

Activos y pasivos del crecimiento estadounidense: productividad y efecto riqueza

.....
SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS
DEL SECTOR EXTERIOR
.....

Uno de los aspectos más relevantes de la economía mundial en la actualidad es la fase expansiva que atraviesa la economía estadounidense. Esto es así por dos razones: por un lado, resulta deseable conocer los factores explicativos y los inconvenientes asociados a esta evolución, pues de ello es posible extraer recomendaciones de política económica y predicciones para el futuro. Por otro lado, una abrupta caída de la actividad económica al otro lado del Atlántico tendría notables implicaciones sobre la economía mundial dado el elevado peso específico de Estados Unidos.

En estas dos cuestiones ejerce una importante influencia el denominado efecto riqueza, que hace referencia al impacto positivo que tiene sobre el consumo el encarecimiento de los títulos que cotizan en bolsa al revalorizar las carteras de los agentes. Así, el incremento del precio de los títulos puede provocar un círculo virtuoso pues, ante el aumento en el consumo, las empresas tendrán incentivos a ampliar su oferta y a incrementar la inversión.

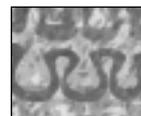
Sin embargo, el efecto riqueza puede generar tres efectos perniciosos sobre la evolución futura de la economía estadounidense. En primer lugar, provoca una brusca caída en el ahorro al ser la contrapartida del consumo que se refleja en dos indicadores. Por un lado, en el abultado déficit comercial, por la pujanza de la demanda interna y, por otro, en el creciente déficit corriente, por la necesidad de apelar al ahorro externo para financiar la acumulación de capital. En segundo lugar, origina una elevada dependencia de la actividad económica a la fortaleza de la deman-

da interna que, como hemos visto es muy sensible a la evolución de los mercados bursátiles. Como sabemos, este tipo de mercados suele ser muy dependiente de las expectativas de los agentes y tienden a sobrereaccionar a corto plazo, inyectando una mayor dosis de incertidumbre. Finalmente, ejerce una influencia indirecta sobre la demanda agregada pudiendo provocar un sobrecalentamiento que aprecie el dólar en términos reales mermando la competitividad de las exportaciones.

A lo largo de este artículo, se analiza el crecimiento estadounidense desde una triple óptica (1). Primero, se compara el ciclo expansivo actual con el acontecido en anteriores etapas. Segundo, se sintetizan las causas y los pasivos de la expansión, entre los que se encuentra la reducción de la tasa de ahorro como consecuencia del impacto del efecto riqueza sobre el consumo. Finalmente, se resumen los retos a los que se enfrenta la política económica a la hora de asegurar la estabilidad macroeconómica en Estados Unidos.

La expansión estadounidense desde una perspectiva histórica

Durante la década de los noventa, Estados Unidos ha experimentado la fase de crecimiento más prolongada de los últimos cincuenta años aunque, como consecuencia de la ralentización de



EN PORTADA

(1) Un análisis más en profundidad de estas cuestiones puede encontrarse en el 70 Informe Anual del Banco Internacional de Pagos (www.bis.org).

CUADRO 1 COMPARACION DE PERIODOS EXPANSIVOS DE EE.UU. Y SITUACION ACTUAL Tasas de variación medias del período				
	1961-1969	1983-1990	1991-1999	1999
PIB real	5	4,3	3,6	4,2
Empleo	2	2,5	1,5	—
Productividad	2,9	1,7	2,1	—
Tasa de desempleo	4,7	6,8	5,9	4,2
Inflación	2,6	3,3	1,9	2,2
Saldo corr./PIB	0,5	-2,4	-1,7	-3,7

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Anual del BIP y del World Economic Outlook del FMI.

la actividad económica a principios de la misma, las tasas de crecimiento del PIB y del empleo no han sido más elevadas que en anteriores períodos expansivos, tal y como revela el Cuadro 1. Sin embargo, dado que en un principio el mercado de trabajo no se caracterizaba por la existencia de un elevado excedente de mano de obra, la tasa de desempleo ha caído de forma continuada hasta alcanzar su nivel más bajo desde finales de 1969 treinta años después.

Un aspecto diferencial de la fase alcista actual es la reducida tasa de inflación y la imperceptible variabilidad de la misma. En efecto, la inflación medida por el deflactor del PIB ha permanecido a niveles muy reducidos (1,9 por 100) reduciendo la incertidumbre, mejorando la información que transmiten los precios relativos y posibilitando a las empresas ajustar la oferta a la demanda. Este último aspecto queda reflejado en la reducción del ratio existencias-ventas y en el alisamiento del ciclo de existencias, lo que ha permitido a las empresas reducir costes y ha contenido la variabilidad de la producción.

En 1999, siguiendo la tendencia experimentada a lo largo de los últimos años, la demanda interna creció por encima de la producción nacional como consecuencia de las favorables expectativas de consumidores y empresas, así como, por el impacto del denominado efecto riqueza sobre el consumo. Este hecho ha provocado una abultada caída del ahorro de las economías domésticas reflejado en un empeoramiento del déficit corriente que ha alcanzado un nivel más elevado que en anteriores fases expansivas. En efecto, el saldo de la cuenta corriente ha supuesto el 3,7 por 100 del PIB superando la cifra récord del 3,4 por 100 de 1985.

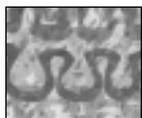
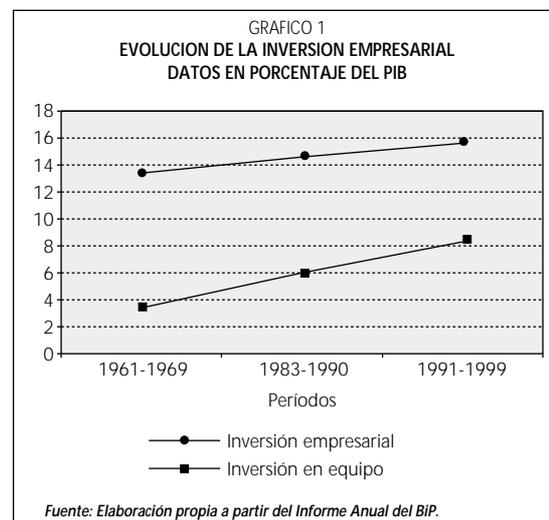
En lo que respecta a la inflación, la elevación de los precios del crudo y las tensiones acaecidas en el mercado de trabajo no se han transmitido a precios merced a la apreciación continuada del dólar, al crecimiento de la productividad y a la moderación salarial. No obstante, la contención de la inflación se ve amenazada por tres factores: el aumento de los precios del petróleo, el mantenimiento de una tasa de crecimiento por encima de la potencial y la recuperación económica internacional, por sus efectos depreciatorios sobre la cotización del billete verde.

Las causas de la expansión

Hay dos aspectos que están detrás de esta favorable evolución: el posible aumento de la producción potencial y el papel desempeñado por el sector público.

El crecimiento de la productividad y de la producción potencial

En este contexto ha desempeñado un papel muy relevante la inversión empresarial en tecnologías de la información, representada en el Gráfico 1. Como podemos observar, la inversión empresarial total en relación al PIB ha aumentado su participación en alrededor de dos puntos porcentuales durante los últimos cuarenta años. Por otro lado, si analizamos únicamente la inversión en equipos de alta tecnología realizada por las



EN PORTADA

empresas, vemos que ésta pasa del 3 por 100 del PIB en los sesenta al 8,5 por 100 del PIB en los noventa. Además, no parecen existir señales de que este *boom* inversor vaya a remitir pues el segundo ratio ha superado el umbral del 11 por 100 en 1999. Por añadidura, el incremento de la dotación de capital ha provocado aumentos en la productividad de los trabajadores haciendo posible que la tasa de crecimiento del PIB compatible con una tasa de desempleo constante pase del 2 por 100 durante el período 1990-1994 al 3,25 por 100 en la etapa 1995-1999.

En este apartado, resulta imprescindible constatar a dos interrogantes. Primero, la causa del posible aumento de la producción potencial. Segundo, si el aumento de la productividad que se ha producido es tendencial o cíclico.

Respecto a la primera cuestión, se ha argumentado que la aparición del período expansivo más prolongado de los últimos cincuenta años sin síntomas de inflación tiene dos explicaciones: la incorporación de las nuevas tecnologías, cuestión que será analizada a continuación, y las concesiones en la fijación de precios y salarios, como consecuencia de la ralentización de la actividad económica a principios de los noventa y de la elevada tasa de desempleo.

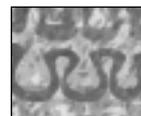
Sin embargo, existen tres cuestiones que podrían refutar la hipótesis del cambio estructural. En primer lugar, la posibilidad de que el PIB potencial no se redujese a principios de la década de los noventa, cuando la actividad económica cayó drásticamente y la tasa de desempleo creció desproporcionadamente, puede indicar que no haya cambiado ahora. En segundo lugar, según algunos estudios realizados por instituciones internacionales, los cambios en la metodología estadística tras la introducción del Sistema de Cuentas Nacionales de Naciones Unidas de 1993 han podido sobreestimar el valor de la producción estadounidense a partir de 1995. Finalmente, el impacto de la explosión demográfica de los sesenta, que sitúa a los trabajadores en los segmentos de la población donde existe menos desempleo puede haber impedido la aparición de excesos de oferta de mano de obra.

En lo que respecta al segundo interrogante hay que distinguir entre cambios tendenciales o a largo plazo de la productividad, que suelen producirse de forma suave y continuada cuando aparecen innovaciones tecnológicas o procesos de acumulación de capital y que deben ser analizados con una perspectiva temporal amplia y variaciones a corto plazo, que suelen ser mayores al comienzo de la expansión, dificultando distinguir las ganancias cíclicas a corto plazo de los cambios tendenciales.

Desde un punto de vista empírico hay discrepancias en torno al efecto de las nuevas tecnologías sobre la productividad. Así, los estudios microeconómicos realizados revelan la siguiente paradoja: si bien a nivel de empresa se registran abultados incrementos de la productividad por el desarrollo de las tecnologías de la información, éste no es el caso para los estudios sectoriales. Una explicación posible es que los efectos externos positivos de las nuevas tecnologías se diluyen a nivel sectorial y por otro lado, se considera que el análisis muy desagregado puede estar reflejando características diferenciales de ciertas empresas como, por ejemplo, la capacidad de organización, el tamaño o la cualificación del personal, independientes de su nivel tecnológico.

A nivel macroeconómico la evidencia empírica se muestra más escéptica en torno al efecto de la nueva economía. Esto se explica porque el incremento de la productividad multifactorial ha sido muy reducido y está asociado casi exclusivamente al subsector de los ordenadores. Por añadidura, se argumenta que el caso de países como el Reino Unido y Suecia (que invierten en nuevas tecnologías cantidades ligeramente inferiores a Estados Unidos) corrobora esta tesis, pues el aumento de la productividad multifactorial en aquéllos ha sido casi imperceptible. Por último, no hay que olvidar que las nuevas tecnologías se han incorporado mayoritariamente al sector servicios y que el incremento de productividad se está produciendo en las manufacturas.

En definitiva, no existe un consenso generalmente aceptado en torno al efecto de las nuevas tecnologías sobre la productividad de los trabajadores y sobre la producción potencial.



EN PORTADA

El papel del sector público

La actividad del sector público estadounidense ha incidido de manera positiva y diferente a fases precedentes en al menos tres sentidos.

En primer lugar, el crecimiento del gasto público ha sido inferior al experimentado durante la década de los sesenta, cuando era uno de los factores explicativos del sobrecalentamiento. En segundo lugar, los aumentos inesperados en los ingresos públicos, fruto del incremento de las ganancias de capital, y los esfuerzos por reducir el gasto público han permitido la aparición del ahorro público, empleado para reducir el nivel de deuda pública, impulsando la actividad económica privada. Finalmente, la reducción de los tipos marginales y medios del impuesto sobre la renta y el cambio de las transferencias por incentivos a la búsqueda de empleo han provocado un incremento de la población activa reduciendo las presiones que podrían generar un exceso de demanda de trabajo.



EN PORTADA

Los pasivos de la expansión

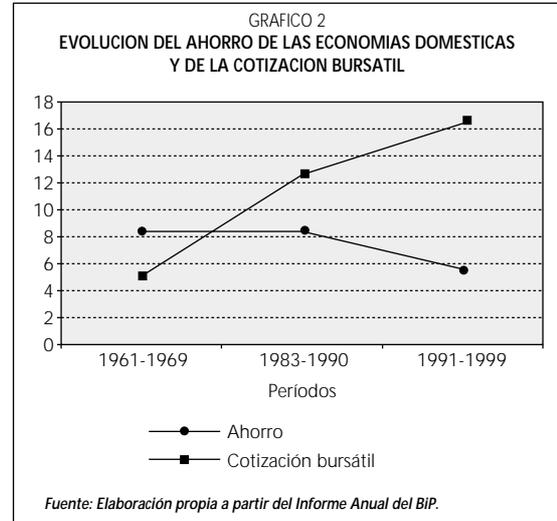
Tal y como veremos a continuación, la fase alcista que atraviesa Estados Unidos no está exenta de problemas. En este sentido, cabe destacar, por un lado, la volatilidad característica de la producción de bienes de alto contenido tecnológico que, dado que incrementan su peso progresivamente en la producción estadounidense, se transmiten al producto nacional y por otro lado, la pronunciada caída experimentada por la tasa de ahorro como consecuencia del efecto riqueza.

La volatilidad del ciclo

Este hecho se explica por las siguientes cuestiones:

En primer lugar, la oferta de productos de alta tecnología es relativamente inestable al presentar una elevada sensibilidad a las fluctuaciones de la demanda que, por otro lado, es marcadamente elástica.

En segundo lugar, las nuevas tecnologías y las presiones para reducir costes, como consecuencia del aumento de la competencia, han obligado a



las empresas a reducir sus existencias provocando una mayor vulnerabilidad a los *shocks* de oferta y de demanda.

Finalmente, la creciente competencia ha dificultado la aparición de poder de mercado ejerciendo presiones a la baja sobre los márgenes de beneficios de las empresas que, como consecuencia de ello, han tenido que endeudarse para adquirir nuevos equipos. Así, el peso del endeudamiento de las empresas en su producción ha pasado del 55 por 100 en los sesenta al 75 por 100 en los noventa. Esto supone un cambio en la tendencia registrada por los márgenes pues, durante los tres últimos años los aumentos en la productividad de los trabajadores han venido acompañados de una caída en los márgenes cuando en etapas anteriores era al contrario.

En definitiva, las nuevas tecnologías pueden incrementar la eficiencia con la que operan las empresas pero añadiendo un mayor grado de incertidumbre.

La caída paulatina de la tasa de ahorro

El Gráfico 2 recoge la evolución por etapas del ahorro de las economías domésticas que, como vemos, experimenta una abrupta reducción en los noventa. No obstante, el ahorro nacional incluye el que realiza el sector público y, en este apartado, el superávit público puede compensar el desahorro privado. A pesar de ello, a nivel global el ahorro ha caído por lo que el ahorro del sector

CUADRO 2 ELASTICIDADES ESTIMADAS DEL CONSUMO A LA RENTA Y A LA RIQUEZA								
	Elast-renta (1)		Elast-riqueza (1) (2)		Contribución crec. consumo (1)		Riq. Fra/Rta. disponible (2)	
	C/P	L/P	C/P	L/P	Renta	Riqueza	1992	1999
Estados Unidos.....	0,62	0,89	0,04	0,12	15,5	6,5	2,6	4,1
Reino Unido.....	0,59	0,76	0,02	0,16	10,5	7,5	1,8	3,5
Australia.....	0,41	0,9	0,11	0,13	14,5	7,5	4,8	6,6

(1) Periodos de estimación: EE.UU. (1960-1999), RU (1980-1999), Aus. (1997-1999).
 (2) Para EEUU y RU sólo Riq. Fra. Para Aus. Riq. Fra. y Riq. Inmob.
 Fuente: Informe Anual del BIP.

público ha compensado sólo parcialmente al desahorro privado.

Lo anterior se explica porque el aumento del precio de las acciones, ante las favorables perspectivas de las empresas americanas y de los mercados bursátiles, ha aumentado la riqueza financiera de los agentes dando lugar a una escalada del consumo.

Para analizar de manera más rigurosa el comportamiento del consumo podemos emplear las estimaciones de la elasticidad del consumo a la renta y a la riqueza y el peso de la riqueza financiera en la renta disponible de las economías domésticas en Estados Unidos y en otros dos países anglosajones, tal y como aparecen en el Cuadro 2. En dicho Cuadro observamos las siguientes cuestiones:

En primer lugar, la elasticidad-renta del consumo a corto plazo es superior en EEUU y es más elevada que la del Reino Unido cuando tomamos la riqueza. A largo plazo, mientras el impacto del incremento de la renta sobre el consumo está por encima de la media de los tres países, en el caso de la riqueza se encuentra por debajo de ésta.

En segundo lugar, y como consecuencia de lo anterior, la contribución al crecimiento del consumo es superior en el caso de la renta que en el de la riqueza.

En tercer lugar, EEUU cuenta con el ratio riqueza financiera-renta disponible más elevado si tenemos en cuenta que en el caso australiano se incluye la riqueza inmobiliaria.

Finalmente, ante el aumento del peso de la riqueza financiera en la renta disponible, a pesar de que las economías domésticas sólo gastaran el 4 por 100 de la ganancia en términos de riqueza financiera a corto plazo, la revalorización de las acciones explicaría el 25 por 100 del incremento del consumo de los últimos cinco años.

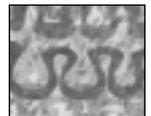
Este comportamiento del ahorro tiene dos efectos perniciosos sobre la evolución futura de la economía estadounidense. Por un lado, el crecimiento económico depende en exceso de la fortaleza de la demanda interna y ésta a su vez del precio de las acciones; así, una corrección bursátil podría provocar una caída del consumo y, por ende, de la actividad económica. Por otro lado, el ahorro es una variable fundamental para garantizar la sostenibilidad de un sistema económico pues permite financiar la acumulación de capital. En este sentido, la abrupta caída de la tasa de ahorro en Estados Unidos puede amenazar la sostenibilidad del crecimiento económico.

Los retos para la política económica

La corrección de los desequilibrios internos y externos que hemos analizado en este artículo puede producirse de forma brusca o suave, con efectos notables sobre las políticas monetaria y fiscal. En este contexto, las predicciones apuntan a una ralentización progresiva de la actividad económica a partir de 2001 que permitirá reequilibrar los desequilibrios externos. Por otro lado, no se espera que se produzca una drástica corrección bursátil, por lo que el cambio en el comportamiento del consumo también será progresivo.

Ante esta evolución, las políticas macroeconómicas deben ser prudentes garantizando la consecución de un contexto estable y de una ralentización suave de la actividad. No obstante, existe un conjunto de condicionantes que pueden mermar la efectividad de las mismas.

La política monetaria se enfrenta a tres problemas. Primero, el efecto del posible aumento de la tasa de crecimiento potencial de la economía sobre el tipo de interés real de equilibrio que



EN PORTADA

es el indicador prioritario para la política monetaria. Así, el aumento de la productividad marginal y de la rentabilidad del capital, como consecuencia de los avances tecnológicos, elevará el tipo de interés para compensar el exceso de demanda agregada que genera el boom inversor. Segundo, el impacto de la aceleración de la productividad sobre los salarios reales y los precios. Es decir, la creciente competencia fruto de la aparición de las nuevas tecnologías puede generar un efecto deflacionista con el riesgo de subestimar la tasa de inflación subyacente y aplicar una política monetaria que, a la postre, se muestre demasiado laxa. Tercero, el impacto expansivo indirecto sobre la demanda agregada del aumento de la riqueza financiera de las familias, que puede provocar un sobrecalentamiento en Estados Unidos.

Por todas estas razones, se recomienda un endurecimiento paulatino de las condiciones monetarias que permita eliminar el posible exceso de demanda agregada, evitar la aparición de tensiones inflacionistas y minimizar los riesgos de una pronunciada corrección bursátil.

Respecto a la política fiscal resulta deseable evitar la aplicación de medidas expansivas vía reducción de los impuestos o incremento del gasto público pues, como hemos visto anteriormente, el ahorro público es necesario. Así, existen tres factores que justifican la persecución de

un superávit presupuestario. Primero, para evitar el sobrecalentamiento de la economía estadounidense. Segundo, para coadyuvar al enfoque restrictivo de la política monetaria. Finalmente, para asegurar la sostenibilidad del sistema de seguridad social ante el envejecimiento de la población.

Conclusión

La economía estadounidense se encuentra en la fase de crecimiento más prolongada de los últimos cincuenta años como resultado de la incorporación de las nuevas tecnologías a la producción, comercialización y distribución de bienes y servicios a lo que ha ayudado la existencia de un marco multilateral de comercio cada vez más liberalizado y el cambio en el papel desempeñado por la administración pública. No obstante, se plantean una serie de retos para el futuro como consecuencia de los desequilibrios internos y externos existentes y de la mayor volatilidad experimentada por la actividad económica, dado que la mayor incertidumbre y el efecto riqueza pueden amenazar la sostenibilidad del crecimiento estadounidense. En este contexto, es fundamental garantizar la estabilidad macroeconómica para evitar un aterrizaje forzoso dados sus perniciosos efectos sobre la economía mundial.



EN PORTADA