

# Economía Internacional

---

## LAS ECONOMÍAS OCCIDENTALES BAJO PROCESOS DE AJUSTE

---

M<sup>a</sup> Nieves García Santos

Los mercados financieros siguen teniendo el protagonismo del curso de las economías, especialmente cuando la globalización de la producción y la liberalización de los flujos de capitales han reducido la efectividad de las medidas de gestión de la demanda agregada, que ha venido siendo la ortodoxia de la política económica.

En la actualidad los tres principales bloques económicos (Estados Unidos, Japón y Europa, representada por Alemania) se mueven bajo dos problemáticas comunes a todos ellos (aunque con implicaciones distintas según el momento del ciclo económico por el que atraviesan):

— La necesidad de realizar ajustes estructurales, básicamente referidos a la política fiscal y/o al mercado laboral.

— La necesidad de anticipar correctamente la combinación de dos elementos del ciclo económico "firmeza de la actividad productiva – aparición de presiones inflacionistas".

La consecuencia que se produce ante la evaluación del avance de cualquiera de esas tendencias de los ajustes económicos por parte de los mercados, es un aumento de la volatilidad de los mismos especialmente en los mercados de cambios y en las bolsas. Estas tendencias se esperan que continúen al menos hasta los primeros meses de 1998.

### 1. Alemania: las condiciones reales no demandan una respuesta monetaria por el momento

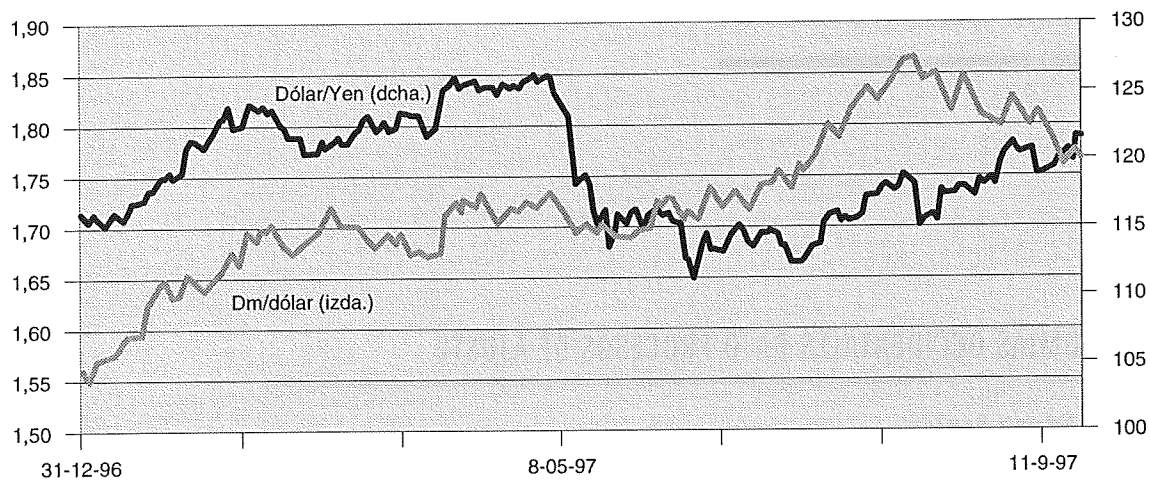
---

La economía alemana se mueve entre tres problemas: a) la consolidación de su crecimiento y las necesidades de ajuste en las condiciones monetarias; b) el cumplimiento de los criterios de convergencia en materia presupuestaria; c) la necesidad de enfrentarse aún a cambios estructurales.

Después de haber sufrido la recesión de 1992–1993 y de haber mantenido un tono económico muy moderado durante 1994 y 1995, el ciclo económico alemán parece haber remontado la senda de crecimiento definitivamente. Ésta ha sido la preocupación de las autoridades económicas en los últimos tiempos, y la que ha explicado las decisiones de la política monetaria. Así, los tipos de interés se han reducido entre 1 y 2 puntos porcentuales y el marco alemán se ha depreciado alrededor de un 15% (en términos efectivos) en los últimos años.

Si la comparación de las condiciones monetarias se hace con la situación existente en los primeros años 90, la relajación actual se hace más patente. Los tipos a corto plazo reales han pasado desde una media de cerca del 4,5% en los primeros años de la década a cerca del 1%, mientras que los rendimientos a largo plazo descendieron en términos reales desde alrededor de un 5,6% a un 2% en la actualidad. En el

GRÁFICO NÚM. 1  
TIPO DE CAMBIO



caso de la restricción impuesta por la paridad de la moneda, la situación actual es más relajada (el marco más depreciado en términos efectivos reales) que hace un par de años, pero más o menos similar que las condiciones existentes a principios de los noventa.

Por lo que respecta a la política fiscal, la tendencia actual rompe con la situación de los últimos años, cuando la preocupación primordial era el ajuste presupuestario necesario para absorber el efecto de la reunificación. No obstante este tema se presenta conflictivo. Por una parte parece que los partidos políticos están de acuerdo en que los impuestos, tanto personales como sobre las empresas, se recorten, pero por otra parte aún persiste el horizonte del cumplimiento de los criterios de convergencia como elemento que limita cualquier tentación de uso de la política fiscal como argumento electoral ante los comicios de 1998.

### El comportamiento de los sectores económicos

El estímulo del tipo de cambio y de los tipos de interés, ha permitido que el vigor procedente de la demanda externa haya terminado trasladándose a la industria. También la demanda interna de bienes de inversión ha reaccionado al favorable entorno económico.

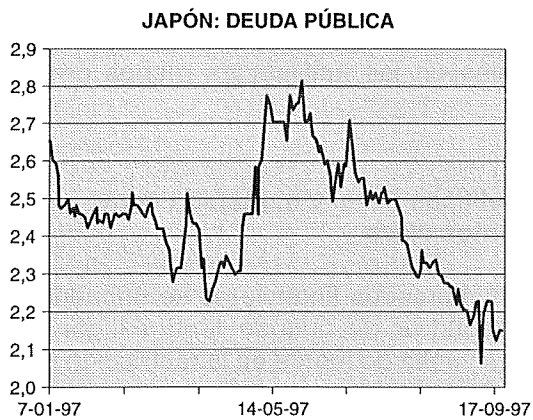
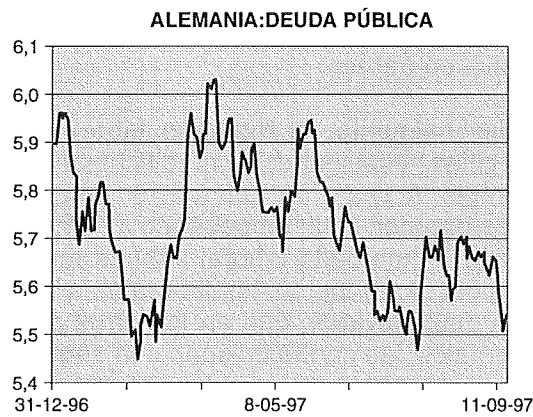
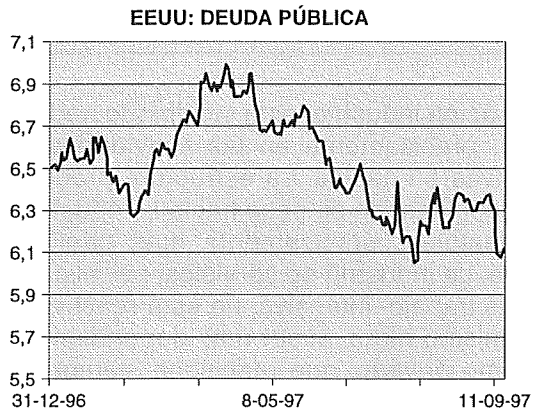
Las exportaciones han aumentado a una

tasa entre el 10 y 17% en el primer y segundo trimestre de 1997. En la actualidad, las órdenes que proceden del exterior crecen a un ritmo del 15%, lo que permite afirmar que el sector exterior seguirá contribuyendo de forma positiva al crecimiento. La demanda externa procede tanto del resto de países occidentales (Europa y Estados Unidos) como de los países del este de Europa. Además, como se ha afirmado, la ganancia en competitividad del marco alemán durante los últimos años ha permitido aprovechar el tirón del crecimiento externo. Dado que la posición del marco sigue siendo muy favorable, es previsible que el sector exterior siga mostrando un comportamiento muy dinámico durante 1998.

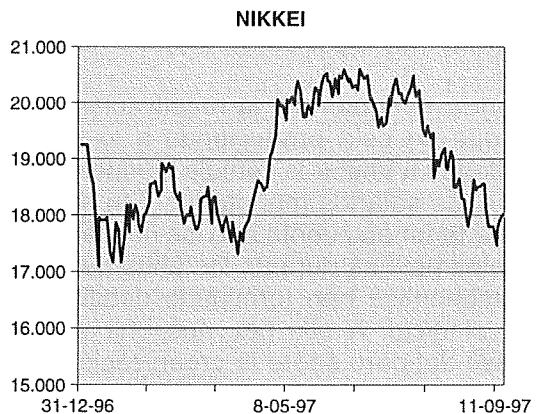
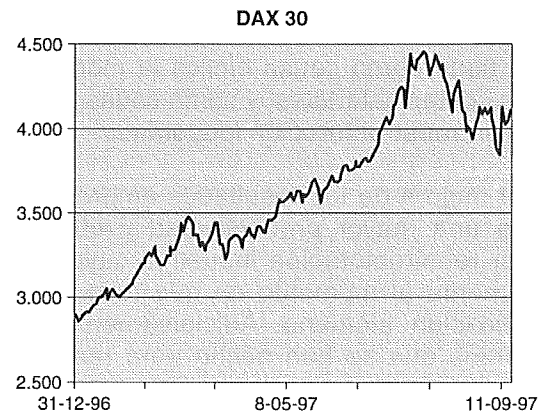
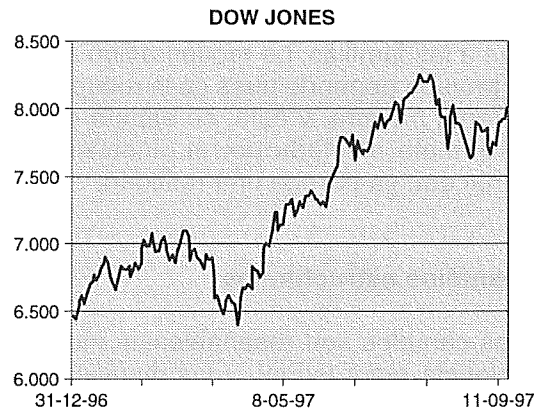
También la demanda de bienes de inversión está contribuyendo al crecimiento. Durante los últimos años la demanda de capital permaneció más bien estancada, y, en cualquier caso, dirigida a la reestructuración y no al aumento de capacidad. Sin embargo, en la actualidad, la combinación de un sector empresarial renovado, junto con un escenario muy favorable en cuanto a los costes de producción (salarios y costes de financiación reducida), proporcionan un panorama favorable para el gasto de inversión empresarial.

Estas perspectivas no se extienden, sin embargo, al sector de construcción. En el pasado, tanto la ausencia de ayudas presupuestarias, como la caída de las rentas salariales contribu-

**GRÁFICO NÚM. 2  
RENTABILIDAD DE LA DEUDA  
A LARGO PLAZO**



**GRÁFICO NÚM. 3  
ÍNDICES BURSÁTILES**



yeron a deprimir al sector, lo que se tradujo en descenso de los precios. No puede anticiparse un cambio radical de la situación a corto plazo. No obstante, la consolidación del crecimiento económico, si se traduce en un aumento del poder adquisitivo de la gente, podría mejorar la actividad de la construcción, especialmente residencial y en Alemania del Este. No obstante, esta situación no se espe-

ra que tenga lugar hasta finales de 1998 y durante 1999.

El componente de la demanda agregada que más tardíamente está respondiendo a la recuperación general, es el consumo privado. La razón principal se encuentra en la mala situación del empleo, severamente afectado por la recesión. Adicionalmente, la desacelera-

ción de los salarios ha llegado a provocar pérdidas de poder adquisitivo en la actualidad (los salarios crecen por debajo de la inflación). Por último, hay que señalar que mucho del ajuste fiscal tuvo lugar a través de la reducción de las ayudas a las familias. La recuperación del consumo privado depende pues de la recuperación de la renta privada, y ésta, se espera que sea positivamente afectada por el dinamismo empresarial que ya parece una realidad.

### Los cambios estructurales

Dos cambios son reseñables: la mejora en la eficiencia empresarial, y las modificaciones en el mercado laboral. El comportamiento positivo de los beneficios empresariales (que se estiman que están creciendo a un ritmo del 10%) tiene como causa cíclica la moderación en los costes salariales, y como causa a medio plazo, la reestructuración industrial.

La mejora de los resultados empresariales refleja una mayor productividad y eficiencia, tras la reestructuración industrial cuyo origen se remonta al momento en que tuvo lugar la reunificación alemana. Adicionalmente a los esfuerzos que se han hecho para reducir los trabajos menos productivos, hay que resaltar los recortes salariales. El crecimiento de los salarios en términos reales se ha moderado de una forma muy significativa (cuadro núm. 1).

Podría temerse que la reactivación económica que se está produciendo a lo largo de 1997 llegue a anular la ventaja competitiva que supone los salarios moderados. Sin embargo, hay que tener en cuenta que las negociaciones salariales hechas durante los años de la recesión económica han terminado debilitando el poder sindical. A ello hay que unir el efecto negativo del paro sobre la organización de los trabajadores y sobre la afiliación y la amenaza que supone la posibilidad de desplazar la producción a empresas situadas en el este.

El lado negativo de esta mejora de competitividad basada en las mejoras de eficiencia y de productividad, es precisamente la situación del mercado laboral. El desempleo en Alemania no ha dejado de aumentar desde 1992 y solamente en 1996 el número de parados aumentó en 450.000 personas.

El problema es que la mencionada rees-

CUADRO NÚM. 1

<i>Porcentaje anual</i>	<i>Salarios reales</i>	<i>Beneficios reales</i>
Media 1970-79 .....	4,9	1,2
Media 1980-89 .....	1,8	2,9
Media 1990-96 .....	1,9	4,4

tructuración industrial está incidiendo negativamente, precisamente en las actividades más intensivas en capital. La estructura productiva está desplazando su peso hacia la industria de manufacturas, precisamente más capital-intensiva. La industria de servicios, por el contrario más trabajo-intensiva, no está reactivándose al mismo ritmo, al ser más dependiente del consumo privado, que reacciona siempre con un desfase al ciclo económico. Tampoco las perspectivas son favorables, como se ha comentado, para la construcción, otra industria intensiva en trabajo.

Adicionalmente, el mercado laboral tiene sus propias necesidades de modificaciones estructurales. A pesar de que las recientes tendencias parecen estar empezando a cambiar la situación, el mercado laboral alemán muestra dos rigideces: a) los costes laborales aún son mucho más elevados que en los otros países occidentales; las contribuciones a la seguridad social llevan parte de responsabilidad; b) las negociaciones salariales adolecen de rigidez, mostrando un efecto de contagio entre sectores o industrias que redunden en altos costes laborales en las actividades menos productivas.

### Las políticas fiscal y monetaria como elementos clave

Los mercados financieros se encuentran a la expectativa de cuando tendrá lugar la siguiente vuelta de tuerca en la restricción monetaria. Pero mientras que el crecimiento sigue asentándose y ampliando su base, no hay muestras de un deterioro generalizado de la inflación. Solamente cuando la inflación muestre riesgos de una tendencia sostenida, el Bundesbank subirá los tipos de interés. Es probable que esto no ocurra hasta principios de 1998.

El crecimiento económico no parece estar provocando un aumento de la demanda de dinero. Así, el crecimiento de M3 se aceleró sólo 1 décima en Agosto, mostrando una tasa del

CUADRO NÚM. 2  
CRECIMIENTO DE M3

	1992	1993	1994	1995	1996	1997(*)
Porcentaje s/Trimestre 4º.....	8,1	7,8	8,9	0,6	7,5	5,8

(\*) Julio.

CUADRO NÚM. 3  
PRECIOS

	1992	1993	1994	1995	1996	1997(*)
Consumo.....	5,1	4,5	2,7	1,8	1,5	1,6
Producción.....	1,4	0,2	0,6	1,8	-0,5	0,9

(\*) Julio.

CUADRO NÚM. 4  
ESTIMACIONES DEL GOBIERNO: PRESUPUESTO FEDERAL

Miles de millones de Dm	1997
Gastos.....	458,6
Ingresos.....	387,4
Saldo.....	-71,2

TASA DE PARO

	1992	1993	1994	1995	1996	1997(*)
Porcentaje.....	7,8	8,9	9,6	9,4	10,4	11,2

(\*) Julio.

5,8%, que se sitúa cómodamente dentro del rango 3,5–6,5% establecido por el Bundesbank como objetivo (cuadro núm.2).

La inflación parece estar sostenida en tasas de crecimiento por debajo del 2%. Entre los factores que inciden sobre ella negativamente cabe mencionar la debilidad de la moneda y el incremento de los precios de materias primas, que han presionado ambos sobre los precios de importación. Entre los factores que contribuyen a mantener estable la inflación de precios de consumo se pueden considerar: a) los menores costes salariales; b) la presión sobre los márgenes empresariales debido a la competencia entre las empresas productoras de bienes de consumo; y c) la tendencia a la baja esperada en las tarifas de servicios públicos (cuadro núm. 3).

En el ámbito de la política fiscal, parece que la tendencia que cabe esperar es una menor restricción fiscal sobre las economías domésticas del oeste, una vez que las necesidades de apoyo a la reconversión del este se han reducido. De hecho el gobierno ha anunciado su plan para recortar los impuestos sobre la renta en 1998 y 1999 y los partidos de oposición tam-

bién están de acuerdo, aunque pretenden desvincular este plan de la campaña electoral de 1998. Es probable, por lo tanto que el plan se posponga a finales de 1998. El estímulo fiscal se haría notar pues en 1999.

Durante los últimos meses la preocupación del gobierno ha sido justamente la opuesta: como cerrar el año fiscal 1997 cumpliendo el objetivo de contener el déficit público en el 3% del PIB. Los datos de los ingresos fiscales en la primera mitad del año no han sido muy favorables. Los ingresos han sumado 343,2 miles de millones de marcos, 14,3 m. m. menos que la cifra esperada. Aunque en gran parte la explicación se debe a motivos técnicos como cuestiones de calendario impositivo o como cambios en subsidios a la vivienda o a los hijos, no parece un marco adecuado para experimentar con reducciones en los tipos impositivos. En los siete primeros meses del año, el déficit del gobierno federal alcanzó los 60 m.m. de marcos, lo que supone 15 m.m. más que en el mismo periodo de 1996. Éste constituye, por tanto el lado más débil del panorama económico alemán, que condiciona su objetivo más emblemático (el cumplimiento de los objetivos de convergencia) pero que también puede justificarse por la necesidad de asentar el crecimiento económico y llegar a reducir la tasa de paro (cuadro núm. 4).

## 2. Estados Unidos: en el ojo de los mercados financieros

La economía americana ha seguido creciendo de forma sostenida a finales del segundo trimestre y principios del tercero. Sin embargo hay señales que podrían utilizarse para apuntalar la evidencia de que el crecimiento se puede desacelerar. En primer lugar aunque aún los fabricantes declaran que el nivel de inventarios se encuentra en un nivel normal, es probable que empiecen a acumularse en exceso si el PIB sigue creciendo a mayor ritmo que las ventas. En segundo lugar, el estímulo procedente del sector exportador podía dejarse de notar tanto por motivo de la fortaleza del dólar como por la menor fuerza de la demanda de los países emergentes (cuadro núm. 5).

Como elementos que siguen mostrando una imagen favorable a un crecimiento fuerte se puede mencionar especialmente la mejora

CUADRO NÚM. 5  
PIB

Porcentaje interanual	1996			1997	
	1996	III	IV	I	II
		Trimestre	Trimestre	Trimestre	Trimestre
PIB real	2,4	2,2	3,1	4,0	3,5
Ventas finales	2,7	2,2	3,1	3,2	2,6
Ventas finales domésticas	2,8	2,7	3,3	3,4	2,8

CUADRO NÚM. 6  
DATOS DE CONSUMO PRIVADO

Porcentaje interanual	Abril	Mayo	Junio	Julio
Renta .....	5,8	5,8	5,4	5,6
Consumo .....	4,6	4,5	4,9	5,2
Consumo real .....	2,3	2,3	2,7	3,2
Tasa de ahorro .....	4,2	4,1	4,3	3,7

ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR

	Mayo	Junio	Julio	Agosto
Índice del conference board ...	127,9	129,9	126,3	129,1

del consumo privado y de la inversión de bienes de equipo y en construcción.

En realidad, la reactivación del consumo privado ha sido el último eslabón que faltaban entre los factores que sostienen el PIB, y que era muy previsible dados los mayores niveles de riqueza de las familias y la actitud favorable hacia el gasto mostrada en los índices de confianza del consumidor (cuadro núm. 6).

Se debe resaltar que según el libro beige de la Reserva Federal de agosto, la evidencia de la reactivación de consumo se mostraba en todos los distritos federales, aunque en ningún caso el gasto era generalizado. Según la evidencia aportada, el gasto ha empezado por ítems particulares (ropa, artículos para hogar), aunque en algunos casos el gasto se refería a bienes duraderos o incluso de lujo. Todo ello es indicativo de que la tendencia del consumo privado será duradera.

La consecuencia es que el crecimiento del PIB puede situarse cerca del 4%. Sin embargo, la propia naturaleza cíclica del crecimiento acabará por moderar esa tasa. Para empezar uno de los factores que más han contribuido a la reciente expansión, el gasto en bienes de equipo, se moderará dado que el crecimiento del stock del capital no puede crecer así indefinidamente. Tampoco la actividad en construcción puede durar indefinidamente, aunque esté

respondiendo positivamente a los descensos en el coste de la financiación, con una firmeza es espectacular, según informan varios distritos federales, p.e. Atlanta, Chicago (con niveles récord de actividad), Cleveland, S. Francisco, Richmond, St. Louis, Boston. Dada la naturaleza de este sector, el impulso sobre el PIB durará al menos 3 trimestres.

Las fuerzas moderadoras del crecimiento pueden ser de una doble naturaleza:

- a. Agotamiento del ciclo.
- b. Restricción monetaria.

En el caso del agotamiento del ciclo económico hay que tener en cuenta que puede producirse por la generación de excesos, no sólo reales sino también financieros. Como posible exceso real cabe mencionar el extraordinario crecimiento del gasto en bienes de equipo (que alcanza un 50% en los últimos 5 años), que se explica en cierta medida como compensación de los periodos anteriores de nula inversión. Con el tiempo, aunque no es un hecho plausible en los próximos meses, el aumento resultante en la capacidad productiva terminará reduciendo los beneficios empresariales.

En cuanto a los excesos financieros, se podían señalar:

— En el caso del estímulo de la actividad de construcción, las subidas de precios y de alquileres (ya evidente en algunas áreas) puede desembocar en una burbuja especulativa.

— La burbuja financiera podría ser iniciada por las subidas de los precios bursátiles. Los precios de las acciones han subido más de un 25% desde principios de año. De forma similar, los bonos han experimentado tal subida de precios, que han situado la rentabilidad en el 6%.

Tales tendencias han provocado en algunos momentos pasados, respuestas del presidente de la Reserve Federal señalando que las subidas podían considerarse temerarias y que la inflación no era un peligro extinguido.

Una vía adicional de conseguir que el crecimiento se modere es precisamente una mayor restricción monetaria, bien en respuesta a la generación de tensiones inflacionistas, bien al

CUADRO NÚM. 7  
DATOS LABORALES

	Mayo	Junio	Julio	Agosto
Tasa de paro(1).....	4,8	5,0	4,8	4,9
Ganancias horarias(2).....	3,9	3,9	3,6	3,6

(1) Sobre la población activa.

(2) Tasa de variación interanual.

PRECIOS

Porcentaje interanual	Abril	Mayo	Junio	Julio
Consumo.....	2,5	2,2	2,3	2,2
Producción.....	0,8	0,3	-0,1	-0,2

temor de un colapso en los mercados financieros. Hasta la fecha las autoridades monetarias, aunque expectantes ante cualquier síntoma de recalentamiento, han sido cautelosas. De hecho, nuevamente hay que considerar las declaraciones del presidente de la Reserva Federal que recientemente ha manifestado que no vislumbra signos de aceleración en la inflación.

Indicadores de inflación como pueden ser el índice de precios de consumo o el deflactor del PIB se han mostrado estables desde mediados de 1996. La razón se encuentra en la contraposición de la desaceleración de los precios de producción y de bienes importados con la aceleración modesta de los costes laborales. Ésta es la reacción que cabría esperar de una tasa de paro del 4,5%. Y de hecho, algunos componentes de servicios dentro del IPC ya están mostrando algún síntoma de aceleración. Sin embargo, es probable que las fuerzas compensadoras sigan ejerciendo su influencia: los precios en los demás países se mantienen en tasas reducidas, y la traducción a precios en dólares los hace aún más competitivos, dada la fortaleza de la divisa americana (cuadro núm. 7).

### 3. Japón: camino hacia la consolidación

La economía japonesa ha comenzado la segunda mitad del año manteniendo la tendencia de recuperación ya mostrada en la primera parte. La producción industrial muestra firmeza a pesar del descenso de la demanda interna (reacción al aumento del impuesto sobre el consumo), gracias al impulso procedente de la demanda externa y de la restauración del nivel de inventarios. Aunque cabe un menor estímulo de las exportaciones, este hecho simplemente reflejaría una cierta corrección tras el fuerte aumento registrado en el primer semestre del

año. Las condiciones que afectan las exportaciones han sido, y siguen siendo, favorables, tanto debido a la firmeza de la demanda externa como a la depreciación del yen desde mediados de 1995. En la actualidad, el nivel del yen frente al dólar (medido en términos reales) es similar al de 1991. Adicionalmente, los diferenciales de precios entre bienes manufacturados en Japón y en otros países, no son indicativos de que los bienes japoneses sean más caros, con la excepción hecha de China. La depreciación del yen durante 1997 ha permitido recuperar la competitividad perdida en 1994-95.

El aumento de las exportaciones ha sido significativo en el caso de bienes de capital y en los componentes de vehículos. Sin embargo, el futuro esperado para ambos bienes es distinto: por un lado, los precios competitivos de los bienes de capital auguran la continuidad de la demanda exterior; por otro lado, los productores de coches japoneses ya han anunciado planes de sustituir producción interna por producción exterior.

Las importaciones, por su parte, permanecen estables en el caso de los bienes de consumo e intermedios, pero aumentan en el caso de los de bienes de capital. No obstante, no es probable que las importaciones en conjunto crezcan mucho en el futuro. Ello es debido a que la depreciación experimentada por el yen ejerce un efecto restrictivo en las importaciones de bienes terminados (cuadro núm. 8).

En conjunto, la balanza comercial se espera que mantenga su superávit, que ha venido creciendo desde mediados de 1996. El saldo comercial con Estados Unidos ha vuelto a ser motivo de preocupación. Por ejemplo, en agosto, el superávit de Japón con Estados Unidos fue un 50% superior al del mismo mes de 1996. Dado que la demanda interna de Japón no se espera que se recupere en un horizonte próximo, es previsible que el déficit de Estados Unidos con el país nipón se amplíe. No sería descartable que volvieran a surgir presiones para que Japón adopte medidas estimulativas que

CUADRO NÚM. 8  
BALANZA COMERCIAL  
(Miles de millones de yenes)

	Mayo	Junio	Julio	Agosto
Saldo.....	732	932	838	742

sin embargo, son improbables teniendo en cuenta los reducidos tipos de interés (0,5%) y el amplio déficit público.

Se ha discutido mucho sobre el estado de salud de la economía japonesa, en especial sobre el sector privado. A pesar del temor a una nueva recesión, explicado por el descenso del PNB durante el segundo trimestre, la economía parece estar recuperándose. El primer componente de la demanda interna que muestra una tendencia expansiva es la inversión en capital fijo. Su crecimiento responderá a: a) una mejora en los beneficios empresariales; b) el avance en el proceso de ajuste del stock de capital; c) el aumento en la inversión relacionada con la información.

El aumento continuado en los beneficios empresariales se debe al éxito de la reestructuración, al crecimiento de las ventas domésticas y a la tendencia positiva en las exportaciones. Según el análisis del Banco de Japón, la tendencia de los beneficios empresariales depende del tipo de empresa. En el caso de las grandes empresas manufactureras, el crecimiento de los beneficios viene garantizado por la demanda de exportaciones y por la demanda relacionada con la información. Las empresas manufactureras pequeñas y las que no son de manufacturas pero que cuentan con una dimensión grande, también pueden esperar una tendencia positiva para sus beneficios, en la medida en que la recuperación de la demanda se extienda a los servicios o a los subcontratistas de la industria. La peor perspectiva la tienen el grupo de pequeñas empresas no manufactureras, que se están viendo afectadas por: a) una restricción global de gastos; b) una reacción negativa a la menor inversión pública; y c) un efecto negativo de la desregulación sobre las industrias minoristas.

El resumen sobre la situación de los beneficios empresariales es que su situación y perspectivas constituye un factor de estímulo de la inversión, aunque la tendencia positiva aún no está generalizada en todo tipo de industria.

Adicionalmente a los beneficios, el gasto de inversión se está viendo influido positivamente por el aumento del grado de utilización del capital y por la expansión de la inversión relacionada con la información. Según el Banco de Japón, un 60% del aumento de la inversión total en 1995 y 1996 se ha debido a esta cate-

goría. A pesar de ello, la inversión relacionada con la información sólo alcanza un 20% de la inversión fija total, porcentaje inferior que en Estados Unidos. Las perspectivas para la inversión fija en información son positivas, tanto la de equipos de telecomunicación como en la relacionadas con ordenadores, cuya demanda se ha visto impulsada recientemente por la desregulación y modernización de las instituciones financieras.

Como factor que modera la tendencia a corto plazo de la inversión, se deben mencionar los ajustes pendientes en la posición financiera de las empresas, con aún importantes magnitudes de deuda acumulada.

El componente de inversión en construcción privada (vivienda) también muestra unas perspectivas favorables, en respuesta a los reducidos tipos de interés existentes. El consumo privado se ha visto afectado recientemente por la modificación del impuesto sobre el mismo. Así, la anticipación del gasto para evitar el mayor coste impositivo ha sido seguida, lógicamente, por una contracción. Tras esa reacción cabe esperar una tendencia positiva. Las condiciones existentes en el mercado laboral así lo anticipan y el número de ofertas laborales está aumentando. Además, en alguna medida el alto número de desempleados refleja el mayor estímulo a la búsqueda de trabajo debido, precisamente, a la percepción de unas mejores oportunidades.

La recuperación del empleo y la subida en las pagas extraordinarias durante el verano se ha reflejado en un aumento moderado de la renta de los trabajadores, que constituye un factor de sostenimiento del consumo privado. No obstante, la pauta de avance de este último se prevé modesto puesto que la carga fiscal es mayor que en años pasados, no sólo por el mencionado aumento en los impuestos sobre el consumo, sino también por la abolición de las deducciones especiales en el impuesto sobre la renta (cuadro núm. 9).

### **La situación de la inflación**

Las perspectivas para la inflación son favorables. Por el lado de las presiones externas, tanto la apreciación del yen como los precios de las materias importadas se han traducido en descensos en los precios internos. Respecto a



CUADRO NÚM. 9  
CONSUMO PRIVADO  
(1996=100)

	1996		1997	
	IV Trimestre	I Trimestre	II Trimestre	Julio
Gasto real familias.....	100,0	104,9	99,9	100,1
Ventas minoristas.....	100,0	105,5	96,3	95,5
Ventas de vehículos(*) ..	100,0	99,2	74,2	78,0

(\*) Media de julio-agosto.

FACTORES EXPLICATIVOS DEL CONSUMO PRIVADO  
(1996=100)

	1996		1997	
	IV Trimestre	I Trimestre	II Trimestre	Julio
Renta disponible real.....	100,0	102,0	100,4	99,0
Salarios industria.....	100,0	103,9	102,4	103,1
Empleo.....	100,0	100,3	100,4	100,3

CUADRO NÚM. 10  
OFERTA MONETARIA

Porcentaje interanual	Mayo	Junio	Julio	Agosto
M2 + Cd.....	3,1	2,8	3,0	3,2

los factores domésticos, la recuperación está teniendo lugar a un ritmo tan moderado como para no causar un estrechamiento significativo del *gap* de producción. Además, las posibles presiones alcistas procedentes de la presión de la demanda se verán contrarrestadas por los descensos en precios derivados de la innovación tecnológica. En consecuencia, los precios de los bienes a nivel empresarial pueden permanecer estables a corto plazo.

En el caso de los precios de los servicios, la previsión es que dejen de descender, lo que ha venido sucediendo recientemente en respuesta al aumento de la demanda, especialmente en el caso de aquellos relacionados con la información. Este hecho está influyendo en la tendencia de los precios de consumo.

Por otro lado, los precios a las materias primas, aunque descendiendo, han moderado su ritmo de caída debido al aumento de los

precios en los derivados del petróleo principalmente. No obstante no es probable que los precios de consumo tiendan a acelerarse en el futuro, y que las recientes alzas no sólo se deben a una mayor presión de la demanda, sino también a factores temporales.

### Las condiciones monetarias

El tipo de descuento oficial permanece al 0,5%, oscilando alrededor del mismo el tipo diario y el tipo a 3 meses (0,6–0,7%). La rentabilidad de los bonos a largo plazo cayó por debajo del 2,1% y el índice bursátil *Nikkei* se ha estado moviendo alrededor del nivel del 20.000 sin una dirección clara. Los mercados financieros se muestran cautelosos y no acaban de aceptar la idea de que la recuperación económica es una tendencia consolidable. La tendencia del yen también refleja esas incertidumbres. Recientemente en julio-agosto ha alcanzado niveles mínimos, aunque con posterioridad se ha estabilizado.

El crecimiento en los agregados monetarios sigue estabilizado. El agregado M2 + CD continúa creciendo al 3% (tasa estable desde finales de 1996), dada la escasa relación a corto plazo de la evolución monetaria con la del sector real, no se puede deducir muchas implicaciones de las actuales tasas monetarias. Por otro lado, la financiación a las empresas sigue estando bastante estancada. Por ejemplo, el crédito bancario descendió un 0,2% y un 0,1% en los dos primeros trimestres de 1997 (cuadro núm. 10).

La conclusión es que la economía japonesa está avanzando positivamente en el ciclo económico, animada por los beneficios empresariales y por la renta privada. Las exportaciones y la demanda de bienes de equipo seguirán siendo los motores del crecimiento. No obstante la situación financiera de las empresas sigue siendo un factor de fragilidad en la recuperación.