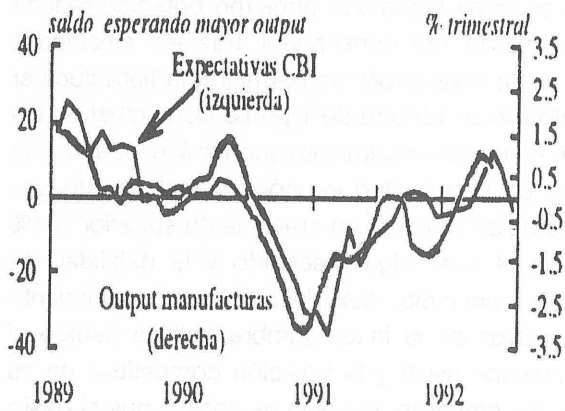
**Alemania - Producción y órdenes de manufacturas**



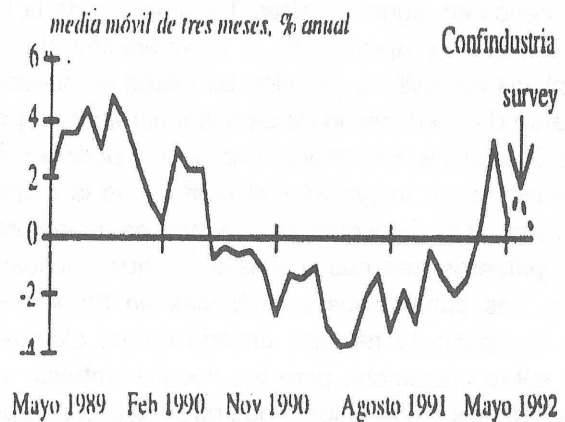
**Francia - Producción industrial**



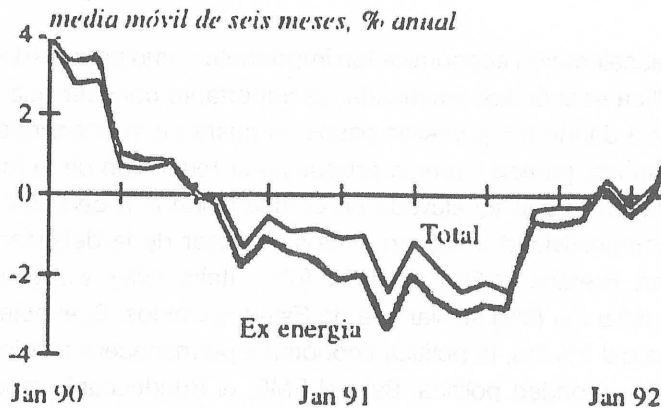
**Gran Bretaña - Producción industrial**



**Italia - Producción industrial**



**España - Producción industrial**





sufrido la M3 como indicador monetario al incluir los saldos monetarios de la antigua Alemania oriental. La economía alemana aún muestra un grado de utilización de la capacidad productiva elevado, debido al efecto que provocó la reunificación política y económica en 1990. La tasa de paro alemana también se sitúa en un nivel reducido (6.5%, cuando la media entre 1988 y 1991 era de un 7.5%). Esto avala la idea de que aún no se ha creado suficiente desaceleración económica como para poder anticipar una reducción de las tensiones inflacionistas próximamente, y por ende, una relajación monetaria.

Sin embargo, es evidente que la economía alemana está moderando su ritmo de crecimiento. Frente a un crecimiento alrededor de un 2% durante 1991, el PNB alemán se estima que crecerá a una tasa cercana al 1% durante 1992. Aunque en la segunda mitad de 1992 puede existir algún estímulo en el gasto debido a la eliminación del recargo en el impuesto sobre la renta, se espera que el consumo se mantenga moderado. Los consumidores sopesarán el efecto inmediato de aumento de la renta disponible por el fin del recargo y la reducción futura de la misma debido a posibles aumentos impositivos (IVA) y de las contribuciones a la seguridad social. Si las perspectivas del gasto de consumo no parecen ser muy optimistas, tampoco lo son las del gasto de inversión, ya que los beneficios empresariales se han reducido sensiblemente a lo largo de 1991, lo cual limitará el gasto en bienes de capital. Por último, aunque el gasto público demandado por la reunificación alemana aún será elevado, no llegará a los niveles de 1991.

El curso esperado de acontecimientos llevará eventualmente a una flexibilización de la política económica alemana, pero ésta aún se hará esperar. Se ha explicado que estas condiciones restrictivas se están imponiendo al resto de Europa, lo cual limita su crecimiento y aumenta los riesgos de que se genere una nueva recesión al menos en algunos países. La situación de la libra esterlina impidió al gobierno británico reducir los tipos de interés y aprovechar la recuperación de la confianza del consumidor tras las elecciones gubernamentales de abril. La decisión adoptada el miércoles 16 de septiembre de permitir a la libra fluctuar fuera del marco del mecanismo de cambios europeo ha posibilitado un recorte de 1 punto porcentual en los tipos de interés oficiales. Ello implica una opción política a favor de mayor crecimiento económico y tolerancia de mayor inflación. La magnitud y el desfase de la respuesta de la actividad económica real es aún una cuestión incierta. Si las expectativas económicas no mejoran es difícil anticipar un crecimiento superior al 1% durante los primeros seis-nueve meses, lo que implicará que el paro siga creciendo y la debilidad se autoalimente. Las condiciones económicas en Francia son, en principio, más favorables al crecimiento económico. Tampoco se ha visto privada de los efectos negativos de la incertidumbre política debido al referéndum sobre Maastricht, pero los tipos de interés, su situación fiscal y la posición competitiva de su moneda son relativamente mejores que otros países europeos. Sin embargo, también es posible que el gasto de consumo se retraiga (en comparación con su evolución durante el primer trimestre) si el paro continúa aumentando. Los países con mayor inflación diferencial (España, Italia, Portugal) se han comprometido con políticas de ajuste económico muy severas, que aumentarán el efecto negativo procedente de la ausencia de crecimiento en los países tradicionalmente fuertes.

Cuando existe el riesgo de una desaceleración económica tan importante como para no desechar el riesgo de recesión como resultado de la política económica practicada, es importante conocer que objetivo final se persigue. Europa, que aún se encuentra dando los primeros pasos en cuanto a la coordinación de políticas para la consecución de objetivos comunes, parece haberse propuesto la reducción de la inflación de "toda la región". En realidad la inflación europea (4.5%) es elevada en comparación a la de Estados Unidos (3%) y a la de Japón (2%), lo que resta competitividad a sus productos. A pesar de la debilidad económica, la inflación permanece elevada en Gran Bretaña (4.5%), España (6%), Italia (5%) y Alemania (3.5%-4%); solamente Francia ofrece una tasa de inflación (3%) similar a la de Estados Unidos. Si el objetivo consiste en obtener una inflación media en Europa del 2%-3%, la política económica permanecerá restrictiva. El principal problema que se plantea se refiere a la autoridad política. Bajo el SME, el Bundesbank impone la disciplina monetaria al resto de los países. Mientras la economía alemana ha ejercido de fuerza motriz al resto de las economías europeas o mientras ha demostrado la menor tasa de inflación, la autoridad alemana no ha sido



cuestionada. La unificación alemana ha venido a distorsionar el funcionamiento político-económico europeo: Alemania ha experimentado un shock diferencial que se ha traducido en mayor crecimiento y en mayor inflación. En consecuencia, las autoridades monetarias reaccionaron aumentando la restricción monetaria, que hasta ahora ha tenido un efecto moderado sobre el crecimiento alemán pero que ha afectado severamente al resto de los países.

Este resultado no es aceptado ni por los agentes sociales ni por las autoridades políticas como se ha puesto de manifiesto con las perturbaciones recientes en el SME, y es probable que lleve a un debate profundo del funcionamiento del SME. Mientras tanto, sin embargo, de forma consensuada o de forma fáctica, las economías europeas se verán muy determinadas por la actitud del Bundesbank. Este, probablemente sólo se verá inducido a relajar significativamente las condiciones monetarias cuando su tasa de paro alcance el 7.5%, y la utilización de la capacidad productiva el 80%, lo cual no es predecible antes de finales de 1992.

### Conclusión.

En ausencia de ningún bloque económico ejerciendo un liderazgo claro, las perspectivas para el resto de 1992 y para la primera parte de 1993 no son muy brillantes. Las medidas fiscales de Japón no tendrán un efecto pleno hasta 1993. En Europa, el conjunto de países seguirá muy influido por la economía alemana. Los elevados tipos de interés, los costes laborales y la fortaleza del marco alemán son factores que deprimirán el sector industrial. Además, el gasto de consumo se verá afectado por la probable elevación de impuestos en enero de 1993, y por el clima de incertidumbre provocado por el crecimiento del desempleo. El PNB alemán no va a mostrar síntomas de reactivación hasta la segunda mitad de 1993 y, por tanto, los demás países europeos verán limitada su capacidad de crecimiento.

En Estados Unidos el problema reside en la falta de estímulo para el gasto de las economías domésticas debido a su baja tasa de ahorro, aunque la posición financiera del sector privado ha mejorado gracias a la reducción de los tipos de interés. Si hasta ahora la relajación monetaria no ha producido ningún efecto positivo en el crecimiento, hay que esperar a ver si la reducción de tipos de interés implementada a principios de septiembre genera expectativas positivas sobre la economía, estimulando el consumo y la inversión. Debido al desfase con que los estímulos monetarios se traducen en resultados positivos en la actividad económica real, no cabría esperar una respuesta a la última relajación monetaria en el período restante de 1992. Sin embargo, la reducción de tipos de interés ya ha sido significativa y la ausencia de resultados podría estar vinculada a la incertidumbre política derivada de las próximas elecciones presidenciales.