

# Economía Internacional

---

## AÑO 2000: SÓLIDO CONTEXTO ECONÓMICO Y FRAGILIDAD FINANCIERA

---

M<sup>a</sup> Nieves García Santos

### BREVE PANORAMA FINANCIERO

---

El análisis de la situación económica de los países o de las diversas regiones económicas se encuentra recientemente muy condicionado por la situación financiera o, de forma más precisa, de los mercados financieros. Que los mercados recojan las condiciones de la economía real, y que anticipen los cambios en las variables que afectan a la valoración de los activos forma parte de los modelos económicos. Como también lo forman los efectos que los cambios en las condiciones de liquidez que un *shock* en los mercados financieros pueden tener sobre la economía real.

Lo extraordinario de la situación actual lo constituye la magnitud de las alzas bursátiles en Estados Unidos principalmente y la prolongación de la bonanza bursátil. No obstante, también es extraordinaria la longevidad del ciclo económico de la economía americana y los cambios de naturaleza estructural que especialmente ha registrado esa economía. A pesar de los errores continuados que se han cometido al predecir la fecha en que la prolongación del crecimiento y la reducción del paro en Estados Unidos desembocarían en un repunte de los salarios, y por tanto de la inflación, las predicciones realizadas a principios del año 2000 vuelven a insistir en dicho escenario. De hecho, la actitud de las autoridades monetarias ya parece haberse inclinado hacia unas condiciones monetarias menos acomodaticias. El riesgo

para la evolución económica de Estados Unidos se concreta en la reacción que pueden tener los mercados de capitales a un mayor coste del dinero. Hasta la fecha, la subida gradual de los tipos de interés sólo ha conseguido moderar el ritmo de subida de los precios de la Bolsa, que, sin embargo, ha continuado su tendencia alcista. Para Estados Unidos, las claves financieras en el año 2000 se encuentran en la magnitud y momento de la restricción monetaria y en la reacción tanto de las bolsas como del dólar.

La economía europea ha conseguido afianzar el crecimiento económico a lo largo del año 1999. A pesar de que la economía mostraba un crecimiento moderado hasta el verano, los tipos de interés a largo plazo se movieron al alza gradualmente. Este movimiento simplemente podía calificarse como mimético de los mercados de deuda americanos. Solamente a finales del verano podía sospecharse que las previsiones de inflación podrían verse deterioradas por el alza de precios del petróleo. Cuando el Banco Central Europeo decidió elevar el tipo de interés oficial como medida preventiva, el primer efecto fue la estabilidad de los mercados. Así, parece que la rentabilidad de la deuda europea se ha desvinculado ligeramente de la americana. Sin embargo, en los mercados bursátiles no se ha restaurado la calma, sino que parecen haber entrado en una situación de euforia. En qué medida las subidas bursátiles europeas están anticipando

que la solidez de la economía europea la va a llevar a jugar el papel de locomotora del crecimiento, aún no se sabe. Como tampoco se sabe si los mercados están considerando que la economía europea va a heredar de la americana todos los beneficios del auge de las empresas tecnológicas. Sin embargo, cabe la sospecha de que las recientes subidas bursátiles sean espúrias: que los participantes en el mercado hayan trasladado lo ocurrido con las empresas americanas a las que han identificado como sus homólogas europeas sin más comprobaciones. El riesgo, por lo tanto, para las economías europeas se encuentra directamente en la evolución bursátil.

En el caso de la economía japonesa, las condiciones de liquidez deberán permanecer con un tono holgado para permitir que las empresas continúen con sus planes de reestructuración empresarial, especialmente reduciendo la carga de la deuda. Un entorno económico de crecimiento facilitaría el proceso de saneamiento. Ni la política monetaria ni la fiscal cuentan con mucho margen de maniobra. Por eso, la mejoría de las condiciones económicas globales ha sido muy bien recibida. La demanda externa está contribuyendo positivamente a la recuperación de la producción. Sería deseable que el entorno económico continuara siendo favorable, especialmente en los países de la

zona asiática. El riesgo para el escenario económico de Japón se refiere a las condiciones económicas mundiales. Los países emergentes, especialmente los de la zona asiática, están en una tendencia sólida de recuperación tras los malos momentos de los años anteriores. No obstante, una crisis financiera en una región desarrollada siempre tiene repercusiones generalizadas.

## EI PANORAMA REAL

La economía mundial entrará en el nuevo milenio habiendo superado las crisis sufridas en 1997-1999 en economías emergentes de las regiones asiáticas y latinoamericanas. El crecimiento económico durante la segunda mitad de 1999 se ha situado entre un 3 y un 4 por 100 y las previsiones apuntan a que se puede prolongar dicha tasa a lo largo del 2000. Las economías emergentes liderarán el auge económico, pero las zonas desarrolladas también mostrarán un crecimiento vigoroso.

Este crecimiento ya ha estado presente durante 1999. Tras los problemas sufridos por muchos países durante 1998, la economía mundial comenzó a recuperarse desde el inicio de 1999, a pesar de que todavía entonces tuvieron lugar algunos coletazos de la crisis financiera en países latinoamericanos. La mejo-

GRÁFICO 1  
TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO (3 MESES)

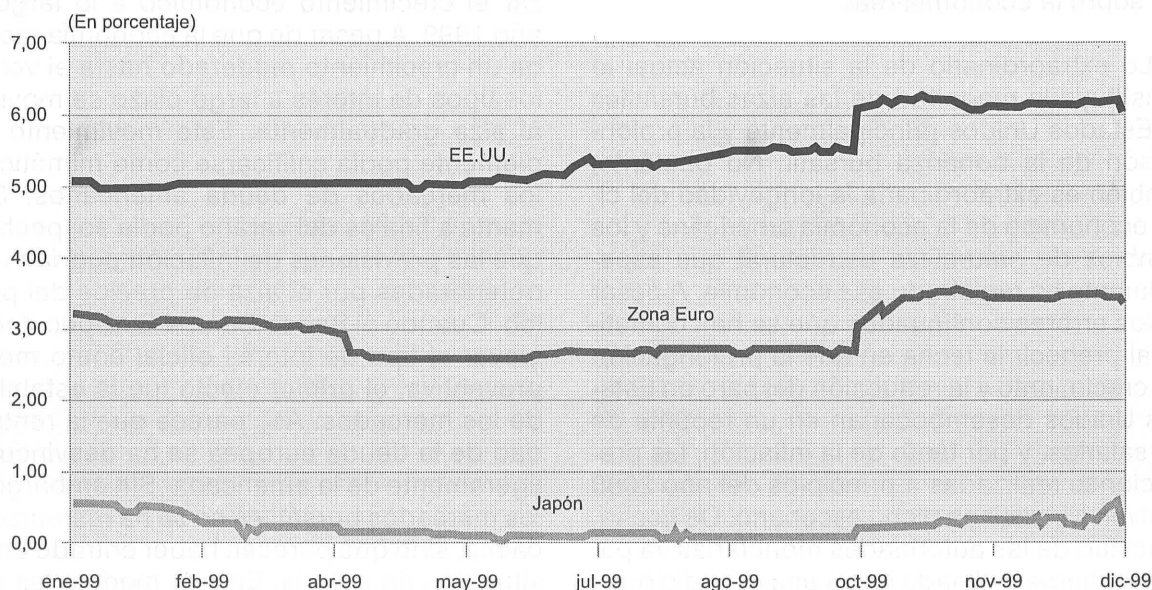


GRÁFICO 2  
TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO (10 AÑOS)

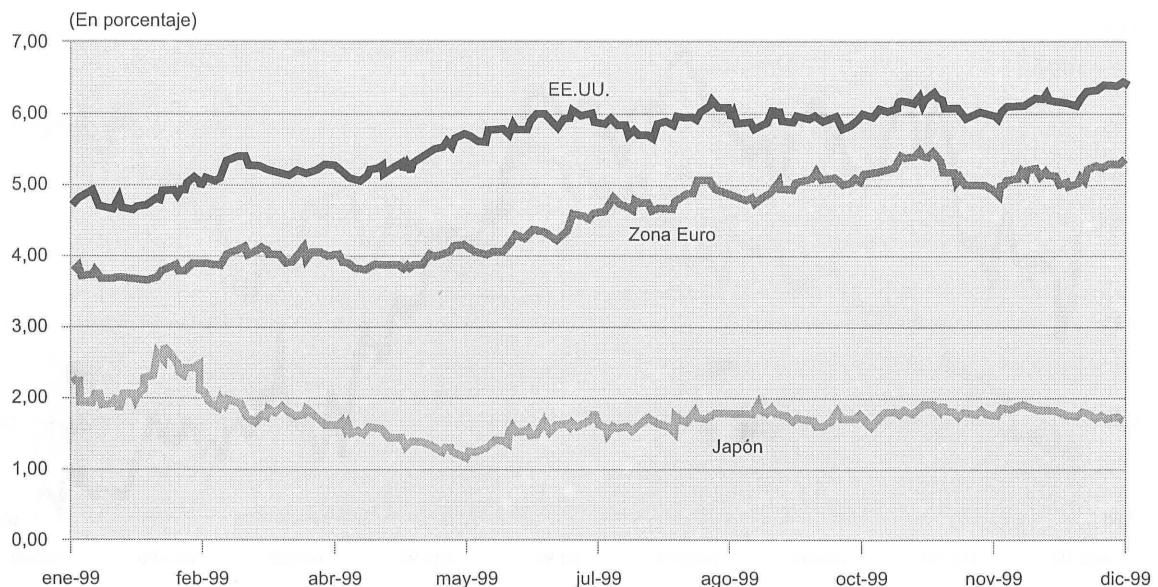
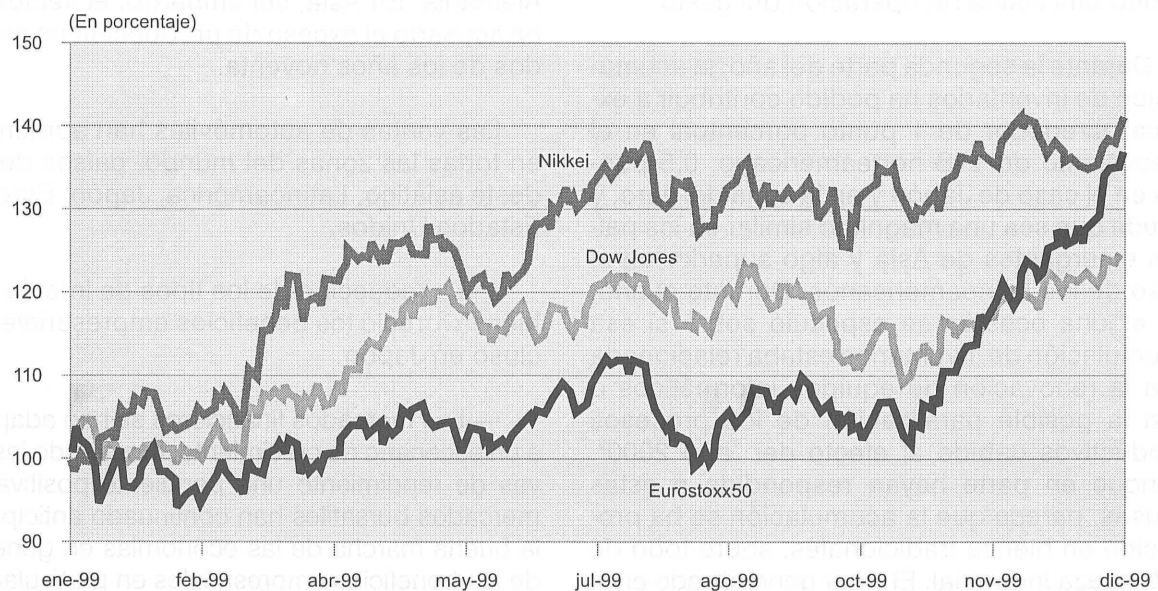


GRÁFICO 3  
ÍNDICES BURSÁTILES (BASE 100 = 1-1-99)

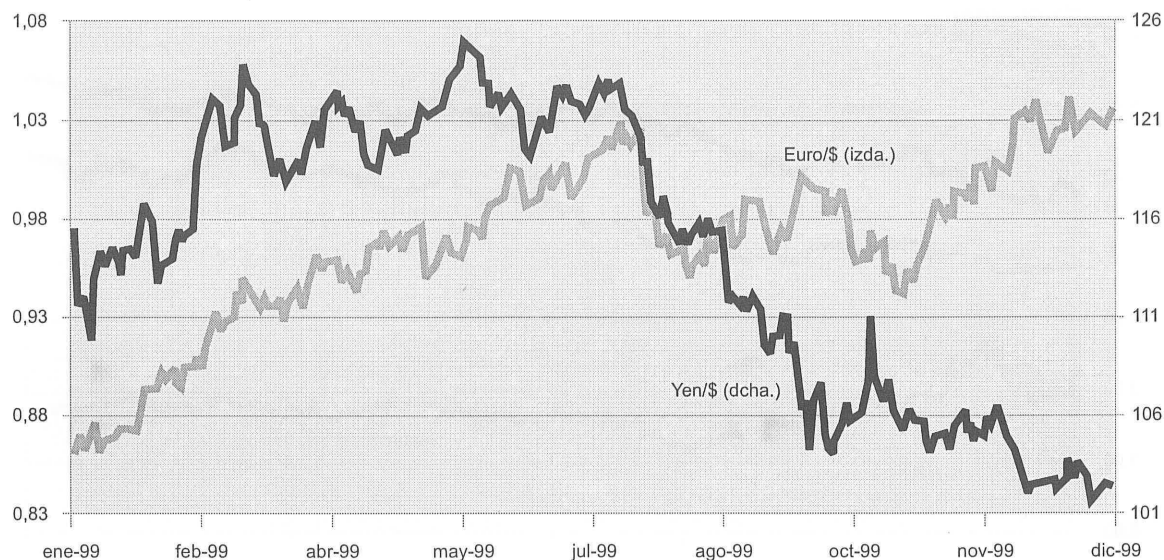


ría empezó por los países asiáticos que habían aplicado diligentemente los planes de ajuste demandados por el FMI como requisito para el desembolso de ayudas. Se pueden distinguir varias características en la recuperación de 1999:

— El crecimiento se apoyó inicialmente en la producción industrial, cuya recuperación en las economías emergentes asiáticas se trasladó a lo largo del año a los países desarrollados

— La acumulación de inventarios ha contri-

GRÁFICO 4  
TIPOS DE CAMBIO: EURO Y YEN FRENTE AL DÓLAR



buido positivamente al crecimiento, primero quizá compensando un menor dinamismo de la demanda final, pero, posteriormente, anticipando una sólida recuperación del gasto.

Durante la segunda parte del año, la acumulación de inventarios ha podido contribuir a explicar alrededor de 1 punto porcentual en el crecimiento del PIB norteamericano, 0,5 puntos en el caso de Japón y en la zona del euro, y puede que sea una magnitud similar en los países emergentes de Asia y algo superior en el caso de los latinoamericanos. Durante el año, en alguna ocasión se especuló sobre si esa acumulación de inventarios estaba relacionada con la renovación de equipos informáticos o con la posible paralización de los procesos productivos debido al efecto del "año 2000". Aunque en parte hayan respondido a estas causas, parece que la acumulación se ha producido en bienes tradicionales, sobre todo de naturaleza industrial. El vigor generalizado en la demanda a partir de octubre los situó ligeramente por debajo de su nivel deseado, y por tanto constituirán un factor de apoyo al crecimiento.

— El crecimiento en la demanda interna se inició en los sectores más sensibles a los tipos de interés, como vehículos o vivienda.

El comportamiento del sector de la cons-

trucción no ha sido homogéneo en todos los países. En el Reino Unido, Francia y España ha mostrado mucho dinamismo, aunque no en Alemania. En Asia, sin embargo, el sector aún ha acusado el exceso de producción de mediados de los años noventa.

Las ventas de automóviles han aumentado en todas las zonas del mundo, países del Sudeste asiático, Latinoamérica, Japón, Europa y Estados Unidos.

— La reducción de los tipos de interés también favoreció los beneficios empresariales, incluso en Japón.

— Los mercados financieros se han adaptado a un escenario de crecimiento, mostrando las curvas de rendimiento una pendiente positiva; los mercados bursátiles han continuado anticipando la buena marcha de las economías en general y de los beneficios empresariales en particular.

Con estas características, el ciclo económico global inició su fase alcista en 1999. Según los datos existentes con generalidad hasta el tercer trimestre, y con previsiones para el cuarto trimestre, el crecimiento económico se debilitó algo en los meses del verano, para recuperarse otra vez a final de año y entrar en el año 2000 con una tasa cercana al 4 por 100. El dato



del tercer trimestre se considera resultado de la volatilidad de la medición del PIB, que muestra caídas en el mismo en casos como Japón, Indonesia, Taiwan, Perú y Brasil, pero que no constituyen ningún cambio en su tendencia positiva de crecimiento.

Con el tandem 1999–2000, se recuperaría parcialmente la caída de crecimiento registrada en 1997–1998. Los analistas han señalado la similitud entre la rapidez y el vigor de la recuperación actual con la que se produjo en 1994–1996, tras la crisis de 1992–93. Hay, sin embargo, dos diferencias fundamentales:

— Actualmente la economía mundial muestra un mayor equilibrio macroeconómico

— No hay muchos estímulos de política económica

Las perspectivas de crecimiento económico en el año 2000 parece que se alimentan en la actividad económica de las diversas áreas regionales. Así, la recuperación de las economías emergentes parece que ha servido para dinamizar las economías europeas. Estos dos bloques probablemente tomarán el relevo de la economía norteamericana como locomotora del crecimiento.

La expansión económica ampliará su base debido a tres motivos:

— En primer lugar, el crecimiento se caracterizará por una mayor amplitud geográfica. Habrá menor divergencia entre el crecimiento de las diversas regiones. Estados Unidos perderá las elevadas tasas registradas en 1998–1999, mientras que Japón y las economías asiáticas olvidarán las tasas recesivas.

— También se producirá una diversificación en el crecimiento según los componentes de demanda. Así, mientras que en norteamérica, el gasto en bienes de capital moderará su crecimiento, en Europa y en Japón tomará el relevo. Por otro lado, en Europa el crecimiento irá acompañado por una reactivación de la demanda del sector privado. En los países asiáticos (incluido Japón) el estímulo fiscal contribuirá positivamente a la producción.

— En Estados Unidos es posible que el consumo privado se muestre positivo, beneficián-

dose aún de las condiciones monetarias derivadas de la disponibilidad de crédito y la revalorización bursátil.

Con este marco de un crecimiento sostenido y generalizado, se tenderá a reducir la importancia de los problemas que aún existen; en particular el elevado desempleo, la persistencia de déficit fiscales y la fragilidad de los sistemas financieros.

En el caso del desempleo, la tendencia hacia su reducción es evidente en Europa y en los países asiáticos. Se piensa que el paro seguirá descendiendo a lo largo del año 2000, de forma que se llegue a situar en niveles similares a los de 1970 en el área de la OCDE.

La mejoría económica también servirá de alivio a la presión ejercida por el déficit público. En el caso de los países europeos les permitirá realizar modificaciones tributarias, pero es en los países con elevados tipos de interés donde el aumento del PIB supondrá un alivio de carga financiera, como es el caso de Argentina o Brasil.

También la mejoría del clima económico permitirá avanzar en la consolidación de los sistemas financieros y empresariales de muchos países. Debe recordarse que gran parte de la crisis de 1997–1998 se debió al endeudamiento del sector privado y a la mala gestión de los negocios. Aunque se hayan aprobado planes de reestructuración sectorial, la deuda acumulada es un problema cuya solución es gradual. El crecimiento de la actividad económica facilitará su ajuste.

La contrapartida al crecimiento generalizado mundial será una aceleración en la inflación. Ya en la actualidad este efecto ha sido anticipado por el alza en el precio del petróleo a lo largo de 1999, que ha influido en el componente energético de los precios de consumo. Aunque los precios del petróleo ya no sigan subiendo, hay que considerar que en parte se trasladarán a otros precios industriales. También la mejoría en el desempleo puede conllevar un aumento en los costes laborales unitarios. En general, el mayor dinamismo económico llevará a una aceleración de la inflación, especialmente en Estados Unidos y en Europa. En las economías emergentes, por el contrario, las previsiones son de mayores avances en el proceso de desinflación.

CUADRO 1  
TASA DE PARO ARMONIZADA

1999	enero	febrero	marzo	abril	mayo	junio	julio	agosto	septiembre	octubre	noviembre
Zona euro.....	10,4	10,3	10,2	10,2	10,1	10,1	10,0	10,0	9,9	9,8	9,8
Europa-15.....	9,5	9,5	9,4	9,3	9,3	9,3	9,2	9,2	9,1	9,0	9,0

**TASA DE PARO ARMONIZADA: NOVIEMBRE**

Zona Euro	Bélgica	Alemania	España	Francia	Irlanda	Luxemburgo	Austria	Portugal	Finlandia	Suecia
9,8	8,7	9,1	15,4	10,5	6,0	2,6	4,2	4,7	10,0	6,6

Las implicaciones de este escenario es que la política monetaria en los países europeos y Estados Unidos tenderá, en mayor o menor medida, a conseguir unas condiciones más restrictivas. Los tipos a largo plazo en estas áreas ya están recogiendo estas perspectivas. Así, a lo largo del año 2000 probablemente veremos un cambio gradual en las condiciones monetarias y financieras entre las economías occidentales y las emergentes. El riesgo a este escenario global sigue siendo que los mercados bursátiles americanos anticipen bruscamente la previsible desaceleración económica, y que el contagio financiero frene la actividad económica global.

### 1. La economía europea, con bases sólidas

Las condiciones económicas que mostraba el área euro a finales de 1999 son propicias para que se produzca un importante auge en el año 2000: las políticas económicas y el tipo de cambio ejercen un efecto estimulante, se ha producido un aumento generalizado de renta y hay una demanda insatisfecha.

Las previsiones apuntan a que el PIB de la región puede crecer a una tasa del 4 por 100, con una situación de dinamismo productivo en todos los sectores (industria, servicios, construcción). La otra cara de la situación se refiere a la inflación, que tenderá a crecer hacia zonas de cerca del 1,8 por 100, aunque los precios del petróleo ya se hayan estabilizado. En respuesta, es probable que la política monetaria se oriente gradualmente hacia la neutralidad o una ligera restricción.

El crecimiento del PIB en el tercer trimestre se situó en un 4 por 100, tasa que venía explicada en gran medida por la demanda interna (creció a un 3,3 por 100), aunque la demanda externa también aportó puntos al crecimiento.

Además hay que mencionar que los inventarios también están contribuyendo positivamente al PIB. Como se ha mencionado, los inventarios no son exclusivamente de productos informáticos, sino de todo tipo de bienes, especialmente de productos manufacturados.

La producción de bienes industriales registrada en el último trimestre confirma que el PIB ha terminado el año 1999 en una tendencia alcista. Además existen otros indicadores que avalan la idea de que esta situación se mantendrá al menos durante la primera parte del año 2000. Así, la confianza de los consumidores indica un aumento de la valoración positiva de la situación. También la confianza empresarial acompaña ese punto de vista. El hecho de que se confirme el aumento del consumo duradero, permite anticipar que continuará afianzándose la producción de bienes. El grado de utilización de la capacidad productiva ha aumentado en el tercer trimestre, aunque aún queda por debajo de niveles previamente alcanzados.

Dentro de la situación de los distintos países, hay que señalar que la recuperación es inferior a lo esperado en Alemania. En este país la situación en la actividad de los distintos sectores es menos boyante que en la media europea. Por ejemplo, si en el área euro la confianza industrial ha recuperado dos terceras partes de la pérdida a principios de 1999, en el caso de Alemania la recuperación sólo ha sido de un tercio. De todas formas, se considera probable que el PIB afirme su crecimiento desde una tasa del 2,9 por 100 en el tercer trimestre al 4 por 100 a finales de año. Para ello sólo hace falta que la mejoría ya registrada en las rentas de las familias se traduzca en un mayor gasto de consumo.

Un gran logro del área euro se encuentra en la reducción del paro. A lo largo del año la mejoría en el desempleo fue modesta, ya que qui-

zá los empresarios aún tenían dudas sobre la continuidad de la recuperación, esperando la consolidación del gasto de consumo. Sin embargo, en los últimos meses de 1999 la tasa de paro ha descendido al 10 por 100, nivel alcanzado por primera vez desde 1992. Como el descenso del desempleo ha continuado en el cuarto trimestre y se espera que continúe en el 2000, en este año es posible que la tasa descienda hasta cerca de un 8 por 100.

El descenso del paro responde simultáneamente a dos motivos: el auge coyuntural y las reformas estructurales. Entre éstas se destacan las nuevas formas de contrato más flexibles. El resultado es que el paro está descendiendo sobre todo en los jóvenes.

Una consecuencia posible de la reducción del desempleo podía ser un aumento en los salarios. De hecho, en algunos sectores los datos muestran que empieza a haber signos de dificultad en la cobertura de vacantes. De todas formas se espera que aunque se aceleren los salarios, aún se sitúen en niveles adecuados al objetivo de inflación. La situación ideal sería que los salarios crecieran pero moderadamente. Un crecimiento positivo en términos reales contribuiría a mantener el gasto de consumo, que es necesario para que el crecimiento se consolide. El problema se plantea en la posibilidad de que el crecimiento salarial incorpore la inflación actual que es resultado del alza de los precios de la energía. En definitiva, el peligro es que se genere una espiral salarios-precios.

Parece, sin embargo, que los mecanismos de negociación salarial se han modificado. El énfasis ya no se encuentra en los puntos de crecimiento real, sino en otro tipo de compensaciones. Así, en Alemania, las reivindicaciones se centran en la oferta de un plan de jubilación anticipada (desde los 63 a los 60 años) y en Francia, en la reducción de la jornada laboral a 35 horas. Así, es factible que los salarios registren en el área un aumento del orden del 2,5 por 100, algo superior al 2,3 por 100 de 1999, pero compatible con un objetivo de inflación del 1,5 por 100. Las modificaciones estructurales del mercado laboral contribuyen a explicar el comportamiento reciente de los salarios. Ya se ha comentado la moderación de las demandas salariales.

Otro resultado parece ser la convergencia

entre los aumentos salariales en los diversos países. Tanto en las economías que muestran un crecimiento mayor, y por tanto, mayor tensión laboral, como en los más retrasadas en el ciclo, los aumentos salariales son de un orden de magnitud similar. A parte de las modificaciones particulares llevadas a cabo en cada país, este resultado también puede derivarse de la integración de la economía y de la mayor competencia. En la economía europea, sin embargo, aún no ha aparecido el efecto más importante que la llamada globalización ha ejercido sobre la economía norteamericana: el aumento de la productividad del trabajo. Las previsiones aún sitúan el crecimiento de la misma entre 1,5 por 100 y 2 por 100, que entra dentro de un rango normal. Este resultado es favorable para una convergencia en la inflación y para una menor tasa de inflación del conjunto. Tanto en Alemania, Francia e Italia como en España, se espera un aumento salarial del orden de 2,5 por 100, lo que produciría un aumento de los costes laborales unitarios algo superior (por reducción de horas de trabajo o por la inclusión de otras compensaciones).

La inflación, medida por los precios de consumo, se ha acelerado recientemente. De una tasa a principios de año del 0,9 por 100 se ha alcanzado un 1,5 por 100 en diciembre.

En el caso de los precios, la dispersión entre los diversos países también ha disminuido en el año. Así a principios de 1999, la dispersión de la inflación de los diversos países era de 2,1 puntos porcentuales (con un rango entre -1,4 y 2,5 por 100), alrededor de una media de 0,8 por 100. En noviembre la media había subido a 1,6 por 100 con una dispersión de 1,6

CUADRO 2  
ZONA EURO: ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS AL CONSUMO

Porcentaje interanual	Enero 1999	Noviembre 1999
Alemania.....	0,2	1,1
Austria.....	0,3	1,0
Bélgica.....	1,0	1,6
España.....	1,5	2,7
Finlandia.....	0,5	1,9
Francia.....	0,4	1,0
Holanda.....	2,1	2,0
Irlanda.....	2,1	3,0
Italia.....	1,5	2,0
Luxemburgo.....	-1,4	1,9
Portugal.....	2,5	1,9
<b>UNIÓN MONETARIA.....</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>

por 100 (con un rango entre 1 y 3 por 100). Los resultados a final de año muestran un empeoramiento de la posición relativa especialmente en el caso de España. Los países cuya tasa difiere más de la media (al alza) a finales de año son Irlanda y España, pero la separación de la media de Irlanda es la misma que existía a principios de año, mientras que España la amplifica. Por otro lado, Portugal, Holanda e Italia mejoran a lo largo del año su situación relativa respecto a la media.

Los riesgos se concretan, como ya se ha comentado, en que las subidas de precio del petróleo se trasladen a todos los componentes del IPC. En realidad ya existen dos factores que pueden presionar al alza, como son la subida del precio de las materias primas industriales, que ha sido de un 14 por 100 medido en dólares, que se convierte en un 28 por 100 cuando se mide en euros. El deslizamiento a la baja del dólar frente al euro se cifra en alrededor de un 12 por 100.

Con la consolidación y generalización del crecimiento económico, el Banco Central Europeo deberá llevar la situación de la liquidez a una posición o menos acomodaticia o directamente más restrictiva. Un avance de estas intenciones se produjo en noviembre de 1999 cuando el BCE aumentó los tipos de interés básicos en 0,5 puntos porcentuales. Es difícil determinar cuál es el nivel adecuado a la situación económica, de forma que se prevengan aceleraciones de la inflación pero no se agote el crecimiento. El diseño de la política monetaria europea indica que se debe recoger información de un panel amplio de indicadores, tanto financieros como reales. En ellos entrarían distintos índices de precios (producción, agrícolas, de importación...), de salarios, de diversos indicadores de liquidez y crédito. De momento, los indicadores de precios no muestran síntomas de estar trasladando totalmente las alzas del petróleo. Por otro lado, sin embargo, los indicadores de crédito y liquidez han mostrado todo el año 1999 tasas superiores al objetivo.

El resumen de la situación monetaria es que es probable que los tipos de interés oficiales suban desde el 3 por 100 al menos al 4 por 100 en el 2000.

El tipo de cambio del euro también ha ejercido un efecto estimulativo al irse depreciando

frente al dólar a lo largo del año. Aunque recientemente parecía estar dando señales de estabilidad, si no de recuperación, el futuro no parece muy favorable. El diferencial de tipos de interés justificaría que el dólar se apreciara frente al euro. En dirección opuesta ejercería su influencia tanto una desaceleración de la economía americana como una corrección de su bolsa.

## 2. La economía japonesa en vías de recuperación

Los últimos indicadores mensuales han vuelto a mostrar la fragilidad de la economía. El crecimiento del PIB muestra una tasa positiva, aunque se podría caracterizar como propia de una situación depresiva: 0,4 por 100 (en términos trimestrales anualizados). Como factor que ha contribuido a deprimir el PIB hay que señalar al gasto público, que lleva dos trimestres mostrando caídas significativas.

De todas formas, hay que señalar que el descenso registrado por el PIB en el tercer trimestre (-3,8 por 100 tasa trimestral anualizada) es muy probable que se corrija al alza en la primera revisión oficial de las cifras, debido primordialmente a la revisión del gasto de inversión, que pasaría desde una estimación inicial del -8,2 por 100 a una tasa positiva.

Sin embargo, hay síntomas de que la economía japonesa ha dejado de deteriorarse. Hay tímidos aumentos tanto en las exportaciones como en la producción industrial. También el clima empresarial y las condiciones existentes para la demanda interna están mejorando gradualmente, según aparece reflejado en los beneficios empresariales. Sin embargo, estas mejores condiciones no se han trasladado aún a una mejora sostenida en la demanda privada. Además, en otoño de 1999 se aprobó un paquete fiscal suplementario de 18 billones de yenes, cuyo impacto se dejará sentir en la primera mitad del 2000.

Los distintos componentes de la demanda muestran un comportamiento diverso. En el lado más positivo se encuentran las exportaciones que, en términos netos, se están beneficiando de la mejor situación de las economías externas. También la construcción se ha comportado positivamente, aunque parece que su



actividad se ha frenado recientemente. En el caso de la inversión en capital fijo, la situación es la opuesta: venía mostrando una tendencia descendiente, que recientemente parece haberse tornado positiva. Por el contrario, la inversión pública ha interrumpido su crecimiento. Por su parte, la recuperación del consumo privado sigue débil debido a que el empleo y la renta personal continúan estancadas. Las remuneraciones por horas extraordinarias trabajadas han aumentado en paralelo con la producción industrial, pero la remuneración total no ha registrado un aumento similar porque los malos resultados empresariales han deprimido los pagos mediante bonos.

Como se ha dicho, la producción industrial está aumentando y también los beneficios empresariales, lo que contribuye a mejorar la confianza empresarial. A pesar de ello, no se está viendo un reflejo en las actividades empresariales, porque aún se percibe la existencia de un exceso en la capacidad productiva y una sobredimensión de la fuerza laboral, lo que implica que aún hay recorrido para que el desempleo aumente. Además, las empresas no están dedicando su atención primordial al lado productivo ni a planificar nuevas inversiones, sino que están dedicadas a llevar a cabo planes para reducir la carga de la deuda y restaurar la solvencia financiera. Tampoco las perspectivas de demanda y de ventas parecen tan sostenidas como para inducir un cambio en sus planes. Lo que sí parece positivo es el efecto de todos los reajustes empresariales sobre los beneficios

Las perspectivas económicas ofrecen un panorama de recuperación modesta gracias a las holgadas condiciones monetarias y a otras

CUADRO 3  
JAPÓN: TIPOS DE INTERÉS

<i>Tipos oficiales:</i>	<i>Nivel actual</i>	<i>Ultimo cambio</i>
- descuento .....	0,5	8 sep 95 (-50 pb)
- tipo día a día .....	0,01	12 fe 99 (-25 pb)
	1998	1999
Interbancario 3 meses .....	0,2	0,2
Deuda a 10 años .....	1,8	1,8

CUADRO 4  
JAPÓN: POLÍTICA FISCAL

<i>Porcentaje sobre PIB</i>	<i>Promedio 1988-97</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>
Déficit .....	-0,4	-6,0	-8,0
Deuda .....	68,1	97,4	103,4

medidas tomadas por el Gobierno. No parece probable que las condiciones monetarias se modifiquen hasta el segundo trimestre del año. Además, los posibles efectos de una cierta restricción monetaria sobre los mercados financieros contribuirán a retrasar cualquier política de restricción monetaria. En primer lugar, la duración de los bonos se ha acortado, lo que les hace más sensibles a una subida de los tipos de interés a corto plazo; y en segundo lugar, un aumento del diferencial entre tipos internos y externos contribuiría a que el yen se apreciara, lo que no se desea.

La política fiscal en Japón ha llegado a su nivel máximo de posible utilización. Tanto el tamaño del déficit como el peso de la deuda sobre el PIB aconsejan que no sigan aumentando. Por lo tanto, el efecto estimulante que cabe esperar de la política fiscal es reducido.

Respecto a los precios, la apreciación del yen está provocando un descenso de los precios de importación. Sin embargo, los precios del petróleo y de los productos químicos están compensando la caída de los precios en la maquinaria eléctrica, de forma que los precios al por mayor se encuentran estabilizados. También los precios de bienes de consumo están estancados. Se espera que en el año 2000 los precios se muestren estables a pesar del descenso de los precios de la maquinaria. Ello se explicaría, además de por un mayor efecto de los precios del petróleo, por una cierta recuperación de la demanda. Sin embargo, este escenario no es seguro y existen aún riesgos de que los precios desciendan.

Los mercados financieros han mostrado una situación estable, reflejando la provisión de fondos realizada por el Banco de Japón. El tipo de interés día a día se ha situado muy próximo a 0. Las instituciones financieras han obtenido gran disponibilidad de fondos proporcionados por el Banco de Japón. Alrededor de finales de 1999 la demanda de fondos aumentó para cubrir la eventualidad de que se produjeran problemas debidos al efecto del "año 2000". Sin embargo, como cabía esperar, fue transitoria.

En cambio, los rendimientos de la deuda pública a medio plazo, que había estado descendiendo en noviembre y diciembre, subieron a finales de año y actualmente permanece en

esos niveles, entre 1,75 – 1,8 por 100. Los mercados bursátiles, tras recuperarse en la segunda mitad de 1999, parece que van a mostrar en el año 2000 mayor volatilidad, siguiendo a los mercados americanos.

Las magnitudes monetarias (M2 + certificados de depósito) muestran una tendencia al estancamiento, en línea con la ausencia de demanda de crédito. Los bancos aún muestran actitudes muy cautelosas en su política de crédito. No obstante, ya no se produce la situación de extrema restricción provocada por la necesidad de restaurar los coeficientes de capital y solvencia en las instituciones crediticias. El aumento gradual del crédito bancario se hace bajo un escrutinio estricto del riesgo crediticio de las empresas, aunque, como se ha señalado, dado que las empresas aún continúan dedicando esfuerzos a reestructurar su situación financiera, la demanda de crédito no es importante.

### 3. La economía americana cede el paso

El PIB de la economía norteamericana ha mostrado una situación de gran firmeza en los últimos meses de 1999. Su ritmo de aumento fue del 5,7 por 100 en el tercer trimestre y del 4,8 por 100 en el cuarto. Parece que las subidas de tipos que ha llevado a cabo la Reserva Federal no han tenido efecto aún y que las condiciones económicas continuarán siendo sólidas en los primeros meses de 2000.

Parte de la actividad del último trimestre cabe ser atribuida a cierta anticipación de gasto para evitar problemas relacionados con los "efectos del año 2000". A pesar de ello se puede esperar que el PIB muestre una tasa de crecimiento de alrededor de un 4 por 100 en la primera mitad del año. Hay dos factores que explican la evaporación del efecto de la restricción monetaria: la holgura financiera que se deriva de las ganancias bursátiles y de la flexibilidad del crédito bancario, y la recuperación de la demanda exterior.

Los informes recogidos por la Reserva Federal de los distintos bancos que la componen, confirman que la actividad económica ha continuado con un tono muy fuerte en diciembre y en las primeras semanas de enero. El gasto de consumo ha aumentado a un ritmo elevado du-

rante el periodo navideño, excediendo incluso las previsiones realizadas.

Se pueden mencionar dos características del gasto de consumo realizado recientemente: (i) es en bienes de precio elevado (joyas, electrodomésticos), además de vehículos; (ii) se ha hecho en un porcentaje creciente a través de sistemas de venta por ordenador (*e-commerce*). El sector de comercio ha informado que estas ventas a distancia no están influyendo en el volumen de ventas por sistemas tradicionales, pero sí están induciendo competencia en el sector.

La actividad productiva industrial ha continuado en un tono expansivo en todo el país y en todos los sectores. Sin embargo, como excepciones, la producción disminuyó en el sector de bienes alimenticios elaborados, maquinaria agrícola, textiles y bienes de cocina, y algunas industrias relacionadas con la construcción. Quizá se pueda señalar como indicador de una futura moderación el hecho de que en algunas industrias los pedidos recibidos parecían estar reduciéndose.

En el caso de la actividad del sector de la construcción el panorama es mixto, tanto en la construcción de viviendas como en la de naturaleza comercial. En el caso de las viviendas la situación varía entre zonas del país, ya que existen algunas donde la demanda parece estar descendiendo (debido al efecto de la subida de los tipos de interés), mientras que en otras regiones hay problemas de escasez de mano de obra y de parcelas disponibles para poder construir. También el panorama de la construcción comercial es diverso entre las regiones del país, aunque no necesariamente coinciden con la situación relativa a la construcción residencial.

Durante los últimos meses de 1999 y principios del año 2000 el mercado de trabajo ha continuado mostrando unas condiciones tensas. Las categorías laborales donde hay más tensión son los trabajadores en sectores de alta tecnología, farmacéuticos y gestores empresariales, entre otros. Sin embargo, el caso contrario se produce en el sector de la construcción, donde parece estar aumentando la oferta de trabajadores.

Hay otro indicador, aparte de la tasa de

paro, utilizado por las autoridades monetarias para percibir el grado de restricción en el mercado de trabajo: los individuos que no cumplen los requisitos formales para ser contados como fuerza laboral pero que buscan empleo. Recientemente hasta éstos han descendido, lo que es indicativo de la búsqueda de trabajadores por parte de las empresas.

A pesar de ello no parece que los salarios estén acelerándose. En algunos sectores los salarios o no aumentan o su incremento está en línea con la productividad. También en otros casos la presión para obtener mayores compensaciones se cubre con beneficios no salariales como bonos, opciones sobre acciones o seguros médicos, que no quedan recogidos en las cifras salariales.

Respecto a la inflación, en general, los precios de consumo se mantienen estabilizados, aunque en algunas regiones se están produciendo ligeras alzas. Muchos productores consideran que su capacidad de elevar los precios es reducida debido a la competencia; también se observa un mayor aumento en la productividad. Estas dos fuerzas contrarrestan cualquier efecto derivado del alza en el precio de las materias primas. Los sectores en los que, por el contrario, se registran algunas subidas en los precios, aunque moderadas, son los servicios turísticos (hoteles) o construcción (en algunas ciudades).

Los precios industriales o de producción no muestran síntomas de aceleración, con la excepción de los precios del petróleo. Pueden existir algunas presiones alcistas en materias

CUADRO 5

	Estados Unidos					Europa (zona Euro)					Japón				
	1998	1999 *	1999	2000	2001	1998	1999 *	1999	2000	2001	1998	1999 *	1999	2000	2001
<b>Cuadro Macroeconómico (porcentaje var. anual)</b>															
PB pm.....	4,3	4,2	3,8	3,1	2,3	2,8	2,3	2,1	2,8	2,8	-2,8	-1,0	1,4	1,4	1,2
Consumo privado.....	4,9	5,2	5,1	3,4	1,6	2,9	2,4	2,4	2,6	2,7	-1,1	-0,3	1,7	1,6	1,8
Consumo público.....	1,3	3,4	2,3	2,6	1,3	1,3	1,6	1,6	1,1	1,0	0,7	0,9	0,7	0,8	0,7
Formación bruta de capital fijo.....	10,6	10,8	8,3	3,9	4,1	4,3	3,8	4,6	4,3	4,4	-8,8	-2,1	1,2	-0,2	-0,2
Demanda interna.....	5,5	5,6	4,8	3,4	2,3	3,3	2,4	2,6	2,6	2,7	-3,5	-1,3	1,5	1,2	1,1
Exportaciones bienes y servicios.....	2,2	6,3	3,4	7,0	6,8	4,3	3,9	0,9	6,5	6,3	-2,3	4,7	0,3	4,6	3,6
Importaciones bienes y servicios.....	11,6	13,1	12,0	8,7	5,3	8,3	4,3	4,0	5,9	6,2	-7,5	2,4	1,1	3,3	3,6
Demanda externa(1).....	-1,3	-0,9	-1,3	-0,5	0,0	-	-	-	-	-	0,6	0,4	-0,1	0,3	0,1
<b>Otros datos de interés</b>															
Empleo total (porcentaje var. anual).....	1,5	-	1,7	1,2	1,0	1,3	-	1,2	1,1	1,1	-0,7	-	-0,9	0,5	0,7
Tasa de paro (porcentaje pobl. activa).....	4,5	4,1	4,2	4,4	4,7	10,8	9,8	10,0	9,4	8,8	4,1	4,7	4,9	5,0	4,7
Inflación (porcentaje var. anual)(2).....	1,5	2,6	1,6	2,4	2,4	1,2	1,7	1,2	1,5	1,5	0,6	-1,2	-0,3	0,2	0,8
Financiación de las AA.PP. (porcentaje PIB)(3).....	0,4	1,2	2,2	2,6	2,5	-2,0	-	-1,6	-1,2	-0,9	-5,9	-	-8,2	-8,3	-7,6
Costes laborales unitarios (porcentaje var. anual).....	0,7**	-0,84**	2,5	3,2	3,2	0,2	-	1,7	0,9	1,0	6,3**	-4,0**	-2,5	-0,6	-0,3

NOTAS: El sombreado indica previsión. Previsiones:OCDE, Economic Outlook nº 66, diciembre-99 y de la Comisión Europea, Informe de Otoño, noviembre-99.

(\*) Último dato disponible.

(\*\*) Manufacturas.

(1) porcentaje PIB. Contribución a la variación real del PIB.

(2) Precios al consumo. Las previsiones corresponden al deflactor del consumo privado en EEUU y Japón e índice de precios al consumo armonizado para Europa.

(3) Necesidad (-) o capacidad (+) neta de la financiación de las Administraciones Públicas.

	Estados Unidos		Europa (zona Euro)		Japón	
	1998	1999	1998	1999	1998	1999
Agregados monetarios(1) (Porcentaje variación anual).....	8,4 (4º trim.)	6,0 (nov)	4,7 (4º trim.)	6,2 (nov)	4,5 (4º trim.)	3,0 (nov)
Utilización capacidad productiva (porcentaje, promedio).....	81,8	80,7	83,0	81,8	95,6	94,5 (ene-oct)

(1) Europa: M3, EEUU: M2 y Japón: M2 + Certificados de depósito.

primas, especialmente metales, pero, por otra parte, los precios de las telecomunicaciones y servicios de internet están descendiendo.

Las condiciones financieras, aunque continúan mostrándose holgadas, han empezado a reflejar las consecuencias de las subidas de los tipos oficiales en algunos casos. Este es el caso de los préstamos hipotecarios, donde han disminuido las refinanciaciones. De todas formas, el crédito a familias y empresas continúa siendo importante.

Existe un amplio consenso en que la economía americana se va a desacelerar en el año 2000. La cuestión se encuentra en la magnitud o en el gradualismo. El escenario más generalizado considera que el gasto de consumo se puede moderar significativamente, que la actividad de construcción residencial se frena y que los beneficios empresariales reducen su crecimiento. El sector exterior puede continuar restando puntos (pero menos que en 1999) aunque la razón principal para explicar la desaceleración económica se encontrará en la demanda interna. A la vez, el mercado laboral añadirá presiones a unos precios del petróleo que seguirán siendo elevados, repercutiendo negativamente sobre la inflación.

Un punto importante de las previsiones se refiere a la magnitud de la desaceleración del consumo privado. En el año pasado, el ahorro de las familias ha llegado a mostrar una tasa nula. A pesar de ello, el consumo se ha mostrado vigoroso, apoyado en el importante aumento de la riqueza de las familias resultado, entre otros factores, del aumento de los precios bursátiles. A parte de que sea posible que las bolsas experimenten alguna corrección, o simplemente se estabilicen, el consumo podría moderarse para equilibrarse con la parte de las

ganancias de las rentas actuales que se podrían considerar como permanentes. Existen diversas razones que pueden justificar que el gasto en bienes de equipo experimente también cierta desaceleración: la anticipación de compras de equipos informáticos para adelantarse al efecto del "año 2000"; los beneficios empresariales se han estado moderando porque los ingresos generados son menores; la existencia de capacidad ociosa en manufacturas que está provocando procesos de fusiones empresariales más que aumento en el gasto. Por último, el crecimiento estabilizado del PIB puede conllevar una desaparición del efecto "acelerador" sobre la inversión. Además, hay que considerar cuál va a ser el efecto de las recientes subidas de los tipos de interés. Los bancos han estado aplicando criterios de selección de proyectos con una evaluación del riesgo más rigurosa. Si las condiciones en los mercados de capitales hacen menos barato el coste de financiación, puede que el gasto empresarial modere su crecimiento.

El punto clave de la situación de la economía americana lo constituye las perspectivas sobre la inflación. Es evidente que el efecto beneficioso de un entorno económico débil ya ha pasado a la historia. Además, la tasa de paro ha alcanzado niveles mínimos de un 3,8 por 100 sobre la población activa. Con un crecimiento económico al mismo ritmo que en 1999 es muy probable que se generen presiones inflacionistas. De hecho, ya hay síntomas en ese sentido.

Así, es probable que la autoridad monetaria se decida a elevar nuevamente los tipos de interés. La magnitud y la gradualidad de esta decisión tendrá en cuenta no sólo la necesidad de prevenir la generación de expectativas inflacionistas, sino también de evitar un hundimiento de los mercados bursátiles.