
Reflexiones sobre la situación económica internacional

Conferencia pronunciada por el Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en el Club Siglo XXI

La economía mundial está viviendo una etapa muy favorable. Los Estados Unidos mantienen una expansión intensa y estable —la más larga de la posguerra—; los países europeos registran una firmeza creciente en sus ritmos de avance; Japón parece estar empezando a superar, no sin dificultades, el retroceso de los últimos años; la mayor parte de las nuevas economías industriales de Asia se han recuperado con fuerza tras sus recientes crisis y también lo están haciendo, aunque con menor vigor, un buen número de países del área latinoamericana. En estas condiciones, las previsiones actualmente disponibles apuntan a un crecimiento del producto mundial del orden del 4 % durante este año y el año próximo —casi un punto por encima del registrado en 1999—, con un ritmo de avance algo superior al 3 % en el conjunto de los países industriales y una tasa de crecimiento algo mayor del 5 % en el conjunto de los países en vías de desarrollo. Estas previsiones podrían extrapolarse linealmente dos o tres años más, esbozando así el panorama de una etapa de expansión firme y prolongada.

Ahora bien, las previsiones económicas tienen como destino habitual verse incumplidas; hay que tomarlas como conjeturas razonables, referencias útiles para analizar las desviaciones que pueda registrar la realidad. Y esto cobra especial relieve en los momentos actuales, porque la favorable evolución de la economía mundial coexiste con factores de incertidumbre cuyo desarrollo podría generar diferencias apreciables respecto de las previsiones que acabo de exponer.

En primer lugar, el avance de la economía mundial ha venido acompañado, desde hace bastante tiempo, de unos desequilibrios en los pagos internacionales entre las principales áreas monetarias que han alcanzado niveles preocupantes. La presión intensa y persistente de la demanda sobre la oferta ha generado, en los Estados Unidos, déficit exteriores crecientes que, medidos por el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente, se aproximan ya al 4 % del producto interior bruto. Este proceso, que tiene su principal contrapartida en los fuertes excedentes exteriores registrados en Japón y, en menor medida, en el área del euro, parece difícilmente sostenible, aunque la financiación de los déficit americanos no haya tenido dificultades y haya sido incluso compatible con una fuerte apreciación del dólar durante los últimos años. Lo deseable es, desde luego, que esos desequilibrios se corrijan, que los Estados Unidos desciendan hacia una tasa de crecimiento más moderada y sostenible y que lo hagan con lo que se ha denominado un «aterriaje suave» que la economía mundial pueda absorber sin graves problemas. Nada garantiza,

sin embargo, que los hechos vayan a desarrollarse así.

En segundo lugar, el mundo se encuentra ante una revolución tecnológica en el ámbito de la información y de las comunicaciones que también tiene su centro en los Estados Unidos. El despliegue temporal del fenómeno es, sin embargo, incierto. Hay quienes piensan que, tras varias décadas de mejoras rapidísimas en la producción de los bienes de equipo que incorporan tales tecnologías y de fuertes descensos en sus precios, la inversión en dichos bienes ha aumentado fuertemente y la utilización de sus servicios se ha extendido a toda la economía americana generando un notable aumento general de la productividad. Este incremento en la tasa de avance de la productividad, que sería el principal fundamento del rápido crecimiento con baja inflación de la economía norteamericana en los últimos años, tendría además un carácter permanente, capaz de sostener un largo período de expansión estable de los Estados Unidos en el futuro y de alentar más altos ritmos de crecimiento en las economías europeas y de Japón a medida que estas vayan asumiendo la utilización extensa de las nuevas tecnologías. Otros son, sin embargo, más escépticos: creen que la reciente oleada de prosperidad de la economía norteamericana no se basa en cambios estructurales de naturaleza profunda que permitan hablar de una «nueva economía», sino que se debe, principalmente, a la coincidencia de un conjunto de *shocks* o impulsos de oferta favorables; opinan que no hay razones sólidas, hasta ahora, para pensar que se haya registrado un aumento permanente de la tasa de crecimiento de la productividad y piensan que los Estados Unidos no tienen asegurados, para el futuro, experiencias inflacionistas ni ritmos de avance del producto potencial más favorables que los históricos.

Señalaré, en fin, como tercer factor de incertidumbre, la fortísima revalorización de los activos bursátiles. Se trata de un fenómeno mundial, puesto que los avances en los índices de bolsa norteamericanos, alentados por la larga expansión económica de la década pasada, han acabado siendo incluso superados por las intensas revalorizaciones observadas en otros muchos países durante los últimos tiempos. Se trata, además, de un fenómeno en gran medida alentado por las expectativas generadas en torno a las empresas relacionadas con las nuevas tecnologías, cuyos valores han alcanzado precios elevadísimos y dominado los movimientos de los índices generales de bolsa desde hace algún tiempo. Y es, también, un fenómeno con efectos sobre el comportamiento de la demanda de bienes y servicios: en los Estados Unidos, el alza de los valores bursátiles ha estimu-

lado la inversión y ha generado efectos-riqueza alentadores del consumo, contribuyendo al fuerte descenso del ahorro privado neto, que es la contrapartida del crecimiento de los déficit externos; en otros muchos países, los efectos han sido menores, pero también significativos. ¿Se trata de revalorizaciones bursátiles sostenibles que tienen una base sólida en los fundamentos económicos? ¿Se trata, por el contrario, de burbujas financieras cuya explosión podría dañar gravemente la demanda y la actividad de la economía mundial?

Los factores de incertidumbre que he señalado, todos interrelacionados, bastan para comprender los elementos de fragilidad que entrañan las previsiones sobre el futuro de la economía mundial que he esbozado al comienzo de mi exposición. Sería posible que una conjunción de factores favorables condujera, en los próximos años, a tasas de expansión estables, incluso superiores a las que presentan esas previsiones; pero también podría ocurrir que la activación articulada de los factores de fragilidad impusiera una fluctuación a la baja de alguna importancia —aunque nunca dramática—. Dedicaré, por tanto, el resto de mi exposición a examinar con más detalle las causas de la actual incertidumbre. No esperen ustedes, sin embargo, respuestas nítidas a la mayoría de los problemas: creo que nadie podría dárselas y yo, desde luego, no puedo hacerlo. Trataré, simplemente, de ofrecer material a sus reflexiones y de extraer algunas conclusiones.

* * *

Dirigiré, primero, mi atención a la economía americana, principal fuente de promesas y de aprensiones en estos momentos.

Los Estados Unidos han vivido, en los años noventa, un largo proceso de expansión económica con una fuerte creación de empleo, tasas de paro declinantes, mejoras persistentes de la productividad y ritmos de inflación muy moderados. Además, desde 1995, cuando el auge cíclico estaba ya muy avanzado y cabía prever su debilitamiento próximo, la economía americana ha mostrado un reforzado vigor que, en los últimos años, ha situado su tasa de expansión anual en torno a un 4 %, ha elevado el ritmo de avance de la productividad por encima del 3 % y ha reducido la tasa de paro hasta una zona poco superior al 4 % sin que se produjesen aumentos significativos de la inflación. Los Estados Unidos han venido viviendo, en resumen, una etapa de prosperidad económica observada con envidiosa admiración por los países europeos, que han registrado fluctuaciones importantes, más bajos ritmos de crecimiento y

elevadas tasas de paro en esos años, y por Japón, sumido en graves dificultades que aún no ha logrado superar plenamente.

Ahora bien, ¿está basada la actual prosperidad americana en cambios estructurales profundos que prometen, como creen los defensores de la llamada «nueva economía», un largo futuro de crecimiento más estable y más rápido con tasas de paro y de inflación más bajas que en el pasado, o se trata solamente de un período en el que han actuado sobre la economía americana un conjunto de factores favorables con cuya persistencia, como señalan los escépticos, no cabe contar?

Los optimistas señalan que la globalización y la desregulación, por una parte, y los cambios observados en las políticas macroeconómicas, por otra, son fenómenos persistentes que han traído una mayor estabilidad de la producción y de los precios, una moderación de las fluctuaciones económicas. La globalización y la desregulación han enfrentado a las empresas con un mayor clima de competencia que las ha inducido a mejorar sus políticas de gestión de personal, de inversión en bienes de equipo y de mantenimiento de existencias. Sus reacciones ante las variaciones de la demanda se han hecho menos nerviosas, menos bruscas, lo cual ejerce un efecto moderador sobre la amplitud de las fluctuaciones cíclicas. Los cambios en las políticas macroeconómicas —la mayor disciplina fiscal en busca de una reducción de los déficit públicos y la más intensa dedicación de las políticas monetarias al logro y el mantenimiento de la estabilidad de precios— han reducido, por su parte, la probabilidad de que se registren crisis fiscales o episodios de aceleración inflacionista que las autoridades hayan de atajar con energía; han reducido, en definitiva, el riesgo de que las actuaciones de política macroeconómica incidan bruscamente sobre la evolución de las economías. Se generan así efectos moderadores de las fluctuaciones al tiempo que la mejora de las expectativas del público sobre la inflación a medio y largo plazo y el menor temor a la aparición de «ciclos de inflación» alientan el crecimiento.

Para los más optimistas no se trata solamente de que se hayan generado condiciones persistentes que favorezcan la moderación de las fluctuaciones: los cambios registrados han llevado también, en su opinión, a una mejora en la relación entre paro e inflación, es decir, a una reducción sustancial de la tasa de paro sostenible sin inducir una aceleración de la tasa de inflación. El fenómeno de la globalización —la presión que ha generado sobre los precios en los mercados mundiales, los temores que ha suscitado de que las producciones tradicionales

se vean desplazadas por importaciones procedentes de países emergentes con más bajos costes y de que elevaciones de los costes nacionales induzcan el desplazamiento de la producción a otros países—, la reacción de las políticas de personal de las empresas ante el aumento de la competencia y la mayor flexibilidad introducida en el mercado de trabajo han hecho posibles —se dice— menores presiones alcistas de los salarios ante reducciones de la tasa de paro en la economía americana. Desde los años sesenta, se había considerado que, en los Estados Unidos, tasas de desempleo inferiores al 6 % de la población activa iban asociadas a tasas de inflación crecientes; sin embargo, en la segunda parte de los años noventa se han observado reducciones importantes de la tasa de paro por debajo de ese nivel sin que se generasen aceleraciones inflacionistas. Puesto que los efectos de la globalización son generales para todos los países industriales, se entiende que la mayor flexibilidad introducida en los mercados de trabajo y de productos es lo que explicaría, básicamente, la muy distinta relación entre paro e inflación en los Estados Unidos, por una parte, y la Europa continental, por otra, en los últimos años.

Ahora bien, la argumentación que acabo de exponer no parece adecuarse a los hechos observados. Numerosos estudios empíricos realizados en los últimos tiempos han llegado a la conclusión de que la relación entre la tasa de paro y el ritmo de crecimiento de los salarios no se ha modificado sustancialmente durante los años noventa en los Estados Unidos. Los autores de esos estudios aceptan que se ha registrado alguna mejora en dicha relación, pero que la mejora es modesta; entienden, por tanto, que para explicar el buen comportamiento de la inflación ante los descensos de la tasa de paro en los Estados Unidos durante los últimos años es preciso recurrir a otros factores explicativos.

Los representantes de la denominada «nueva economía» consideran que el factor explicativo buscado es el intenso crecimiento observado en la tasa de avance de la productividad en la economía americana desde mediados de la década pasada. Tal vez —dicen— haya sido modesta la mejora en la relación entre la tasa de paro y el ritmo de crecimiento de los salarios; pero los fuertes incrementos observados en la tasa de avance de la productividad frenan o anulan el efecto alcista sobre los costes laborales unitarios y sobre la inflación que tendrían, en otro caso, los mayores incrementos de salarios asociados al descenso de la tasa de paro. La mejora —que estiman persistente— en el ritmo de crecimiento de la productividad ocupa así un papel central en la argumentación de los «nuevos economistas» para fundamentar sus

expectativas de fuertes tasas de crecimiento del producto con bajas tasas de paro y de inflación en la economía americana.

En efecto, el débil ritmo de avance de la productividad que, iniciado en 1975, ha persistido durante veinte años, ha dejado paso en Estados Unidos, a partir de 1995, a una fuerte recuperación en los valores de dicha variable que se atribuye a la generalización, en amplios sectores de la economía, del uso de las aplicaciones derivadas de las nuevas tecnologías informáticas y de las comunicaciones. El despliegue de estas tecnologías se inició en los años setenta; pero se considera que su efecto sobre el crecimiento general de la productividad fue escaso hasta 1995. Entre tanto, las nuevas tecnologías avanzaron con gran intensidad, la producción de los bienes que las incorporan registró notables mejoras de eficiencia y los precios de los bienes informáticos descendieron de modo continuado. A comienzos de los años noventa, las industrias productoras de computadoras e instrumentos informáticos solo representaban el 1 % del producto total no agrícola de Estados Unidos, pero estaban avanzando con celeridad y mostrando crecimientos de la productividad muy superiores a los registrados en el conjunto de la economía. Al mismo tiempo, la inversión en equipo informático estaba creciendo con rapidez hasta alcanzar, a mediados de la década, un porcentaje muy elevado de la inversión total del país. El fuerte aumento de la productividad general del sistema en los últimos años sería el resultado de una rápida extensión en el uso de las nuevas tecnologías, en un clima de mayor competencia y de flexibilidad en el mercado de trabajo.

Ahora bien, ¿ha sido, en efecto, tan general y tan intenso el aumento de la tasa de crecimiento de la productividad en los últimos años en la economía americana? La respuesta a esta pregunta es tan importante como difícil de responder.

Durante bastante tiempo, distintos trabajos de destacados economistas americanos no han sido capaces de detectar esa mejora tan elevada, general y presuntamente permanente en la tasa de avance de la productividad. Se ha señalado a este respecto:

Primero, que una parte importante del incremento de la productividad general observada en los últimos años es ficticio, puesto que es simplemente el resultado de una revisión de los deflatores de precios utilizados para pasar de la cifra de producto interior bruto nominal a la cifra de producto interior bruto real. Si, como ha ocurrido en los años noventa, se revisan a la baja dichos deflatores —por ejemplo, en el

ámbito de la sanidad—, el producto real correspondiente a la cifra estimada de producto nominal aumentará automáticamente; y, al dividir el nuevo y más alto producto real por el número de horas trabajadas o por el número de trabajadores, se elevará la medida respectiva de la productividad, sin que ello sea más que el resultado de una revisión estadística.

Segundo, que una vez eliminado dicho efecto estadístico, la mejora aún subsistente en la tasa de avance de la productividad se explica, en buena medida, por el carácter procíclico de esta última: ha aumentado con el auge cíclico de estos últimos años, pero una recesión posterior tendería a reducirla. Una parte de la mejora observada en la tasa de crecimiento de la productividad no podría considerarse, por tanto, como permanente.

Y, tercero, que dichos trabajos no han encontrado evidencia de una mejora general en el crecimiento de la productividad como consecuencia de una rápida extensión en el uso y aplicación de la tecnología de la información y las comunicaciones. Las mejoras parecerían circunscribirse hasta ahora —eso sí, con carácter realmente espectacular— a la industria informática productora de equipo, instrumentos y semiconductores, sin alcanzar de modo significativo al resto de la economía.

Estos resultados escépticos están, sin embargo, sometidos al fuerte condicionamiento contenido en el inciso «hasta ahora». En un período de rapidísimo avance tecnológico es normal que las observaciones en que se basan los estudios económicos vayan por detrás del desarrollo de los hechos y no sean adecuados para fundamentar previsiones firmes sobre el futuro. De hecho, algún estudio más reciente sí ha encontrado una contribución importante de los bienes informáticos —de su producción, pero también de su uso— a la reciente mejora de la productividad; aunque sus autores tampoco se atreven a pronunciarse sobre el carácter temporal o permanente de dicha mejora. Lo cierto es que la utilización de la nueva tecnología informática y de comunicaciones se ha extendido muy velozmente durante los últimos tiempos, y que desarrollos como Internet —con sus promesas de reducción de los costes de información, de mayor competencia entre empresas, de abaratamiento de los *inputs* empresariales y de reducciones consiguientes en los precios de los productos— pueden tener, en un horizonte relativamente breve, efectos importantes en los procesos de innovación y de crecimiento de la productividad.

No disponemos de una perspectiva temporal suficiente para enjuiciar estos fenómenos. Tal

vez solo quepa decir, como lo ha hecho Alan Greenspan, Presidente del Consejo de la Reserva Federal, resistente a las apelaciones ligeras al avance tecnológico, que aun teniendo en cuenta las numerosas incertidumbres que planean sobre la evolución económica reciente de los Estados Unidos, esta no resulta satisfactoriamente explicable sin hacer referencia al formidable impulso aportado por los sectores de nuevas tecnologías; pero que, al mismo tiempo, resulta prematuro concluir que ello vaya a redundar en una mejora sostenida del ritmo de expansión productiva de la economía. El gran economista Robert Solow, que durante mucho tiempo subrayó la imposibilidad de detectar huellas de la revolución informática en las estadísticas de productividad, ha señalado recientemente, por su parte, que ya cabe encontrarlas; pero ha añadido: «En cuanto a la permanencia de la mejora de la productividad, me sentiré mejor cuando la vea sobrevivir a la próxima recesión».

Anudemos ahora los hilos de la anterior argumentación.

En los Estados Unidos, la eficacia estabilizadora de la nueva orientación de las políticas monetaria y fiscal, la mayor competencia resultante de la globalización y la desregulación y la flexibilización de los mercados de trabajo y de productos han introducido elementos favorecedores de una mayor estabilidad cíclica, han tendido a moderar los incrementos salariales asociados a cada nivel de paro y han alentado la inversión en nuevas tecnologías. Si el incremento en el ritmo de avance de la productividad general del sistema ha sido tan fuerte como muchos piensan y tiene caracteres de persistencia, ello permitiría no solo explicar la experiencia de altas tasas de crecimiento y bajas tasas de paro y de inflación en la economía americana en los últimos años, sino también prever la continuidad de esa experiencia en un horizonte bastante dilatado. Ello no excluye, sin embargo —como enseguida veremos—, la posibilidad de inflexiones de la actividad si el impulso generado por el avance tecnológico induce presiones excesivas de la demanda sobre la oferta que lleven a las autoridades a intervenir para frenar los desequilibrios.

Si, por el contrario, el crecimiento de la tasa de avance de la productividad general del sistema no ha sido tan intensa como proponen los «nuevos economistas», entonces —teniendo en cuenta que el descenso en el ritmo de aumento de los salarios asociado a cada tasa de paro solo ha sido modesto, como hemos visto—, resultaría preciso recurrir a otros factores para explicar plenamente la baja inflación que ha acompañado a las elevadas tasas de expan-

sión del producto real americano en los últimos años. Entre esos factores destacarían la fuerte caída del precio del petróleo desde el verano de 1997 hasta los primeros meses de 1999, el descenso simultáneo de los precios de numerosos productos agrícolas y metales en los mercados como consecuencia del debilitamiento de la demanda mundial y el efecto de la fortaleza del dólar sobre los precios de importación desde 1996. Pero estos movimientos de precios son transitorios y, de hecho, hace ya meses que han invertido su dirección, afectando a los precios interiores de los Estados Unidos y amenazando con impulsar al alza el incremento de los salarios. La actuación de las autoridades monetarias para frenar un proceso que se ve favorecido por la fuerte presión de la demanda sobre la oferta podría inducir —como en la alternativa anterior— una desaceleración del ritmo de avance de la economía.

Como se ve, en ninguno de los dos casos quedan excluidas las aceleraciones inflacionistas ni la aparición de fluctuaciones cíclicas. La recuperación de una inflexión será, eso sí, en principio, tanto más fácil y rápida cuanto más intenso y persistente —es decir, menos procíclico— sea el impulso tecnológico.

* * *

Para seguir adelante entre las incertidumbres que acompañan al esplendor actual de la economía americana, aún hay que añadir otra pieza importante que todavía no he considerado: la fortísima elevación del valor de los activos, especialmente de los valores bursátiles, durante los últimos años. Desde 1990, los precios de las acciones medidos por el índice Standard and Poor 500 se han multiplicado por cuatro; el incremento ha sido especialmente rápido desde 1995 hasta hoy, período en el que el ritmo medio de avance anual de dichos precios ha sido superior al 20 %. La relación precio/beneficio del conjunto de las acciones incluidas en el índice Standard and Poor 500 tenía, aproximadamente, el nivel 17, ya históricamente elevado, en 1995; pero, al concluir el año 1999, había alcanzado un nivel superior a 30. Hay que advertir, sin embargo, que, en este último período, el impulso alcista ha provenido básicamente de las acciones de empresas de los sectores de alta tecnología; los restantes valores han registrado alzas mucho más moderadas.

El valor de mercado de un activo viene determinado por el descuento a valores actuales de su flujo esperado de rentas, utilizando como tipo de descuento el tipo de rendimiento requerido sobre dicho activo, que es la suma de un tipo de interés libre de riesgo más la prima de

riesgo exigida por los inversores para poseerlo. Por consiguiente, los determinantes de la fuerte subida del precio de las acciones en los últimos años hay que buscarlos, por un lado, en una revisión al alza de las expectativas sobre los beneficios de las empresas —especialmente intensa para los sectores de alta tecnología— y, por otro lado, en una reducción del tipo de rendimiento requerido sobre las acciones. Para los defensores de la «nueva economía», la mejora de las expectativas sobre los beneficios empresariales es la expresión de la confianza del público en un crecimiento intenso, estable y duradero, resultante de los avances tecnológicos y de los demás cambios estructurales profundos que ha registrado la economía americana. En cuanto al descenso en el tipo de rendimiento requerido sobre las acciones, sus causas habría que buscarlas en una reducción de la prima de riesgo exigida por los inversores, que sería consecuencia de las expectativas favorables sobre la estabilidad de los precios y del crecimiento y de las innovaciones financieras que han reducido los costes de transacciones y han facilitado la diversificación y la movilidad de las carteras.

Observen Vds. que estamos hablando continuamente de expectativas y de actitudes del público ante el riesgo, que no son variables observables y que están sujetas a posibles cambios resultantes de oleadas de optimismo y pesimismo de los inversores. Esto indica la dificultad de decidir si las cotizaciones sobrevaloran o no las acciones en un momento y un mercado dados, y si lo hacen, en qué cuantía las sobrevaloran. La prima de riesgo exigida actualmente sobre las acciones por los inversores en los Estados Unidos es notablemente inferior a la prima exigida, en promedio, desde la Segunda Guerra Mundial. No sabemos si dicha prima se mantendrá en sus muy bajos niveles actuales o si se moverá, al menos parcialmente, hacia sus niveles históricos —en cuyo caso, se registraría una tendencia al descenso de las cotizaciones—. En cuanto a las expectativas sobre los beneficios de las empresas, hay que advertir que los métodos habituales de determinación del precio de las acciones no pueden aplicarse para empresas que nunca han registrado un beneficio o pagado un dividendo y que muestran, sin embargo, altos valores de mercado —como es el caso de algunas empresas relacionadas con Internet—. Ahora bien, si se utilizan, para esas empresas, crecimientos esperados de beneficios implícitos en sus actuales valoraciones y se suman los crecimientos esperados de beneficios necesarios para que los sectores de alta tecnología y el resto del mercado puedan ofrecer, en su conjunto, una prima de riesgo modesta, pero aceptable, sobre las acciones a sus precios actuales, resulta que el rit-

mo de incremento requerido en los beneficios esperados excede ampliamente de la tasa de crecimiento probable del conjunto de la economía. Tales expectativas son, desde luego, de difícil cumplimiento, porque existe un límite (incierto) a la posible participación porcentual de los beneficios globales en la renta nacional y también lo hay al posible incremento del producto inducido por el ritmo de aumento de la productividad.

De todo lo anterior se deduce la gran dificultad para decidir si las acciones están, hoy, sobrevaloradas en la bolsa americana y, si lo están, en qué cuantía. No cabe extrañarse, por tanto, de que los numerosos estudios realizados sobre este tema ofrezcan respuestas muy variadas. Hay que señalar, sin embargo, que la mayoría de ellos concluyen que se registra, en mayor o menor grado, una sobrevaluación respecto de los precios que se adecuarían a los fundamentos económicos, bien porque se entiende que la baja prima de riesgo actualmente requerida sobre las acciones es difícilmente sostenible —aunque se acepta que podría estabilizarse a valores inferiores a los históricos—, bien porque se consideran exageradas las expectativas sobre los beneficios de las empresas aun admitiendo la persistencia de un fuerte estímulo de las nuevas tecnologías sobre el avance de la productividad del sistema. Según esto, la bolsa americana, al exceder de los valores justificables por los fundamentos económicos, tendría, actualmente, un componente, mayor o menor, de burbuja financiera, insostenible antes o después. Tal burbuja estaría básicamente situada, desde luego, en los valores de alta tecnología.

En todo caso, el fortísimo crecimiento de los valores bursátiles tiene un efecto expansivo sobre la demanda y la actividad de la economía. En primer lugar, a través de la demanda de los hogares. Las familias americanas han aumentado con fuerza sus tenencias, directas e indirectas, de acciones y estas han incrementado su participación en los activos financieros del grupo. Según la Encuesta sobre la Situación Financiera de los Consumidores, elaborada por la Reserva Federal, el porcentaje de familias poseedoras, directa o indirectamente, de acciones ha pasado del 31,6 % en 1989 al 48,8 % en 1998, con un avance especialmente fuerte desde 1995; y la participación de las acciones en el total de activos financieros de las familias ha pasado del 27,8 % al 54 % en el mismo período. Aunque las familias han aumentado también su endeudamiento durante estos años, su riqueza financiera neta ha avanzado con fuerza, especialmente a partir de 1995, en buena medida impulsada por el valor de las acciones; y también lo ha hecho la relación entre su ri-

queza financiera y su renta. Esta mayor riqueza financiera de las familias, alimentada por su participación en la fuerte revalorización de los valores bursátiles, estimula directamente su demanda de consumo, al tiempo que les facilita la obtención de financiación en los intermediarios financieros para ampliar su consumo o para adquirir viviendas o para hacer frente a necesidades imprevistas. Ello ha contribuido, sin duda, de modo importante, al fuerte descenso del ahorro de las familias americanas, que se ha situado ya por debajo del 2 % de su renta disponible en el último año.

Al mismo tiempo, la fuerte elevación del precio de las acciones, al reducir el coste del nuevo capital respecto del capital existente, constituye un estímulo a la inversión; además, la subida del precio de los activos mejora el balance de las empresas, lo cual favorece las condiciones en que pueden obtener financiación externa y proporciona así un estímulo adicional a la inversión.

La elevación del precio de las acciones tiene, en definitiva, un efecto expansivo sobre la demanda agregada de bienes y servicios, en sus componentes tanto de consumo como de inversión; y la fuerte revalorización de la bolsa americana es, sin duda, un factor relevante para explicar el rápido avance de la demanda y la creciente presión de esta sobre la oferta observada en los Estados Unidos en los últimos tiempos.

* * *

Puesto que las fuertes subidas de los valores de los activos financieros tienden a reforzar el incremento de la demanda en los auges cíclicos y a favorecer así la aparición de desequilibrios que resulta luego muy costoso corregir, podría parecer que la política monetaria debería proponerse, junto a su objetivo básico de mantener la estabilidad de los precios de los bienes y servicios, la tarea de moderar las fluctuaciones en los precios de los activos financieros. Podría pensarse que las autoridades deberían actuar para moderar el alza de los precios de dichos activos al menos cuando consideren que estos registran una sobrevaloración generalizada porque superan ampliamente los precios justificados por los que se entiende que son los valores fundamentales de la economía de cara al futuro.

El problema para aplicar tal tipo de prescripción radica en que, como hemos visto, resulta muy difícil determinar en qué cuantía un auge bursátil contiene una sobrevaloración generalizada de las acciones. Los bancos centrales no

tienen razones para suponer que son capaces de prever el futuro mejor que unos mercados bien informados y han de ser muy precavidos ante los efectos desestabilizadores, financieros y reales, que podrían seguirse de un intento de «pinchar» una supuesta «burbuja» financiera.

Las políticas monetarias deben atenerse a su objetivo de mantener la estabilidad de los precios y ocuparse de los desarrollos bursátiles alcistas solamente en la medida en que contengan información sobre presiones inflacionistas o estén acompañados de procesos crediticios e inversiones bancarias que aumenten la fragilidad del sistema financiero. Tampoco es esta, sin embargo, una prescripción sencilla para la política monetaria, porque los auges bursátiles pueden ir acompañados, durante bastante tiempo, de un comportamiento moderado de la tasa de inflación. Tomemos, por ejemplo, la intensa elevación del valor de los activos —financieros, pero también inmobiliarios— de Japón en los años ochenta, que hoy es considerada un caso típico de burbuja cuyo fuerte desarrollo y posterior colapso han tenido efectos muy nocivos de los que la economía japonesa aún esta recuperándose. Hoy, con la ventaja que da la perspectiva histórica, vemos así las cosas, pero en los años ochenta podían parecer muy distintas: la economía japonesa estaba avanzando con rapidez y un fuerte ritmo de inversión y un rápido incremento de la productividad prometían un futuro con un crecimiento vigoroso del producto y de los beneficios empresariales, de modo que la evolución alcista del precio de las acciones podía corresponder a los fundamentos económicos; además, la tasa de inflación se comportó muy bien hasta finales de la década —aunque debido, en parte, a factores temporales, como la baja del precio del petróleo en 1986 y la apreciación del yen desde 1985—. El hecho es que las autoridades japonesas adoptaron una política monetaria acomodante que solo abandonaron tarde, en 1989, para actuar después en un sentido desestabilizador cuyos efectos negativos se vieron acentuados por los intensos elementos de fragilidad acumulados en los intermediarios financieros durante el auge.

La política monetaria tampoco ha actuado para frenar la fuerte elevación de los precios de los activos bursátiles en los Estados Unidos hasta hace poco; la decisión de endurecer de modo persistente las condiciones monetarias solo ha llegado cuando la Reserva Federal se ha enfrentado con una presión excesiva de la demanda que amenaza con intensificar aún más el déficit exterior y conducir a una aceleración de salarios y precios. Durante bastante tiempo, la Reserva Federal pensó que, si bien la demanda estaba creciendo con fuerza, los

avances tecnológicos y los demás cambios registrados en la economía estaban impulsando el producto potencial y permitiendo que la inflación se mantuviese a niveles modestos con tasas muy bajas de paro; creía que estas condiciones podrían mantenerse en el futuro y rehusó, en consecuencia, introducir subidas de tipos de interés que pudieran quebrar un proceso tan favorable. Por otro parte, el auge bursátil no iba acompañado de alzas preocupantes en los precios de los activos inmobiliarios ni de una situación de fragilidad en los intermediarios financieros —a diferencia de lo que había ocurrido en Japón unos años antes—. La política monetaria mostró así una tónica acomodante y Alan Greenspan se limitó a recomendar, una y otra vez, prudencia a los inversores bursátiles.

Esta actitud solo cambió a mediados de 1999, cuando la Reserva Federal se convenció de que los fuertes aumentos de la demanda estaban excediendo crecientemente al ritmo de avance del producto potencial y creando una situación proclive al incremento de los salarios y de los precios —alentada, además, por la elevación de los precios del petróleo y de otros productos en los mercados internacionales—. En palabras de Greenspan, el pasado mes de febrero, «el problema consiste en que la mejora de la productividad (resultante de la innovación y de la extensión de las nuevas tecnologías) tiende a generar aumentos incluso mayores en la demanda agregada que en la oferta potencial agregada. Esto ocurre, principalmente, porque un incremento en el crecimiento estructural de la productividad induce mejores expectativas sobre los beneficios a largo plazo de las empresas. Esto, a su vez, no solo estimula la inversión empresarial, sino que también eleva los precios de las acciones y el valor de mercado de los activos en poder de los consumidores, creando un poder de compra adicional para el cual no se han producido aún bienes y servicios». A partir de este cambio de actitud, la Reserva Federal ha elevado en cinco ocasiones su tipo de interés de intervención, desde el pasado mes de junio, con una subida total de 125 puntos básicos; y cabe prever que el proceso de endurecimiento de la política monetaria continuará en los próximos meses. De nuevo en palabras de Greenspan, «hasta que las fuerzas del mercado, ayudadas por una Reserva Federal vigilante, efectúen el relineamiento monetario del crecimiento de la demanda agregada con el crecimiento de la oferta potencial agregada, los beneficios de la aceleración innovadora de la productividad estarán corriendo el riesgo de ser minadas por la inestabilidad económica y financiera».

¿Qué grado de restricción monetaria requerirá ese alineamiento o ajuste de la demanda y

la oferta agregadas? Si la Reserva Federal mantiene el gradualismo que ha venido practicando hasta ahora en el endurecimiento de la política monetaria, entonces, dado el fuerte impulso que viene registrando el crecimiento del producto, cabe prever que el año actual se cierre con tasas de crecimiento del producto superiores al 4 % y sin haber conseguido el ajuste deseado. Ello llevaría, probablemente, a nuevas elevaciones paulatinas de tipos en el año próximo, excepto que la bolsa se debilitase de modo muy significativo. Por el contrario, si la inflación se acelerase, la política monetaria tendería a hacerse más agresiva con efectos negativos sobre el ritmo de producción, el empleo, las cotizaciones bursátiles y el tipo de cambio del dólar. En este caso no se conseguiría el «aterizaje suave» deseado, pero, dadas las condiciones básicas que muestra la economía americana, no parece que el ajuste contractivo fuera a revestir caracteres muy duros ni muy prolongados.

En todo caso, cualesquiera que sean las virtudes de la «nueva economía», esta no ha relegado a la historia los riesgos inflacionistas ni las fluctuaciones cíclicas.

Vista desde este lado del Atlántico, la situación actual de la economía americana es, sin duda, fuente de inquietudes. ¿Conseguirá la Reserva Federal corregir adecuadamente los desequilibrios en un proceso de ajuste suave o se verá, finalmente, forzada a provocar un ajuste brusco ante la persistencia posible de los problemas? Y, en este último caso, ¿cuál sería la intensidad de los efectos contractivos irradiados desde los Estados Unidos? Ya hemos examinado los elementos de incertidumbre que afectan, hoy, a las respuestas a estas preguntas y ya he expresado mi opinión, moderadamente optimista, sobre el probable desarrollo futuro de los acontecimientos. Supondré, en consecuencia, que la economía de los Estados Unidos va a registrar un proceso de ajuste relativamente suave y que las previsiones centrales que expuse inicialmente —y que atribuyen una tasa conjunta de crecimiento algo superior al 3 % a los países industriales para este año y los próximos— pueden aceptarse como una referencia razonable.

Este período de expansión que tienen, en principio, por delante las economías europeas les ofrece, en todo caso, la oportunidad de abordar un conjunto de decisiones que podrían inducir tasas de crecimiento superiores a las previstas, que podrían protegerlas de posibles efectos negativos irradiados por un ajuste brusco de la economía americana y que tenderían a asegurarles un crecimiento más firme a largo plazo. El reciente Consejo Europeo extraordi-

nario ha puesto sobre la mesa el retraso que Europa viene registrando en el desarrollo de las nuevas tecnologías. No es el único ámbito en el que Europa acumula retrasos y la mayor parte de ellos se encuentran interrelacionados; pero el relativo a las nuevas tecnologías es el más llamativo en estos momentos, porque parece ofrecer una clave de la disparidad de resultados cosechados por la economía americana y las economías europeas en estos últimos años y porque su persistencia podría causar graves daños al crecimiento europeo en el futuro. En cualquier caso, la preocupación por impulsar las nuevas tecnologías lleva inevitablemente a reflexionar sobre una amplia gama de factores y de condiciones que inciden sobre su avance y sobre la absorción de los efectos transformadores que promete.

Si atendemos a los índices generales de las cotizaciones bursátiles en el área del euro, comprobamos que el subíndice de valores tecnológicos se ha multiplicado aproximadamente por tres a lo largo de los dos últimos años, mientras que el subíndice correspondiente al resto del mercado ha avanzado solamente en torno a un 50 % en el mismo período. Utilizo el adverbio «solamente» para subrayar la disparidad en el comportamiento de los dos sectores bursátiles en el área; y esa disparidad aún se ha acentuado más en los últimos tiempos, cuando la fiebre por los valores relacionados con Internet ha alcanzado a Europa: los precios de muchas compañías han alcanzado niveles difícilmente justificables y los inversores han preferido ignorar que incluso los más entusiastas aceptan que al menos un 80 % de esas compañías no sobrevivirán. Debajo de esos excesos bursátiles yace, sin embargo, una sólida realidad: las nuevas tecnologías están afectando ya a las empresas y al comercio, aunque se encuentran solo, incluso en los Estados Unidos, en los comienzos de un proceso de transformación que ofrecerá a las economías más transparencia, más eficacia y mejoras en la productividad. Por ejemplo, el comercio electrónico no alcanza grandes cifras por el momento, pero está creciendo con gran rapidez. En Estados Unidos, las transacciones *business-to-business* (B2B), que representan, hoy, el 80 % del comercio electrónico y que prometen reducciones de costes a las empresas en sus aprovisionamientos de *inputs*, estrechamientos de márgenes en intermediarios y productores y, en último término, precios más bajos a los consumidores; las transacciones B2B —como digo— ascendieron a unos 120 mil millones de dólares el pasado año, pero se espera que alcance los 4 billones (españoles) de dólares en el año 2003; y en el comercio *business-to-consumer* (B2C), al que se asignan límites de expansión más cercanos, las ventas se triplicaron el pasa-

do año. Ahora bien, más del 75 % del comercio electrónico total del mundo se desarrolla, hoy, en los Estados Unidos, lo cual da idea del retraso relativo de Europa (con la excepción parcial de los países bálticos). Así pues, en Europa, y concretamente en el área del euro, la fiebre bursátil por las acciones relacionadas con las nuevas tecnologías tiene tras de sí una realidad mucho más incipiente que en Estados Unidos; se basa, aún más que en este último país, en un panorama de potencialidades previstas.

El problema radica, por tanto, en lograr el despliegue de esas potencialidades en Europa, un problema que no es simplemente ni primordialmente técnico, porque el rigor y la continuidad de los procesos de innovación tecnológica dependen estrechamente del contexto económico e institucional en el que se desarrollan y que los obstaculiza o los alienta. La vitalidad de la economía americana en estos años se ha visto sensiblemente favorecida por la presencia de unos mercados ágiles y competitivos y por las políticas de desregulación aplicadas en un entorno en el que la creciente globalización de los mercados ha propiciado un incremento sustancial de la competencia exterior. También ha sido relevante el papel que han desempeñado las políticas macroeconómicas instrumentadas, durante estos años, en Estados Unidos. Así, mientras que el tono de la política monetaria ha ido adaptándose progresivamente a las exigencias de un entorno de gran dinamismo a fin de mantener la estabilidad de precios, la política fiscal ha culminado el proceso de consolidación presupuestaria, lo que ha ampliado la capacidad del sector privado para financiar nuevos proyectos de inversión en condiciones de tipos de interés reales muy favorables.

Cabe preguntarse, por tanto, si las economías europeas podrán compartir, en un futuro más o menos próximo, algunos de los rasgos que se han venido observando al otro lado del Atlántico. En principio, la respuesta debería ser positiva, pero conviene formular algunas reflexiones sobre los factores o características que pueden fomentar o entorpecer, en el caso europeo, los procesos de reestructuración del aparato productivo y de distribución que van normalmente asociados a la innovación tecnológica. En este sentido, me parece oportuno distinguir entre los aspectos de naturaleza micro y macroeconómica.

En relación con los factores microeconómicos, la introducción de innovaciones tecnológicas en los procesos de producción y distribución entraña la sustitución de trabajo por capital en algunos sectores y actividades, y el desplazamiento del capital y el trabajo desde los sectores más tradicionales hacia aquellos que ofre-

cen mejores perspectivas. De ahí la importancia de tener unos mercados de bienes y servicios competitivos, un mercado de trabajo ágil y flexible y unos mercados financieros eficientes.

Como bien saben Vds., a pesar de las mejoras registradas en estos últimos años, como consecuencia de la creación, primero, del Mercado Interior comunitario y, más tarde, de la Unión Económica y Monetaria, las economías europeas no gozan aún de los grados de competencia y flexibilidad que serían necesarios para aprovechar plenamente los efectos dinamizadores que podrían derivar de la introducción en Europa de los procesos de innovación tecnológica ya desarrollados en los Estados Unidos. Por un lado, como reflejan las elevadas tasas de paro y la escasa capacidad de creación de empleo en la gran mayoría de las economías europeas, los mercados de trabajo distan aún de poseer la flexibilidad salarial y la movilidad geográfica y funcional necesarias para llevar a cabo eficazmente los procesos de sustitución entre capital y trabajo, así como la reasignación de factores entre los distintos sectores productivos. Por otro lado, la pervivencia de normas y regulaciones que mantienen ciertos mercados de bienes y, especialmente, de servicios insuficientemente expuestos a las fuerzas de la competencia actúa como un elemento retardatario de la introducción de las nuevas tecnologías. Igualmente, la ausencia de unos mercados de capital-riesgo suficientemente desarrollados entorpece la adecuada financiación de las actividades y de los proyectos empresariales que actúan como transmisores de las innovaciones.

Junto a las medidas de naturaleza estrictamente microeconómica, que van encaminadas a mejorar la eficiencia en la asignación de los recursos a través del mercado, resulta también imprescindible mantener, en el ámbito europeo, un clima de estabilidad macroeconómica que proporcione el marco adecuado para el desarrollo de la actividad. En este sentido, la profundización de los procesos de consolidación fiscal, encaminados a alcanzar el equilibrio presupuestario según lo dispuesto en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, constituye un elemento básico para favorecer la capacidad del sector privado para financiar los procesos de reorganización empresarial y, en general, las actividades de producción que los nuevos tiempos demandan. Una política monetaria firmemente orientada a la estabilidad de precios tranquiliza, por su parte, las expectativas empresariales en cuanto a los riesgos de «ciclos de inflación» y favorece, por esta vía, el crecimiento de las economías.

Si se toma la referencia de los Estados Unidos, inevitable en este ámbito, se observa que

las nuevas tecnologías se han desarrollado de un modo espontáneo, respondiendo y adaptándose a un medio favorable que ellas están, a su vez, contribuyendo a transformar. Su despliegue, su extensión y sus efectos se benefician de un clima de competencia y de estabilidad, no de las intervenciones públicas. Cuando algún gobierno europeo ha intentado conducir el proceso mediante políticas intervencionistas, solo ha conseguido retrasarlo —como el propio gobierno al que me refiero, ahora reconoce—. Las nuevas tecnologías plantean, desde luego, un conjunto de problemas, tales como los relativos a los impuestos, la publicidad, la protección de datos y de la intimidad, la jurisdicción en los conflictos entre partes, la protección del consumidor, etc., que requieren un marco legal proporcionado por los Estados, pero que estos deben diseñar sin ceder a la tentación de regular más de lo estrictamente necesario. Por lo demás, los gobiernos tienen que aceptar que el protagonismo en el desarrollo tecnológico no les corresponde a ellos, sino al sector privado, y que su papel ha de consistir, básicamente, en facilitar el proceso y en crear unas condiciones generales que lo favorezcan.

A estos criterios corresponde la posición que, impulsada por el Reino Unido y España, con el apoyo de Italia y Portugal, ha resultado dominante, no sin reservas, en los acuerdos del Consejo Europeo Extraordinario de Lisboa orientados a impulsar las nuevas tecnologías. El acuerdo fundamental, a este respecto, es el compromiso de disponer en Europa, a finales del próximo año, de «unos mercados de telecomunicaciones plenamente liberalizados e integrados», lo cual llevará, indudablemente, a reducir el coste de las llamadas telefónicas y del acceso a Internet —hoy, dos veces más altos en Europa que en los Estados Unidos, en promedio— y a aumentar el número de usuarios del comercio electrónico. Otras decisiones del Consejo se orientan a mejorar el contexto general en el que habrán de avanzar las nuevas tecnologías, y así, se proponen abaratar y abreviar los trámites administrativos para la creación de empresas, favorecer a las empresas de pequeña dimensión, que desempeñan un papel importante en la innovación tecnológica, mejorar la eficiencia de los mercados financieros europeos y estimular la disponibilidad de capital-riesgo y, en fin, dedicar más recursos a la investigación, la educación y la formación técnica y profesional requeridas por la denominada «sociedad de la información y el conocimiento» que los gobiernos desean para Europa.

Hay que esperar que las líneas de actuación acordadas en Lisboa —unas sometidas a calendario y otras no— y el logro de las aspiraciones que incorporan no se vean entorpecidas

por disensiones surgidas en el complejo mundo de la política europea. Y hay que esperar que esos programas de actuación se articulen con el objetivo, también formulado en Lisboa, de incrementar fuertemente el empleo en esta década y con el propósito de encontrar sistemas sólidos y sostenibles de protección social en Europa. Porque estos no son objetivos y propósitos que deban ser erosionados por un mayor dinamismo tecnológico, sino que han de ser abordados y resueltos teniendo en cuenta el probable futuro tecnológico de Europa y la realidad firme de las tendencias demográficas y de las condiciones que de ellas derivan para diseñar sistemas de protección social adecuados y sostenibles.

En fin, el despliegue de las nuevas tecnologías es inseparable del aumento de la competencia y de las reacciones que han suscitado los procesos de globalización y de desregulación; su ritmo de avance dependerá del grado en el que el contexto económico general le sea favorable. Las nuevas tecnologías no resolve-

rán, desde luego, todos los problemas económicos: persistirán los riesgos de inflación, las fluctuaciones cíclicas, las dificultades para lograr y mantener niveles de empleo altos y estables. No sabemos cuáles serán, finalmente, la importancia y la intensidad de la revolución que muchos anuncian; pero pasarán los excesos bursátiles, unas empresas del ámbito Internet sobrevivirán y otras —las más— desaparecerán e irán aflorando los beneficios de la mayor transparencia, el mejor funcionamiento del mecanismo de los precios, la reducción de costes y la más alta productividad que los nuevos desarrollos habrán inducido con toda probabilidad. No es este un proceso en el que las economías europeas puedan permitirse retrasos persistentes que dañarían su futuro; su despliegue puede, por el contrario, tener efectos más favorables en Europa que en los Estados Unidos, al intensificar la competencia y presionar a los gobiernos para que favorezcan la reducción de las rigideces de los mercados.

27.4.2000.