

LOS ARTICULOS DEL MES

- LAS ECONOMIAS DE LA OCDE HACIA EL  
AÑO 2000

MIKE YOUNG

- PRIVATIZACION

GUY DE JONQUIÈRES Y OTROS

- LA PEQUEÑA EMPRESA EN ITALIA

ALAN FRIEDMAN

- LAS EMPRESAS Y EL MERCADO UNIDO  
EUROPEO

GUY DE JONQUIÈRES



Como primer artículo del mes, CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA ofrece el trabajo de Mike Young que trata de explorar las perspectivas económicas de los países de la OCDE de aquí al año / 2.000. Su autor es vicepresidente y director general de los / Servicios Macroeconómicos del Chase Econometrics y cuenta con una dilatada experiencia en la construcción y utilización de / modelos econométricos con fines de previsión y análisis de políticas económicas. Como los lectores podrán comprobar por sí mismos, el análisis que les ofrecemos presenta un cuadro completo y comprometido de la evolución de las principales variables económicas en los años que restan hasta el fin del siglo. Sus conclusiones no son optimistas y testimonian el complicado y difícil mundo económico que vamos a vivir y las variables estratégicas que van a condicionarlo, así como las posibles consecuencias de ese mundo económico en las decisiones empresariales. El trabajo se ha publicado en el número 3 correspondiente al otoño de este año 87, de la revista European Affairs, con el título "THE OECD ECONOMIES TO 2000".

### LAS ECONOMIAS DE LA OCDE HACIA EL AÑO 2000

Mike Young

Los acontecimientos producidos entre finales de 1985 y finales de 1986 en las principales economías industriales han llevado a concluir que, / después de varios años de esfuerzos encaminados a consolidar un entorno de crecimiento no inflacionista en los países desarrollados, los responsables políticos han logrado progresos significativos. Los optimistas pueden citar una expan-

si3n global que est1a entrando en su quinto a1o / consecutivo, unos progresos continuos en la lucha contra la inflaci3n y, con unas pocas excepciones, una mejora de los desequilibrios presupuestarios en los principales pa1ses de la OCDE. Adem1s de / este crecimiento generalizado y de la mejora de / la pol1tica fiscal, durante los 1ltimos a1os se / han dado una serie de pasos que sugieren un firme prop3sito de caminar hacia una mayor cooperaci3n y coordinaci3n de las pol1ticas econ3micas. Entre estos pasos pueden citarse: 1) el Acuerdo del Plaza de septiembre de 1985, para que prosiguiera el descenso del valor del d3lar en los mercados mundiales; 2) el anunciado prop3sito del secretario del Tesoro de Estados Unidos, James Baker, de apoyar pol1ticas de mayor crecimiento entre los pa1ses endeudados en v1as de desarrollo; 3) las promesas de coordinaci3n pol1tica formuladas por los Jefes de Estado en la Cumbre de los Siete en Tokio, en mayo de 1986; 4) la serie coordinada de descensos en los tipos de inter3s durante la primera mitad de 1986, y 5) la adopci3n de un amplio orden del d1a en las negociaciones comerciales del GATT para la ronda de Uruguay. Todas estas acciones / parecen reflejar una mayor toma de conciencia sobre la importancia de la cooperaci3n a nivel mundial y auguran para el futuro unos reajustes m3s dr1sticos en la econom1a mundial.

Si bien es cierto que puede aplaudirse la larga lista de / acciones positivas para la econom1a mundial en 1985 y 1986, tambi3n es necesario reconocer que siguen existiendo graves dificultades no s3lo para la econom1a en su conjunto, sino tambi3n para el mundo en v1as de desarrollo considerado como una entidad y para muchos pa1ses en particular. Permanecen, asimismo, importan--

tes desequilibrios en lo que respecta a la política presupuestaria; siguen sin resolverse los desequilibrios en los sectores / exteriores; los mercados mundiales de divisas continúan mostrando un alto grado de inestabilidad y volatilidad; los problemas / de reajuste en los mercados de trabajo abundan; los tipos reales de interés se mantienen muy cerca de sus máximos históricos, y / siguen existiendo importantes problemas estructurales en los mercados de la energía y de los factores de producción. Además, se mantiene la preocupación por alcanzar conclusiones claras en cuanto a la continuidad de los ajustes que hasta ahora se han producido, dado el impacto beneficioso que la caída de los precios del petróleo ha significado para la inflación y las rentas y la incapacidad para repetir esta situación en un futuro a medio plazo.

#### El panorama económico a largo plazo

Después de crecer a una tasa media anual de cerca del 3,5% durante los años setenta, el aumento del PIB en la OCDE se redujo a una tasa media del 2,2% durante la primera mitad de los años ochenta, dominado por el lento crecimiento o la recesión entre / 1980 y 1982. Nuestras previsiones actuales se cifran en que esta tasa media de crecimiento aumentará sólo modestamente durante la segunda mitad de los ochenta, para alcanzar un crecimiento aproximado del PIB del 2,5%. Esta media puede aumentar algo durante la década de los noventa, pero es muy improbable que supere el 2,6% en cualquier período que se considere a largo plazo. Continuamos creyendo que el crecimiento se verá frenado por la evolución demográfica y de los mercados de trabajo, a pesar de las favorables perspectivas en los precios de los mercados de capitales y de la energía.

Además, y dentro de una amplia gama de países de la OCDE, el crecimiento a medio plazo se verá constreñido por los bajos niveles de la demanda provocados por la dureza continuada de las políticas económicas y las dificultades en los reajustes estructurales, dado el rápido ritmo de cambio de los precios relativos

de los factores de producción y de las mercancías de finales de los años setenta y principios de los ochenta. La rápida reducción de la inflación en la OCDE, desde un incremento medio de los precios al consumo de cerca del 13% en 1980 a un 3,1% estimado para 1986, es muy poco probable que pueda mantenerse. Aunque no preveamos una aceleración en las tasas de inflación similar a la que / caracterizó los últimos años setenta y primeros ochenta, sí pensamos en un retorno a una media del 5% de inflación en las economías de la OCDE para finales de la presente década. Este efecto es una consecuencia de la presión alcista sobre los salarios nominales, que se registrará a medida que se endurezcan los mercados de trabajo, así como de una cierta presión al alza en los / precios de las materias primas, a medida que continúe la expansión de los países desarrollados.

A corto plazo, es previsible que se prolongue el descenso / del dólar frente a otras divisas fuertes, por lo menos hasta 1988, aunque una cierta tendencia al alza pueda manifestarse también a finales de los ochenta o principios de los noventa. En torno a / esta tendencia básica anticipamos una sostenida volatilidad de / los tipos de cambio del dólar, a medida que los mercados de divisas respondan a las tendencias de rendimiento de la inversión a corto plazo y a los virajes periódicos en las políticas internas de los principales países industrializados. Dentro de este / entorno de crecimiento lento, la inversión de la dinámica de crecimiento provocada por la mayor competitividad de las divisas de la zona del dólar en los mercados mundiales, es probable que acarreee un aumento del proteccionismo durante lo que resta de la década antes de que las negociaciones sobre el tema, actualmente en su fase preliminar, puedan invertir este proceso a medida que nos acerquemos a los primeros años noventa. Por último, ha de advertirse que la planificación básica a largo plazo no / tiene prevista ninguna crisis del lado de la oferta durante los próximos quince años. En nuestra opinión, las crisis de los años setenta y la prudente gestión de la demanda durante los ochenta no facilitarán un entorno fértil para tales crisis de oferta. /

El exceso de oferta que domina muchos de los mercados de materias básicas y de trabajo tardará bastantes años en desaparecer. Si / bien la posibilidad de tales crisis puede reaparecer a finales / de los años noventa, este factor no parece contar en la trayectoria de los acontecimientos previsibles.

Los mayores problemas que afectan al entorno económico para una planificación a largo plazo de mediados de los ochenta parecen centrarse, por lo que respecta a las economías de la OCDE, / en seis puntos: 1) la trayectoria de la tasas de crecimiento y / el impacto que los factores de demanda y oferta puedan provocar sobre el crecimiento de la producción en el horizonte de ños años noventa; 2) la composición de la demanda y de la producción a me di da que evolucionan las economías desarrolladas; 3) la trayecto ria de la inflación de precios y salarios y su probable intensidad; 4) la evolución de los tipos de interés; 5) el comportamien to de las divisas en los distintos mercados y 6) la tendencia y la tasa de crecimiento del comercio mundial.

#### Las tendencias del desarrollo económico

La incertidumbre sigue flotando en cuanto a las perspectivas de las tendencias de crecimiento en el mundo industrializado. / Aunque las diferencias entre las dos grandes escuelas de pensa-- miento sobre el crecimiento de la OCDE no son grandes, sí resul-- tan de gran importancia para la planificación y la evolución de las empresas. Las proyecciones parecen confirmar la teoría del / "regreso a la normalidad", que sostiene que las economías de la OCDE probablemente retornarán a finales de los ochenta y en los años noventa a la tendencia de la tasa de crecimiento del 2,5-4%, al haberse completado el proceso de reajuste ante las crisis del lado de la oferta que tales economías absorbieron en los setenta y principios de los ochenta, y gracias al apoyo de los avances / tecnológicos con su reflejo del lado de la productividad. Los / partidarios de esta tesis sostienen que, a pesar de los factores demográficos que frenarán el aumento de la fuerza de trabajo en

la OCDE durante toda la última década del siglo, la innovación tecnológica ha creado un entorno tal que podrá producir tasas de crecimiento, durante los años noventa, mayores o al menos / iguales a las de los años setenta. Tal argumento se basa en que la nueva tecnología crea tanto el potencial para un aumento significativo de la productividad en el mundo desarrollado cuanto, al mismo tiempo, una demanda suficiente para incorporar esas / tecnologías a la producción de forma que crezca la demanda de / bienes de capital y se apoye el crecimiento de la inversión total hasta niveles lo suficientemente elevados como para que se genere la demanda necesaria que permita alcanzar el nivel potencial de crecimiento de la producción. El otro escenario, que es el que suscribe Chase Econometrics, presenta un panorama de crecimiento más lento para los próximos quince años, basándose en la hipótesis de que la absorción de las nuevas tecnologías será un proceso mucho más lento que el que muchos anticipan, y en / que las elevadas necesidades de capital de las nuevas generaciones de tecnología limitarán la capacidad de incorporar innovaciones en una amplia gama de productos. Esta hipótesis, unida al / lento crecimiento de la fuerza de trabajo, lleva a la conclusión de que no es probable que el producto potencial consiga tasas / de crecimiento muy por encima del 3% para los principales países industrializados, y ello en cualquier período de tiempo significativo hasta finales de siglo.

Además, entendemos que incluso si el producto potencial / creciera a una tasa del 3%, las tendencias básicas de la demanda mantendrían el crecimiento total por debajo de una trayectoria / tendencial de 3%. Existen una serie de ajustes estructurales y de política económica que nos sugieren que será la demanda, y / no la oferta, el factor limitativo del crecimiento durante lo / que resta de siglo para muchas economías de la OCDE.

Los principales factores que habrán de mantener el crecimiento de la demanda por debajo del crecimiento del producto potencial durante la próxima década, estarán en la continuidad de problemas de ajuste de las cuentas del sector público y privado,



arrastrados desde los años setenta y principios de los ochenta. Las posiciones de endeudamiento/déficit del sector público inclinarán la política de ese sector hacia el endurecimiento, al menos hasta mediada la década de los noventa. Durante los años sesenta, los sectores públicos experimentaron una rápida expansión bajo el ímpetu de la demanda de mayores servicios públicos y de un crecimiento de las inversiones en infraestructura. En los años setenta, esas demandas, y el aumento de los presupuestos del sector público, se desplazaron hacia un apoyo de / la política de rentas (gastos de transferencias). En respuesta a tales demandas, se produjo igualmente una rápida expansión / de los presupuestos del sector público. Prácticamente en todos los países de la OCDE la proporción de ingresos fiscales totales, de gastos públicos totales, de déficit públicos y de endeudamiento del Estado en relación con el PIB aumentó considerablemente. Dada la habitual propensión del sector público a gastar y la presunción de que la redistribución de rentas aumentaría / el gasto privado, este desplazamiento de recursos desembocó / en una más alta trayectoria de crecimiento de la demanda que / la que se hubiera producido en su ausencia. De hecho, y para / períodos de tiempo significativos, las políticas del sector público impulsaron el crecimiento del mundo desarrollado por encima de sus posibilidades reales de crecimiento económico. Ello, a su vez, tuvo mucho que ver con la aceleración de la inflación y con las distorsiones registradas en estas economías durante los años setenta y ochenta.

Los actuales problemas de equilibrio de los sectores públicos de la OCDE, así como el amplio consenso en cuanto a que el sector público no debe aumentar su tasa de participación en el PIB y que no deben elevarse los impuestos, son factores que sugieren que ese apoyo del sector público al crecimiento de los / años sesenta y setenta no es probable que siga presente, o al menos es previsible que disminuya considerablemente, a medida / que nos adentremos en la segunda mitad de los ochenta y primeros noventa. La teoría económica ortodoxa sostiene que esta /

dismunución en el papel del sector público provocará, como influencia correlativa, una caída en los tipos reales de interés que estimulará el sector privado de las distintas economías, / desembocando todo ello en un simple intercambio de las cuotas de participación de los sectores público y privado de la economía. Nosotros no estamos tan convencidos de ese efecto inmediato. Dentro del sector privado, tres son las cuestiones relacionadas con el problema de su equilibrio que creemos que amortiguarán los efectos de una simple caída de los tipos de interés sobre el crecimiento de la demanda para asegurar la elevación/ del producto hasta su nivel potencial durante la próxima década. En primer lugar, las restricciones del sector público tendrán consecuencias obvias. Las transferencias se reducirán, si no en valor, sí al menos en sus ritmos de crecimiento. En conjunto, ello provocará un menor crecimiento del consumo. Además, con un sector público no dispuesto, o incapaz, de apoyar el crecimiento de la demanda, la incertidumbre ligada a la inversión en cualquier previsión de futura demanda aumentará claramente y, en términos generales, todo ello frenará la actividad en esta área. En segundo lugar, los costes reales del servicio de / la deuda se mantendrán en un nivel elevado. Ello probablemente reducirá la disposición del sector de los consumidores a endeudarse y tenderá a reducir el ratio de equilibrio endeudamiento/rentas (esto es, aumentará la tasa de ahorro), lo cual reducirá directamente la demanda del sector privado. Por último, y quizás lo más importante, creemos que las cargas de endeudamiento del sector privado están actualmente muy por encima de sus ratios de equilibrio con las rentas, tanto en el sector familiar como en el empresarial en Estados Unidos, así como en el sector empresarial fuera de Estados Unidos. Los impactos residuales de los fenómenos de alta inflación y tipos de interés negativos / de los años setenta, y los fenómenos de baja inflación -elevado servicio de la deuda de los años ochenta, han dejado a los sectores privados del mundo industrializado con unas cargas por deuda situadas muy por encima de los niveles deseables. En nuestra opinión, a medida que los tipos de interés flexionen a la baja en respuesta al menor crecimiento de finales de los años

ochenta y principios de los noventa, el sector privado aprovechará la oportunidad para cancelar/reducir su deuda en circulación, y no para aumentar sus demandas de consumo o inversión./ De modo más concreto, y dada la estructura de la relación activos/pasivos de los distintos agentes económicos con la que iniciamos este período, nos parece que los tipos de interés reales necesarios para equilibrar tanto los mercados de activos como / de productos no podrán lograrse a ninguna de las tasas de inflación tolerables para las autoridades monetarias en el mundo industrializado. Además, se ha de reconocer que el nivel de / desempleo actualmente existente en el mundo industrializado puede deprimir de forma directa el crecimiento de la demanda. Una gran parte del actual nivel de desempleo es consecuencia de los cambios en las tasas de participación, que mantienen relativamente estable el porcentaje de activos en el conjunto de personas en edad de trabajar. Ello sugiere que el consumo, como porcentaje de las rentas (manteniéndose los demás factores inalterables) podrá conservar sus tasas actuales. Ahora bien, los altos niveles de desempleo deprimirán muy probablemente el crecimiento real, si no nominal, de los salarios. En conjunción con las políticas destinadas a incrementar el ahorro a expensas / del consumo, muchas de las cuales ya se han implantado, estos acontecimientos seguramente modificarán la distribución de / las cuotas funcionales de la renta, en perjuicio de sueldos y salarios. En la medida en que los perceptores de rentas salariales posean una mayor propensión marginal al consumo, ello / seguramente inducirá, en términos generales, a un más lento / crecimiento del consumo y de la demanda final total durante la próxima década.

#### Composición de la demanda y de la producción

Si bien el crecimiento de la demanda es previsible que se contraiga, como consecuencia de los fenómenos ya reseñados, / también parecen existir razones para esperar que el consumo se vea más duramente afectado que la inversión y para prever un / cambio en la composición del gasto final en favor de los bie-/

nes de capital. Retrospectivamente, parece que la modificación de la relación real de intercambio, como consecuencia de los / aumentos del precio del petróleo en los años sesenta, se vió / amortiguada por una reducción de la inversión en el ámbito de la OCDE. El débil aumento de la demanda y los elevados costes de capital fueron los factores inmediatos, pero la OCDE en su conjunto entró en una fase de exceso de consumo en términos de distribución de la producción (el petróleo constituía un fuerte porcentaje del consumo). Este perfil de baja inversión frente a los rápidos cambios tecnológicos, los cambios en los costes relativos de los factores de producción, los cambios en la composición del gasto final y la creciente competencia del tercer mundo han generado una acumulación de proyectos de inversión de alto rendimiento, si no por razones de aumento de la / capacidad global, al menos por motivos de control de costes o de composición del "mix" de productos. Ello, a su vez, se halla apoyado por una modificación generalizada de los incentivos / fiscales a expensas del consumo y en favor de la inversión (con la salvedad de la reforma fiscal estadounidense de 1986). Después de alcanzar su punto más bajo del 20,2% como porcentaje / del PIB en 1983, actualmente prevemos que la inversión, como / porcentaje del producto total, experimentará una tendencia gradual al alza durante todo el período estudiado, hasta alcanzar cerca del 23% en el año 2000, como resultado de la actuación / de esas fuerzas.

Al mismo tiempo que esto sucede, es probable que el cambio tendencial en las pautas de consumo en favor de los servicios prosiga durante toda la década. Está claro que las implicaciones de esta situación serán que, a medida que el consumo desciende como porcentaje de la demanda final y el consumo de servicios aumenta como porcentaje del consumo total, el componente de bienes de consumo se irá gradualmente reduciendo como / porcentaje de la producción final. Por último, está claro que las limitaciones de orden político habrán de reducir probablemente el consumo público como porcentaje de la producción de / la OCDE. Preveamos que, desde un pico del 18% de la producción

de la OCDE en 1982, los gastos de consumo del sector público caerán hasta cerca del 15,5% del PIB de la OCDE a finales del presente siglo.

### Tendencias en la inflación de precios y salarios

La media geométrica ponderada con el PIB de los índices/ de precios al consumo dentro de la OCDE, se espera que pase / desde el punto mínimo para toda la década de alrededor del / 3,1% en 1986, a una tasa de crecimiento medio cercana al 5% a finales de la misma. Este crecimiento es muy inferior a las ta- sas medias observadas durante la segunda mitad de los años se- tenta. Las previsiones dependen de que se produzcan unos incre- mentos salariales nominales inferiores a los obtenidos en los años setenta, como consecuencia de la continuada atonía de los mercados de trabajo de trabajo, el mantenimiento de unos incre- mentos modestos de precios en los mercados de materias primas y de una lenta expansión de la demanda. De modo general, estos efectos deben actuar moderando la inflación a finales de los / ochenta y primeros noventa, con lo que la tasa media de infla- ción probablemente será inferior a la de los años setenta.

Sin embargo, esta moderada aceleración de la inflación es incluso discutida por las opiniones de algunos sectores, para quienes los triunfos logrados sobre la inflación en 1986 puede extrapolarse hacia el futuro. Nuestro criterio es que la ten-- dencia inflacionista subyacente en las principales economías / mundiales es bastante más acusada que la registrada en 1986. / La ayuda que supuso para la inflación el hundimiento de los / precios del petróleo probablemente redujo la inflación total / de precios en la OCDE en un margen del orden del  $1-1\frac{1}{2}$  en 1986. La inflación subyacente, eliminando el sector de productos ener- géticos, ha sido sustancialmente más elevada, con unos precios al consumo, y particularmente con el componente de servicios / de los precios al consumo, aumentando mucho más rápidamente / que los precios de las mercancías en general. Nuestra actual / previsión sugiere que el precio de compra de las refinerías es

tadounidenses, que es el criterio básico para evaluar los precios del petróleo en nuestro análisis global, deberá aumentar desde un precio medio de cerca de 17 dólares el barril en 1986 a 21 dólares el barril en 1990 y a 40 dólares en el año 2000 / (gráfico 1). Con esta tendencia constante al alza del precio / en dólares del petróleo, la ayuda energética a la estabilidad de precios desaparecerá gradualmente. Al mismo tiempo, la estabilización y posterior endurecimiento de los mercados de trabajo internos aportarán una cierta presión al alza a los salarios nominales. Muchos pondrán en duda la tesis de que la inflación de salarios constituye una causa esencial de la presión al alza de los precios en un futuro próximo. La tasa de inflación / de los salarios nominales ha presentado una clara tendencia a la baja en los últimos años, y el desempleo se mantiene en niveles muy superiores a los normales registrados en la segunda posguerra mundial. Sin embargo, entendemos que este largo período de elevado desempleo ha incrementado de forma significativa la tasa de desempleo no inflacionista, y una nueva caída en ésta, aunque sea modesta, elevará la tasa de inflación salarial en comparación con la experiencia reciente.

Para las materias primas no petrolíferas, el cambio en la relación real de intercambio ha reducido espectacularmente su valor en relación con los productos manufacturados entre finales de los años setenta y primeros ochenta. Durante los próximos quince años no esperamos que se invierta esta tendencia / (gráfico 2). Muchos de estos mercados continúan dominados / por el exceso de oferta (el ejemplo más claro es el del petróleo) que solamente se solucionará en una situación de precios bajos. Al mismo tiempo, la modesta expansión actualmente prevista para la OCDE aportará solo una pequeña presión al alza / en tales mercados durante un período prolongado. Utilizando el precio de las exportaciones de productos manufacturados de Estados Unidos como punto de referencia, no esperamos que el Chase Index of Commodity Prices (sin petróleo) consiga algo más / que estabilizarse para mediados los años noventa. Por consiguiente, las mercancías no petrolíferas no constituirán un factor /

PRECIOS DEL PETROLEO  
COSTE DE ADQUISICION DE LAS REFINERIAS  
ESTADOUNIDENSES

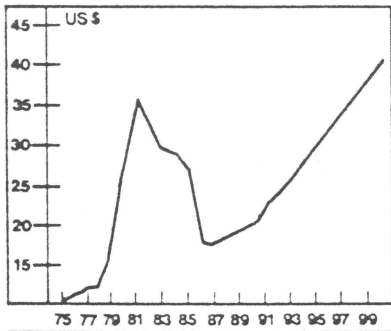


Gráfico 1

PRECIOS DE LAS MERCANCIAS NO  
PETROLIFERAS  
RELACION REAL DE INTERCAMBIO

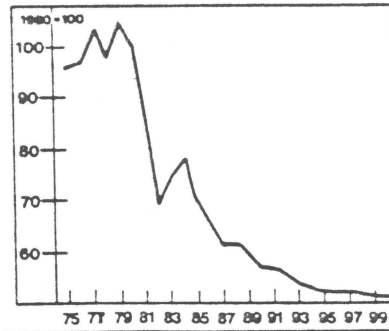
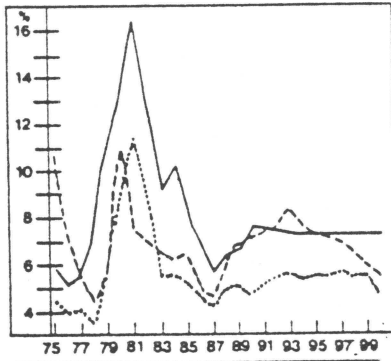


Gráfico 2

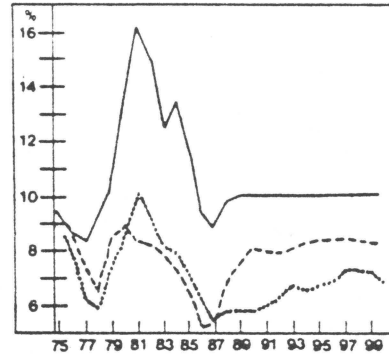
TIPOS NOMINALES DE INTERES A CORTO  
PLAZO



Fondos Federales USA —————  
Dinero a la vista en Japón - - - - -  
Dinero a la vista en Alemania . . . . .

Gráfico 3 a

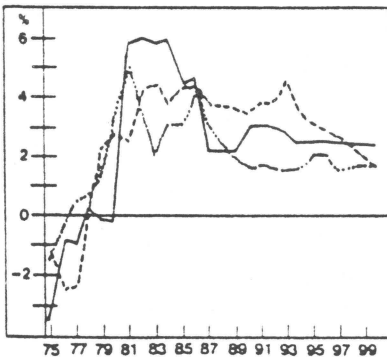
TIPOS NOMINALES DE INTERES A LARGO  
PLAZO



Servicios públicos AA en USA —————  
Bonos del Gobierno de Japón - - - - -  
Bonos del Gobierno de Alemania . . . . .

Gráfico 3 b

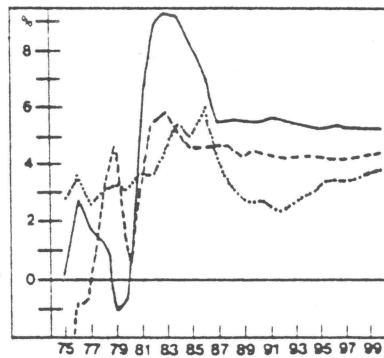
TIPOS REALES DE INTERES A CORTO PLAZO



Fondos Federales USA —————  
Dinero a la vista en Japón - - - - -  
Dinero a la vista en Alemania . . . . .

Gráfico 4 a

TIPOS REALES DE INTERES A LARGO PLAZO



Servicios públicos AA en USA —————  
Bonos del Gobierno de Japón - - - - -  
Bonos del Gobierno de Alemania . . . . .

Gráfico 4 b

inflacionista significativo.

Además de esas presiones subyacentes fundamentales, se prevé que se produzcan toda una serie de acontecimientos que apoyen los aumentos de precios; así, el constante desplazamiento / en favor de los impuestos basados en el consumo (IVA) o el continuo aumento de los impuestos basados en los salarios con destino a la Seguridad Social, que son dos modalidades fiscales / que estimulan las presiones sobre costes y precios.

### La evolución de los tipos de interés

Como reflejo de esa más rápida inflación en los precios / que nosotros anticipamos, nuestra previsión actual es que los / tipos de interés tanto a corto como a largo plazo aumentarán / en términos nominales en toda la OCDE hasta finales de la presente década, en respuesta a la mayor inflación de los precios y a la agudización de las expectativas inflacionistas. Al mismo tiempo, el más lento crecimiento de la demanda aportará una cierta presión a la baja sobre los tipos de interés. Estas dos tendencias contrarias probablemente estabilizarán la curva de rendimientos y evitarán que los tipos de interés nominales reflejen plenamente las crecientes expectativas inflacionistas / (gráficos 3a y 3b, y gráficos 4a y 4b). Estos fenómenos se conjugarán para hacer bajar los tipos reales de interés a finales de los ochenta y primeros noventa, acercándolos más a su comportamiento histórico de lo que lo estuvieron durante los primeros años de la década actual.

Del lado de las políticas económicas, un cambio en la política fiscal estadounidense hacia una menor expansión o una - contracción real, que no se verá compensado por unas políticas más expansivas en otros grandes países de la OCDE, conjugado / con una política monetaria sólo moderadamente expansiva a la / vista de la aceleración de la inflación, son los parámetros / que pueden preverse para adaptarse al descenso en los tipos / reales de interés. Ese descenso de los tipos reales de interés



## TIPOS DE CAMBIO EFECTIVO DEL DOLAR USA

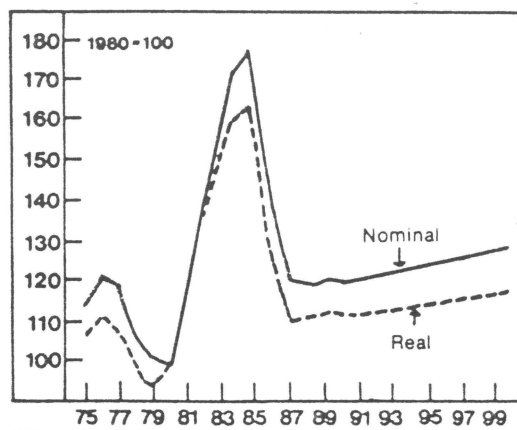


Gráfico 5

reducirá el coste del capital a medida que nos acerquemos a los años noventa, y representarán una influencia / fundamental en el desplazamiento de la composición de la producción desde el consumo hacia la inversión. Ahora bien, ese descenso en los tipos reales de interés no es previsible que haga volver / los tipos reales a largo plazo a los niveles negativos -

Mercados de divisas

El largo y constante ascenso del dólar en los mercados mundiales de divisas durante la primera mitad de los años ochenta, unido a su rápida caída desde principios de 1985 hasta estos momentos, sólo puede compararse con el comportamiento de los precios del petróleo en cuanto a la enorme influencia que ha tenido sobre las tendencias del comercio y la evolución de las políticas económicas de los primeros años ochenta. Evidentemente, el comportamiento futuro del dólar en los mercados mundiales de divisas constituye un elemento de extraordinaria importancia en la evolución de la economía global, desde el punto de vista de los cambios competitivos que se producirán a medida que se acerque el final de la década actual. Tal como se indica en el gráfico 5, entendemos que el dólar seguirá descendiendo hasta finales de los años ochenta, con posibilidades de que se produzca una reacción a finales de 1988 o principios de 1989. Esta trayectoria refleja nuestra opinión de que los factores subyacentes fundamentales provocarán un tipo de cambio de equilibrio entre el dólar y el marco alemán de aproximadamente DM/\$1,80 y de 150-180 frente al yen japonés.

Una evolución continuada de los diferenciales de inflación que favorezca la apreciación del yen y del DM, probablemente / llevará esos niveles de equilibrio a 140 yen/\$ y a 1,70DM/\$ a / finales de la década. Tales valores de las divisas clave serán superados por los mercados de cambios durante un proceso de rea- / juste que primero afectará a los mercados de divisas, luego a / los mercados de mercancías y finalmente a los intercambios co- / merciales, así como mediante el permanente reajuste de las car- / teras de inversión globales a los cambios en el rendimiento re- / lativo real de los activos denominados en dólares vis a vis / otras divisas fuertes. Ese desbordamiento de los tipos de cambio que se habrá producido a finales de los años ochenta, probable- / mente hará que el dólar toque fondo a medio plazo, a medida que las percepciones sobre los déficit comercial y por cuenta corrien- / te empiecen a tornarse favorables a Estados Unidos. En ese mo- / mento, y a pesar de que tales problemas sigan siendo significa- / tivos, los mercados seguramente volverán a ser favorables al dó- / lar durante un cierto período de tiempo. Más allá de los prime- / ros años noventa, nuestra previsión actual se basa en los dife- / renciales de inflación junto a una muy gradual corrección del / desequilibrio por cuenta corriente de Estados Unidos. Esa correc- / ción de la balanza por cuenta corriente no traducirá totalmente las variaciones en la balanza comercial, dado el declive de la posición de superávit del sector servicios estadounidense y la caída de su posición en activos netos durante los años ochenta, que se reflejará en la balanza de las rentas de capital.

#### Tendencias del comercio

De una cuota cercada al 17% de las exportaciones de mercan- / cías de la OCDE a finales de los años setenta y principios de los ochenta, Estados Unidos ha pasado, a mediados de la década actual, a una cuota cercana al 14%. Esta pérdida en la cuota / global de mercado se ha debido tanto al rápido aumento de los precios de exportación estadounidenses, con un alza de más del 30% entre 1980 y 1984, como al todavía más rápido crecimiento de su mercado interior en relación con sus mercados exteriores.

Las estimaciones actuales sugieren que esa cuota de mercado alcanzó su punto mínimo en 1985 o a principios de 1986, y que irá gradualmente aumentando hasta alcanzar, a finales de los años noventa, más del 20%.

En las fases iniciales, hasta finales de los años ochenta, este aumento de la cuota de mercado puede atribuirse tanto a / una mejora de la posición competitiva ocasionada por la debilidad del dólar frente a sus principales competidores, como al / crecimiento relativamente lento de su demanda interna. Ahora / bien, a principios de los años noventa esa relativa mejora de la competitividad empezará probablemente a erosionarse. La persistencia de un modesto crecimiento en la cuota exportadora estadounidense se puede atribuir fundamentalmente al más rápido crecimiento de la demanda interna en los principales socios / comerciales de Estados Unidos (Canadá, Japón, América Latina y los NICS de la cuenca del Pacífico), que será superior a la / prevista entre los socios comerciales de Europa (la propia Europa, Estados Unidos, Oriente Medio/Africa).

Esta tendencia conlleva un aumento de los conflictos comerciales a medio plazo, a medida que las economías japonesa / y europeas continúen efectuando reajustes ante el menor crecimiento de sus exportaciones. Este proceso de reajuste no es rápido ni fácil, como atestiguan los Estados Unidos durante el / período 1982/1984, puesto que el reajuste ante el debilitamiento de las exportaciones recae típicamente, y de un modo desproporcionado, sobre el sector de las manufacturas. Este problema se verá exacerbado en el escenario europeo ante el peso adicional que deberán soportar los presupuestos de los sectores públicos, a medida que los productos agrícolas estadounidenses resulten más competitivos en los mercados mundiales. Este cambio en la situación competitiva y en la dinámica de crecimiento complicará las políticas comerciales al menos hasta los años noventa, provocará la implantación de más barreras aún de las actuales al comercio internacional, frenarán el crecimiento del

comercio y, en última instancia, actuará deprimiendo el crecimiento mundial en un porcentaje modesto. Continuamos creyendo que se evitará la catastrófica escala de proteccionismo, pero incluso si la situación no degenera hacia una guerra a gran escala, las escaramuzas seguirán al orden del día.

### Problemas de planificación

El escenario descrito hasta aquí presenta una amplia variedad de oportunidades y problemas para la planificación a largo plazo. En ellos se incluyen las implicaciones de todos / esos factores del entorno que previsiblemente modificarán las tendencias observadas en los últimos años, como la inflación, los tipos de interés, las pautas en el comercio, la composición del producto final y las tasas relativas de crecimiento. Al mismo tiempo, algunos de los fenómenos subyacentes, incluidas las modestas tasas de crecimiento general logradas en 1985 y 1986, podrán extrapolarse probablemente, en nuestra opinión, hacia el futuro y cobrar su importancia en la política empresarial / más apropiada de los próximos años.

### Planificación de inversiones

Las principales cuestiones que la actual panorámica suscita para la planificación de inversiones dentro de la OCDE incluyen: 1) el reparto del crecimiento entre los sectores de bienes de capital y de bienes de consumo; 2) el desplazamiento entre el crecimiento impulsado por las exportaciones o por la demanda interna; 3) la evolución de los sectores de producción de mercancías frente a los sectores de prestación de servicios; 4) la evolución de los costes del capital y del trabajo, y / 5) las implicaciones de cualquier nueva medida hacia una mayor protección de los mercados interiores.

Mercados de bienes de consumo y de capital. En el entorno descrito en el presente análisis, prevemos que, en términos generales, se producirá un mayor crecimiento durante la próxima / década en los sectores de bienes de capital que en los de bienes de consumo. Esta expectativa se deriva de nuestra opinión general de que ha de producirse un cambio en la demanda final desde los bienes de consumo hacia la inversión, considerados/ como componentes de la producción final. Esta tesis se apoya tanto en los cambios que se registrarán en el entorno fiscal para favorecer la inversión a expensas del consumo, especialmente fuera de Estados Unidos, como en nuestra opinión de que continuará efectuándose la inversión en el mundo desarrollado con el fin de mantener la competitividad frente a las áreas de menores costes de trabajo de fuera de la OCDE. También los sectores dedicados al suministro de productos intermedios para las empresas que abastecen los mercados finales, se verán afectados por la conjugación del crecimiento entre los sectores de / capital y de bienes de consumo, pues ello repercute a través del más rápido crecimiento de la inversión que prevemos durante lo que resta de década.

Crecimiento de las exportaciones frente a crecimiento de la demanda interna. Una consecuencia del análisis anterior es claramente la de que la inversión en cualquier sector de un país debe considerarse con todo cuidado, teniendo presente la cambiante dinámica de crecimiento de la demanda que prevemos para los próximos años en la OCDE. Si el crecimiento impulsado por las exportaciones en Europa Occidental y Japón ha provocado / una rápida expansión de los sectores que sirven a los mercados de exportación así como unos elevados márgenes de beneficio, / nosotros prevemos que las presiones actuales sobre márgenes y beneficio y crecimiento continuarán al menos hasta los primeros años noventa. Las absorciones en estas áreas deberán ser evaluadas con todo cuidado, dado el bajo potencial de crecimiento que presentan sus exportaciones para los próximos años. Al mismo tiempo, muchos de los sectores industriales estadounidenses

que se han visto sometidos a presiones extremas en cuanto a / márgenes y crecimiento durante los primeros años ochenta, están recuperando competitividad y verán aumentar tanto su cuota de mercado como sus márgenes de beneficio en los próximos años, / como consecuencia del descenso de valor del dólar. Alternati--vamente, los segmentos industriales que se han visto deprimidos en Japón o Alemania durante los primeros años ochenta a causa/ de la contracción del sector de consumo interior, probablemen--te obtendrán mejores resultados, incluso si se produce un des--lizamiento hacia el sector de inversión, gracias al más rápido crecimiento de la demanda interna en los próximos años. Este / fenómeno de debilitamiento de las exportaciones fuera de Esta--dos Unidos, unido a una más fuerte demanda interna, actuará como elemento que compensará parcialmente ese desplazamiento an--tes descrito desde el consumo hacia los sectores de bienes de capital.

El "mix" entre sectores de mercancías y de servicios. La ten--dencia hacia una economía con un mayor componente de servicios en la OCDE ha quedado claramente registrada a lo largo de la / década pasada. Prevemos que esa tendencia se acelerará fuera / de Norteamérica, especialmente a medida que la demanda interna empiece a aumentar con más rapidez durante la segunda mitad de los años ochenta en comparación con lo que sucedió en la prime--ra mitad de la década. El sector servicios se halla todavía / muy protegido y el aprovechamiento de los mercados locales aún permite obtener elevados rendimientos a medio plazo, incluso si las negociaciones comerciales durante la próxima ronda del GATT acordaran conceder una menor protección para los años no--venta. Los fuertes ingresos reales que se obtienen tanto en Eu--ropa Occidental como en el Japón permitirán que prosiga el des--plazamiento del "mix" del gasto de los consumidores finales en favor de los servicios y, al mismo tiempo, prevemos que al sec--tor empresarial cada vez se le exigirá con más insistencia que suministre un mayor contenido de servicios incorporados en las mercancías durante los próximos años. Ello será reflejo de un

"mix" de bienes de capital con mayor contenido tecnológico y de las necesidades complementarias de infraestructura de servicios, pero el sector de empresas de servicios también se beneficiará del aumento de demanda en la contratación externa / de servicios empresariales, proceso que el sector empresarial ha realizado tradicionalmente por sí mismo de diversas formas, incluida la prestación de la gama completa de servicios a la / empresa, desde los financieros hasta los de seguridad.

El "mix" de costes de capital/mano de obra. Si bien prevemos que la media de los salarios reales crecerá más deprisa durante los últimos años ochenta y primeros noventa en relación con lo que ha sucedido o sucederá a mediados de la década, tales incrementos unidos a las modestas caídas de los tipos reales de interés simplemente conseguirán erosionar el espectacular cambio registrado en los costes reales de los factores de producción durante los primeros años ochenta. A pesar de las diversas iniciativas fiscales para reducir el coste real del capital después de impuestos registradas en muchas áreas de la OCDE / (en especial las que suponen las recientes y previstas modificaciones de la legislación fiscal en Gran Bretaña y Estados / unidos), estos cambios fiscales se han visto dominados por los efectos de los tipos reales de interés en términos de coste de capital después de impuestos. Esta variación en los costes relativos de los factores de producción sugiere que, a medio plazo, surgirá una preferencia por los procesos que tengan una mayor intensidad relativa de mano de obra a expensas de los más intensivos en capital, pese a que en general será necesaria una mayor intensidad de capital en la OCDE para mantener la competitividad con otras áreas de menores costes de trabajo; esto / es, en procesos de capital intensivo, los costes relativos de mano de obra y de capital sugieren que la elección recaerá en los más intensivos en mano de obra. Por otro lado, los análisis de proyectos de inversiones deberán emprenderse teniendo en / cuenta que, en la próxima década, los costes salariales reales están probablemente abocados a aumentar más que los costes del capital.

El proteccionismo. Como se ha advertido anteriormente, somos relativamente pesimistas en lo que respecta a las perspectivas de una mayor protección de los mercados internos en general. / Preveamos que los mercados que actualmente presentan restricciones, como el textil, siderúrgico, productos de cuero, automóviles y electrónica de consumo experimentarán una elevación de / su nivel de protección, debido a su lento crecimiento y a los cambios en las ventajas competitivas. Al mismo tiempo, entendemos que el proteccionismo probablemente se extenderá a otras / áreas del mercado, y especialmente en aquellas instancias en / las que se hayan producido cambios espectaculares en las ventajas competitivas, en las que las grandes economías de escala / son inherentes a los procesos productivos, o donde los efectos tecnológicos se consideran de importancia nacional. En este entorno, como ya hemos advertido en análisis anteriores, el acceso a los mercados puede convertirse en el factor dominante en el momento de ubicar o de determinar la escala de cualquier / proyecto de inversión. Incluso en aquellas instancias en las / que las economías de escala sugerirían una concentración de / las instalaciones de producción, el potencial de acceso restringido a mercados exteriores puede decidir la conveniencia de optar por unas unidades de producción más pequeñas y menos económicas. Además del argumento proteccionista, existe otro problema en el entorno actual, y es el referido a la volatilidad de los tipos de cambio. Las tendencias básicas que se reflejan en nuestra previsión vienen determinadas por las tendencias subyacentes de política económica y de crecimiento. Ahora bien, seguimos creyendo que los mercados de divisas probablemente seguirán siendo volátiles y que las oscilaciones en los mercados de divisas producirán su impacto, tanto en los márgenes de beneficio como en la cuota de mercado disponibles, cualquiera que sea el lugar de producción, y quizás durante períodos de tiempo prolongados. En este entorno, de nuevo la flexibilidad de abastecimiento para atender a los mercados exteriores ha de ser una ventaja para la empresa multinacional con un abanico de instalaciones productivas.



Oportunidades de mercado y de "product mix"

Muchos fenómenos que nos llevaron a las conclusiones expuestas sobre estrategia inversora a largo plazo, tienen también importancia en lo que respecta a las estrategias de marketing y de tipos de producto que puedan obtenerse ("product mix"). Desde un punto de vista de marketing y de oportunidades de producción, las consecuencias primarias de nuestra previsión permiten hablar de perspectivas de crecimiento en diversos mercados. Evidentemente, existen variaciones en nuestra panorámica de las perspectivas de crecimiento general en los mercados nacionales para los próximos años. Dentro de la OCDE, el líder en la carrera de crecimiento general se prevé que será Turquía, con un crecimiento medio del 4,7% para el período 1986-1990; a continuación Canadá, España y Portugal con un crecimiento del / orden del 3/3,3% y, justo por debajo de estos pequeños países, Japón, con unas perspectivas de crecimiento medio del 2,9% para ese mismo período. En el extremo inferior de la competición esperamos ver a los mercados interiores de Bélgica, Grecia y / Nueva Zelanda, todos ellos con tasas de crecimiento cercanas / al 1%, mientras Dinamarca, Francia, Países Bajos, Gran Bretaña, Noruega y Suecia tendrán un 2% o algo menos. Incluso en la parte superior de la tabla de crecimiento, las perspectivas son de / una significativa desaceleración de las tasas de crecimiento general del PIB, en comparación con las obtenidas en los años sesenta y setenta.

Ahora bien, sobre una base per cápita, muchos de los grandes países europeos (incluidos Alemania e Italia) no estarán / lejos de las tasas de crecimiento del PIB real per capita observadas en años anteriores. Sobre la base del PIB per cápita, Alemania, con un crecimiento del 2,5% durante el período 1986/1990, encabeza la liga de crecimiento de la OCDE, seguida de / cerca por las expectativas de Japón e Italia. Esas elevadas tasas de crecimiento per cápita sugieren un potencial de ganancias significativas en los productos de gama alta a nivel de /

consumidores, a pesar de un crecimiento relativamente bajo en el consumo general. Las oportunidades de marketing también se verán afectadas por el cambio en la modalidad de crecimiento, entre el impulsado por la demanda interna o por las exportaciones. Preveemos que la segunda mitad de la década provoque una / fuerte inversión en las tendencias de las perspectivas de mercado para el intercambio de mercancías entre Estados Unidos, / Europa Occidental y Japón. La primera mitad de la década ha sido testigo de una rápida expansión de los márgenes de beneficio, por no decir de las cuotas de mercado, de los productos / importados por Norteamérica. Esta tendencia se invertirá en la segunda mitad de la década, y los productos norteamericanos se harán significativamente más competitivos en precio en los mercados europeos y japonés durante los próximos 2 ó 3 años. Será necesario, no obstante, un marketing muy agresivo para explotar esas oportunidades de mercado, que a su vez pueden verse reducidas por las tendencias proteccionistas antes citadas. Además de estas tendencias generales, las implicaciones contenidas en nuestra previsión sugieren que, en el sector de consumo, los / productos que van directamente a los mercados finales o que / los apoyan, como los productos de consumo duradero o el sector de servicios al consumo, probablemente crecerán a expensas de los no duraderos en los años próximos. Finalmente, ha de advertirse que las variaciones en la demanda interna y en los mercados de exportación producirán un impacto considerable sobre los mercados industriales del sector de manufacturas. Aquellas empresas que dependen de las mercancías intercambiadas en Europa Occidental se enfrentarán a unas perspectivas de inferior crecimiento que las empresas similares en Estados Unidos, y se hará cada vez más difícil la venta en esos sectores industriales. / La sobrecapacidad de sectores básicos, como el químico en Europa Occidental, a medida que se reduce la tasa de crecimiento / de sus mercados finales, provocará presiones adicionales para que las empresas reduzcan sus márgenes si quieren seguir siendo competitivas con los proveedores exteriores, y ello inducirá a aumentar las presiones proteccionistas.

Gestión de activos/pasivos

Las perspectivas de la cotización de las distintas divisas y los tipos de interés tendrán claras consecuencias en la gestión de activos y pasivos a largo plazo, bastante distintas / a las funciones de tesorería a corto plazo. En nuestra opinión, el continuo declive del valor del dólar que se prevé durará hasta finales de los años ochenta, sugiere que todavía existen oportunidades para modificar las posiciones de activo y pasivo a / fin de reflejar esas tendencias generales de los tipos de cambio. Nuestra previsión de un posible cambio en favor del fortalecimiento del dólar a finales de la década, también indica que hay que extremar las precauciones entre quienes hayan tomado / ya esas posiciones, y una estrecha vigilancia en el calendario de las posiciones a largo plazo durante los próximos años.

Nuestras previsiones sobre inflación y sus implicaciones sobre los tipos de interés a corto y largo plazo, sugieren también que el margen para asumir deuda a largo plazo se está cerrando con relativa rapidez, ante la expectativa de que, para finales de 1987, los rendimientos sobre esos pasivos probablemente aumentarán. Al mismo tiempo sugiere que, del lado del mercado de activos, muchas de las oportunidades de obtención de plusvalías debidas a la baja de los tipos de interés ya han desaparecido, y lo que los gestores de activos desearán es mantenerse en el / sector a corto plazo del mercado a partir de mediados de 1987.