

Situación Global

Diciembre 2001



- 2002: un año de menos a más
- EE.UU.: políticas, confianza, recuperación
- UEM: poco margen para liderar el crecimiento
- Tipos de interés: anticipando el giro
- Euro: todo se pone en contra



Fecha de cierre: 29 de Noviembre, 2001

Indice

1. Valoración global	1
Recuadro: "La transmisión de la política monetaria en EE.UU. y en la UEM"	4
2. Estados Unidos	5
Recuadro: "EE.UU.: ¿se ajustará la balanza por cuenta corriente?"	9
3. Unión Europea	10
UEM	10
Recuadro: "UEM: ¿convergencia de precios o de tasas de inflación?"	14
Reino Unido	15
4. Asia	16
5. América Latina	18
6. Mercados	19
Tipos de interés	19
Tipos de cambio	21
Recuadro: "Un índice de condiciones monetarias y fiscales (ICMF) para EE.UU. y la UEM"	23
Materias primas	24
Artículo: "Incertidumbre y Consumo en EE.UU." Mayte Ledo y Montserrat Martínez	25
Resumen de previsiones	

Han elaborado esta publicación:

Miguel Sebastián
David Taguas

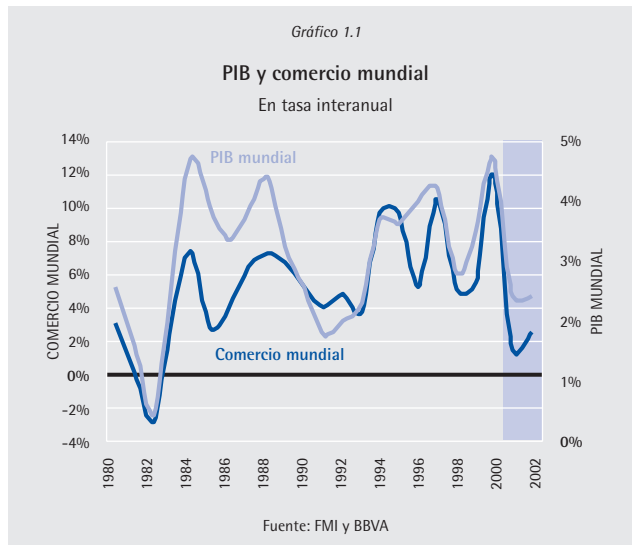
Mayte Ledo	34 91 374 40 75	teresa.ledo@grupobbva.com
Juan Carlos Berganza	34 91 374 47 13	jcarlos.berganza@grupobbva.com
Sonsoles Castillo	34 91 374 44 32	s.castillo@grupobbva.com
Gerardo Izquierdo	34 91 537 99 87	gizquierdo@grupobbva.com
Jose Félix Izquierdo	34 91 374 42 00	jfelix.izquierd@grupobbva.com
Montserrat Martínez	34 91 374 39 98	montse.martinez@grupobbva.com
Elena Nieto	34 91 537 37 76	enieto@grupobbva.com

1. Valoración global

Desaceleración conjunta

El deterioro de las expectativas de crecimiento mundial en los últimos meses es un reflejo de la creciente incertidumbre. Una incertidumbre que estaba presente en la economía, pero que se incrementó tras los atentados terroristas del 11 de septiembre en EE.UU. En este contexto, el crecimiento de la economía mundial se reducirá en 2001 a la mitad del observado el año anterior. Aunque es cierto que 2000 fue un año excepcional para el crecimiento y el comercio mundiales, el crecimiento del 2,4% de 2001 no sólo constituye el mínimo desde comienzos de la década de los noventa, sino que además, supone, por primera vez en los últimos veinte años, la desaceleración conjunta de las tres principales economías industrializadas, EE.UU., la Unión Económica y Monetaria (UEM) y Japón. En este caso no se identifica un único factor común detrás de la ralentización del crecimiento, a diferencia de lo que ocurrió en el caso de las crisis del petróleo, sino que se trata de la combinación de diversos factores, derivados en muchos casos de problemas de ámbito doméstico.

La sobrevaloración de los beneficios de la Nueva Economía y el estallido de la "burbuja" bursátil, junto con el elevado grado de restricción monetaria, pueden estar en el origen del desplome de la confianza de los consumidores y de los empresarios en EE.UU. y, por tanto, de la desaceleración de esta economía. En Europa, el deterioro de la renta disponible de los consumidores por el aumento del precio del petróleo y de los alimentos, el limitado avance de las reformas estructurales, la escasa evidencia a favor de un choque tecnológico similar al estadounidense y la notable corrección del mercado bursátil (tras las subastas de las licencias de telefonía móvil de tercera generación) se unen a los efectos derivados de la ralentización de los intercambios internacionales y al deterioro de la confianza, que sigue con un leve retraso al ocurrido en EE.UU. Los países europeos con un mayor porcentaje de sus exportaciones orientadas hacia la economía estadounidense o más especializados en bienes tecnológicos o de capital, están siendo los más afectados por la



ralentización del comercio mundial. Es el caso de Alemania, Irlanda, los Países Bajos o Finlandia. En Japón, el círculo vicioso de recesión-deflación se intensifica con el descenso de la demanda externa, con lo que la economía experimenta la tercera recesión desde 1991. La situación crítica por la que atraviesa el sistema bancario, con un volumen de préstamos con problemas que puede estar cerca del 50% del PIB, complica las perspectivas para los próximos meses.

En el resto del mundo, los problemas domésticos de algunas economías emergentes se agravan por el aumento de la aversión al riesgo de los inversores internacionales, que reduce el volumen de los flujos disponibles para unas economías que necesitan financiación exterior, y por la ralentización del comercio mundial, cuyo volumen, tras crecer un excepcional 12% en 2000, finalizará el año 2001 con una tasa de crecimiento que, en el mejor de los casos alcanzará el 2%, su menor variación desde 1982. Destaca especialmente la ralentización de la demanda internacional de bienes de tecnología de información y comunicación, a la que son especialmente vulnerables las economías del sudeste asiático. Sólo algunas economías como China, apoyada por el ingreso en la Organización Mundial del Comercio (OMC), Rusia, que a pesar del descenso de los precios del petróleo se beneficia de las medidas adoptadas en los últi-

	1999	2000	2001	2002
OCDE	3,3	3,8	1,0	0,9
EEUU	4,1	4,1	1,1	0,8
UEM	2,6	3,4	1,5	1,3
RU	2,1	2,9	2,2	2,0
Japón	0,8	1,5	-0,7	-0,8
Países en desarrollo	3,6	5,5	4,1	4,4
América Latina	0,0	4,3	0,8	1,5
Países en transición	2,6	5,8	3,8	4,2
MUNDIAL	3,6	4,7	2,4	2,4

Fuente: FMI y BBVA

	1999	2000	2001	2002
OCDE	1,9	2,5	2,4	1,5
EEUU	2,2	3,4	2,8	1,4
UEM	1,1	2,3	2,6	1,8
RU	2,3	2,1	2,2	2,3
Japón	-0,3	-0,7	-0,8	-0,7
Países en desarrollo	6,0	6,1	5,5	4,6
América Latina	8,8	8,0	6,3	5,8
Países en transición	45,4	20,3	16,5	10,7
MUNDIAL	5,2	4,2	3,7	2,5

Fuente: FMI y BBVA

mos años, o los países del Este Europeo mantienen cifras de crecimiento superiores a la media mundial.

En esta situación de ralentización de la demanda mundial, se reduce el precio de las materias primas, lo que contribuye a situar la inflación mundial en mínimos desde finales de los años sesenta. Con ello, los bancos centrales no se enfrentan al dilema entre impulsar el crecimiento o controlar la inflación, como ocurre en las desaceleraciones derivadas principalmente de factores de oferta, como las crisis del petróleo. En este contexto, las condiciones monetarias se han relajado significativamente en todo el mundo en 2001, aunque en magnitud diferente en las distintas economías en función de sus condiciones monetarias de partida. Es previsible que los tipos de interés se mantengan en niveles bajos durante los próximos meses. Sólo cuando se despejen incertidumbres y se observen las primeras señales de recuperación de la actividad, lideradas por la economía estadounidense, se empezarán a producir aumentos de los tipos de interés, aunque esto no ocurrirá hasta el segundo semestre del próximo año.

Peor perspectiva a corto plazo, recuperación en 2002

En este contexto de ralentización de la economía y el comercio mundial, los acontecimientos del 11 de septiembre en EE.UU. han tenido varias implicaciones. Por un lado, aunque su coste directo ha sido limitado, los efectos indirectos materializados en un descenso de las expectativas de consumidores, empresarios e inversores internacionales, han empeorado la perspectiva de corto plazo. En particular, han contribuido a confirmar la recesión de la economía estadounidense. Por otro, han intensificado las medidas de reducción de los tipos de interés en todo el mundo y han llevado a adoptar medidas expansivas de política fiscal, básicamente en EE.UU. Por tanto, aunque a corto plazo la situación ha empeorado, las medidas de política económica adoptadas pueden apoyar una recuperación de la actividad en los próximos meses, si bien es cierto que será diferente en magnitud y en el tiempo en las distintas economías. La corrección de la "burbuja" en los precios bursátiles y la favorable evolución del precio del petróleo apoyan esta perspectiva de recuperación. Con todo ello, el crecimiento mundial se situará en el 2,4%, esto es, en la misma tasa que en 2001, pero con un perfil distinto: mientras este año es descendente, el próximo año será de progresiva recuperación.

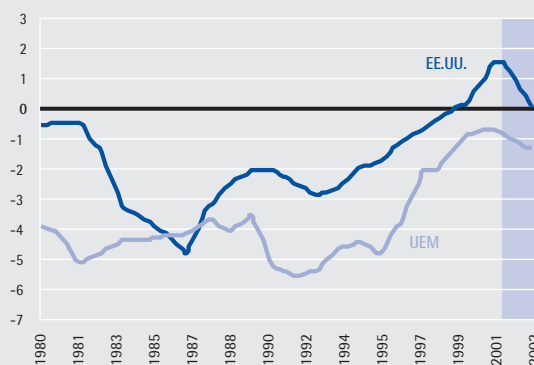
Distintos márgenes y efectividad de las políticas, distinta perspectiva en EE.UU. y la UEM

EE.UU., una economía con un notable ajuste, pero que ha dispuesto de un elevado margen de maniobra en las políticas de demanda, podrá recuperar tasas de crecimiento próximas a su potencial en la segunda mitad de 2002. Sus tipos de interés nominales, actualmente en el 2,0%,

acumulan un descenso de 4,5 puntos porcentuales. El margen para descensos adicionales es limitado: posiblemente solo habrá un descenso de un cuarto de punto más, que puede tener lugar antes de que finalice 2001. Con una tasa de inflación subyacente que se ha mantenido en el último año relativamente estable, esto supone un notable descenso de los tipos de interés reales, similar o incluso superior a los observados en desaceleraciones anteriores. En política fiscal, las medidas de devolución de impuestos adoptadas a finales del año pasado, en un momento en el que el superávit presupuestario estructural superaba el 1,5% del PIB, se han convertido en un soporte para la renta disponible de las familias. A ello se ha unido un aumento del gasto público de 55 mil millones de dólares (0,5% del PIB), aprobado tras el atentado del 11 de septiembre, y destinado a la reconstrucción y a la ayuda de los sectores más afectados por este hecho. Estas medidas, a las que pueden añadirse algunas más en los próximos meses, pueden reducir el saldo estructural en 2002 a una cifra próxima al equilibrio, muy alejada del déficit estructural de las cuentas públicas europeas. Junto a estas medidas, la economía estadounidense parece seguir beneficiándose de los efectos positivos del choque de productividad. Esta variable mantiene un sólido crecimiento, un 1,8% en el tercer trimestre de 2001. Además, el proceso de desaceleración de la inversión no se ha centrado únicamente en bienes de tecnología de información y comunicación, sino que muestra una notable intensidad en el resto de sectores. Todo ello permite señalar el predominio de factores de demanda tras la desaceleración de la economía, y no de factores de oferta. En este caso, las medidas de política de demanda pueden resultar efectivas para impulsar la actividad. Aunque en el conjunto de 2002 el crecimiento previsto, del 0,8%, será inferior al de 2001, el 1,1%, el perfil de actividad será creciente a lo largo del próximo año. En este con-

Gráfico 1.2

Saldo público estructural En porcentaje del PIB



Fuente: BBVA

texto, los tipos de interés de largo plazo se situarán por encima del 5% en el segundo semestre de 2002 y los tipos de interés oficiales aumentarán hasta el 2,5%.

En Europa, la desaceleración está vinculada a factores de demanda, pero también a sus problemas de oferta. Además, el margen de maniobra de las políticas de demanda es limitado. Las condiciones monetarias son las más relajadas de los últimos años, como resultado de la combinación de unos tipos de interés reales en niveles mínimos desde hace dos décadas y de una depreciación real del tipo de cambio. Después de haber reducido en 1,5 puntos porcentuales sus tipos de interés, hasta situarlos en el 3,25%, el Banco Central Europeo apenas tiene margen para reducciones adicionales de tipos. Con una inflación subyacente que se sitúa sobre el 2%, sus tipos no se situarán por debajo del 3%. El déficit estructural en las cuentas públicas muestra que no existe apenas capacidad para adoptar medidas discrecionales en materia presupuestaria. Algunos países como Alemania muestran una situación preocupante con un déficit público que supera el 2,5% del PIB.

Con todo ello, tras crecer un 1,5% en 2001, su crecimiento se situará en el 1,3% en 2002. Aunque en la segunda mitad de año se puede ver favorecido por una recuperación de los intercambios internacionales, su crecimiento será inferior al estadounidense. Esto es, sólo de forma puntual habrá logrado superar el crecimiento de esta economía y lo habrá hecho en una magnitud limitada. La UEM se enfrenta además a algunas incertidumbres en el corto plazo. En efecto, en los últimos meses se está observando una reducción de la demanda de efectivo, que probablemente deriva del afloramiento de efectivo atesorado ante la incertidumbre que conlleva el canje a euros a comienzos de 2002. Una parte de este efectivo puede estar destinado al adelanto de decisiones de consumo de bienes duraderos y

de inversión en vivienda que, aunque están contribuyendo a sostener el crecimiento de 2001, podrían tener un efecto negativo sobre la actividad en la segunda mitad de 2002.

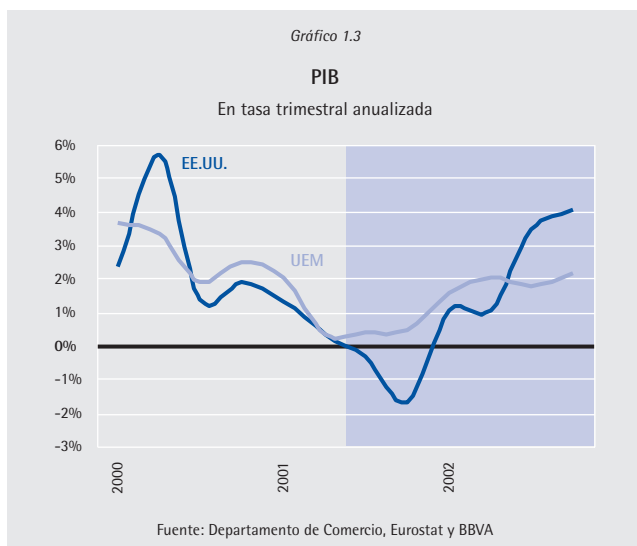
En este contexto, los tipos de interés del BCE se mantendrán en el 3% en 2002 y los tipos de interés de largo plazo se situarán por debajo de los de EE.UU. El euro muestra un margen de apreciación limitado a corto plazo, asociado a un aumento de la incertidumbre sobre la economía estadounidense. En el medio plazo, la mayor capacidad de recuperación de esta economía frente a la europea, puede conllevar presiones depreciadoras sobre el euro. Una situación que no cambiará significativamente ante el canje físico de la moneda que tendrá lugar a comienzos de 2002.

Riesgos a la baja en el escenario internacional

En este contexto caracterizado por una desaceleración de la demanda, agravada por los acontecimientos de septiembre, el principal riesgo para los próximos meses es que el descenso de la confianza de los consumidores y empresarios se intensifique y sea duradero, como ocurrió a comienzos de los años 90 en EE.UU. (véase el artículo "Incertidumbre y Consumo en EE.UU."). Por ello, el principal objetivo de las medidas adoptadas en política económica está siendo la recuperación de la confianza, tras su importante descenso en los últimos meses.

A medio plazo, el riesgo de que esta situación derive en un choque de oferta, con consecuencias negativas y duraderas sobre el crecimiento mundial es limitado. Por un lado, el precio del petróleo en 2002 se mantendrá en promedio por debajo de 2001. Esto es consecuencia de un contexto de demanda moderada y de las dificultades para reducir la oferta de crudo, tanto por la fragmentación de la OPEP como por la falta de cooperación en la reducción de la producción de los países no OPEP. Por otro, el inicio de una nueva ronda comercial en el seno de la OMC, tras la reunión de Doha a comienzos de noviembre, refleja la voluntad de reforzar el compromiso internacional para garantizar la progresiva liberalización de los intercambios internacionales. Con ello, se intenta hacer frente a las tentaciones proteccionistas que pueden surgir en un contexto de incertidumbre como el actual.

En definitiva, el riesgo sobre la previsión de crecimiento de 2002 está sesgado a la baja y se basa principalmente en una profundización y mantenimiento de la pérdida de confianza de los agentes. Sin embargo, las medidas de política adoptadas apuntan a una recuperación de la actividad, tal y como anticipan la inclinación de las curvas de deuda en los últimos meses y la recuperación de los precios bursátiles. Estos, tras caer hasta niveles mínimos anuales tras el ataque terrorista a EE.UU., han recuperado los niveles de principios de septiembre.



La transmisión de la política monetaria en EE.UU. y en la UEM

Durante 2001 los principales bancos centrales han reducido significativamente sus tipos de interés. Esta reducción ha sido especialmente agresiva en EE.UU. donde la Reserva Federal ha bajado sus tipos oficiales en 4,5 puntos desde enero a noviembre. Transcurridos unos meses desde el inicio del ciclo bajista de tipos surge la inquietud por la efectividad de la transmisión de estas medidas de política monetaria a la economía, especialmente en un contexto en el que los datos de actividad sorprenden negativamente. Pero ¿cuál es la magnitud y el período en el que la política monetaria tiene sus máximos efectos?, ¿existe evidencia empírica que sugiera un cambio en los canales habituales de transmisión monetaria?.

Para analizar el mecanismo de transmisión de la política monetaria en EE.UU. y en la UEM se ha utilizado un modelo macroeconómico con expectativas de dimensión relativamente reducida, que permite una aproximación a la evolución económica de estas dos áreas¹. Este tipo de modelos incorpora una ecuación IS, una curva de Phillips y una regla monetaria, que se han estimado con datos trimestrales desde comienzos de los años ochenta. Resolviendo el modelo de expectativas racionales es posible obtener las funciones impulso-respuesta del componente cíclico del PIB y de la inflación ante un choque exógeno en los tipos de interés. Una reducción de tipos de aproximadamente un punto porcentual en ambas economías supone un aumento contemporáneo del componente cíclico del PIB, aunque de magnitud bastante limitada tras la disminución de los tipos de interés reales, y también de la inflación, a través de los efectos del output en la curva de Phillips. El efecto máximo en la actividad se consigue en cuatro trimestres en ambas economías, aunque su magnitud es mayor en EE.UU., donde el componente cíclico del output aumenta en siete décimas, que en la UEM, donde el aumento es de medio punto porcentual. En la inflación el efecto máximo se alcanza con un retardo de cinco trimestres en EE.UU. y es de cuatro décimas y de siete trimestres en Europa con una magnitud de tres décimas. Este mayor retardo europeo está ligado a la mayor inercia de la inflación.

De acuerdo con estos resultados, los efectos máximos de las reducciones de tipos de interés de EE.UU. sobre la actividad deben tener lugar entre finales de este año y finales de 2002. En Europa, los efectos máximos se esperan para el segundo semestre del próximo año. En cualquier caso, debe tenerse en cuenta que sólo se pueden valorar correctamente en términos de desviación respecto a una situación en la que no hubieran tenido lugar estos cambios en política monetaria. Es decir, el hecho de que actualmente el crecimiento de EE.UU. esté sorprendiendo negativamente no implica necesariamente que la política monetaria no esté siendo efectiva. Lo relevante sería poder conocer el crecimiento que estaría experimentando EE.UU. en caso de que no se hubieran producido estas reducciones de tipos de interés.

¿Hay razones para pensar que puede estar cambiando el mecanismo de transmisión de la política monetaria? La evidencia empírica no es concluyente al respecto. Así, para EE.UU., Estrella (2001)² o Kuttner (2000)³ señalan que el aumento de la titulización en los mercados financieros en los últimos años ha podido restar efectividad a la política monetaria, principalmente a través del canal del crédito. Otra posible razón para que se haya reducido la transmisión de la política monetaria es la creciente importancia de los mercados de renta variable como fuente de financiación de las empresas. Sin embargo, la evidencia no es suficiente como para poder concluir si este cambio es estructural o transitorio.

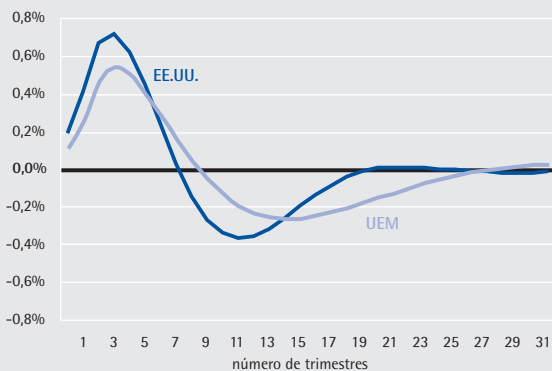
Quedan naturalmente muchos interrogantes sobre la capacidad de la política monetaria para estimular la actividad en este ciclo. Entre ellos destaca la cuestión sobre el origen de la desaceleración. En EE.UU., ésta parece ligada principalmente a factores de demanda, por lo que la política monetaria puede ser efectiva para impulsar la actividad, mientras que en Europa podría estar más vinculada con problemas de oferta, lo que limita la efectividad de esta política. También se cuestiona el papel de la política fiscal: una expansión fiscal como la que está teniendo lugar en EE.UU. puede limitar la transmisión de la política monetaria ya que presiona al alza las rentabilidades de los bonos de largo plazo. La limitada evidencia empírica a favor de un cambio en la transmisión monetaria y las dudas en el contexto actual señalan que es probablemente demasiado arriesgado afirmar que la política monetaria no esté siendo efectiva para impulsar la actividad o no lo vaya a ser en los próximos meses.

¹ Una versión calibrada de un modelo de este tipo para EE.UU. se puede encontrar en Lansing, K y B. Trehan (2001): "Forward-looking behaviour and the optimality of the Taylor Rule", Reserva Federal de San Francisco. Para la UEM, se estima un modelo de expectativas en Doménech, R., Ledo, M., y D.Taguas (2001): "A small forward-looking macroeconomic model for EMU", Documento de trabajo del Servicio de Estudios de BBVA.

² Véase Estrella, A. (2001), "Securitization and the efficacy of monetary policy", artículo presentado en la conferencia de la Reserva Federal de Nueva York sobre Innovación Financiera y Transmisión Monetaria en abril de 2001.

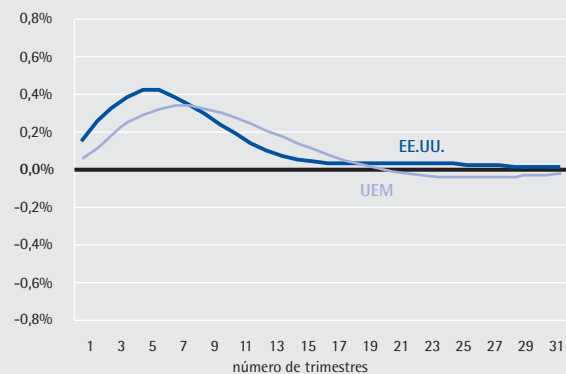
³ Véase Kuttner, K. (2000), "Securitization and Monetary Policy", mimeo, Reserva Federal de Nueva York.

Respuesta del componente cíclico del PIB a una reducción de los tipos de interés nominales



Fuente: BBVA

Respuesta de la inflación a una reducción de los tipos de interés nominales



Fuente: BBVA

2. EE.UU.

En los últimos meses, se ha producido un importante deterioro de las perspectivas de crecimiento de la economía estadounidense. Pero para el futuro inmediato, los lamentables acontecimientos del 11 de septiembre y el inicio de la campaña bélica han agravado la situación, aumentando el grado de incertidumbre en un momento cíclico ya de por sí delicado para esta economía.

El año 2001 ha significado el fin de una década en la que se vivió la expansión más duradera e intensa del último medio siglo¹. En este periodo la inversión creció a un promedio superior al 10%, más del doble de lo que había crecido durante la segunda mitad del siglo XX. Así, el choque de oferta positivo que experimentó EE.UU., de elevado crecimiento y baja inflación, permitió un notable aumento del crecimiento potencial de esta economía. No obstante, respecto al máximo de 2000, la inversión no residencial se ha desacelerado casi 17 puntos, creciendo, actualmente, a tasas negativas superiores al 6%. Como muestra la descomposición del crecimiento del PIB, su desaceleración está ligada, principalmente, a un choque negativo de demanda. La oferta, si bien es cierto que se desacelera, mantiene un ritmo de crecimiento elevado. Una situación que da una señal de optimismo en el sentido de que las políticas de demanda podrían ser efectivas para impulsar la economía. Por ello, a pesar del deterioro en el corto plazo, las perspectivas apuntan a una recuperación de la actividad en el segundo semestre del próximo año.

Deterioro a corto plazo tras el 11 de septiembre

Los acontecimientos del 11 de septiembre tuvieron lugar en un momento cíclico vulnerable para la economía esta-

dounidense: justo cuando se iniciaban las señales de recuperación. Los atentados terroristas afectaron principalmente a la confianza de los agentes económicos, mientras que la capacidad productiva del país quedó intacta.

Los efectos reales directos se centraron en la destrucción de parte de la estructura financiera de Nueva York. Las estimaciones del coste para las compañías aseguradoras ascienden a 50 mM de dólares, apenas cinco décimas de PIB y, por tanto, una pérdida de riqueza limitada. Por otro lado, el ataque dañó sectores concretos como el transporte aéreo y turismo, que han acabado siendo los más perjudicados. Rápidamente se llevaron a cabo medidas por parte de las autoridades monetaria y fiscal. La Reserva Federal garantizó la liquidez necesaria, mientras que en política fiscal se aprobaron varias medidas de urgencia con el objetivo de reconstruir Manhattan y ayudar a los sectores más afectados.

Pero el principal efecto inducido fue la pérdida de confianza y el aumento de la inseguridad e incertidumbre. Así, el choque de demanda fue básicamente un choque de expectativas, a la vez que el aumento de la incertidumbre en los mercados internacionales generó un incremento de la aversión al riesgo. Este deterioro de la confianza se reflejó tanto en la confianza de los empresarios como en la de las familias. El NAPM alcanzó en octubre un nuevo mínimo desde la recesión de 1991, el 39,8, siete puntos menos que el mes anterior. Perdía así toda la mejoría observada desde principios de año. Los consumidores, por su parte, experimentaron la mayor caída de las expectativas de los últimos años, que se situaron en mínimos desde 1994. Pero otros factores también afectaron al deterioro de su confianza. De hecho, el empeoramiento de las condiciones del mercado laboral ya se había iniciado antes de los atentados. La tasa de desempleo aumentó en octubre medio punto, hasta el 5,4%, y el empleo descendió en más de 400 mil personas, el máximo descenso desde 1980. Las previsiones apuntan a que la tasa de desempleo seguirá

¹ El Comité de Ciclos del NBER ha fechado el último pico en la actividad de EE.UU. en marzo de 2001, poniendo fin, así, a la expansión más larga de la historia catalogada por el organismo (de marzo de 1991 a marzo de 2001, 120 meses).

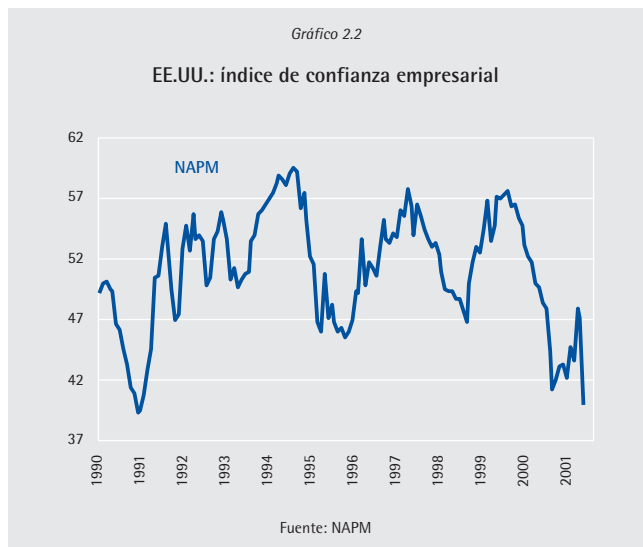
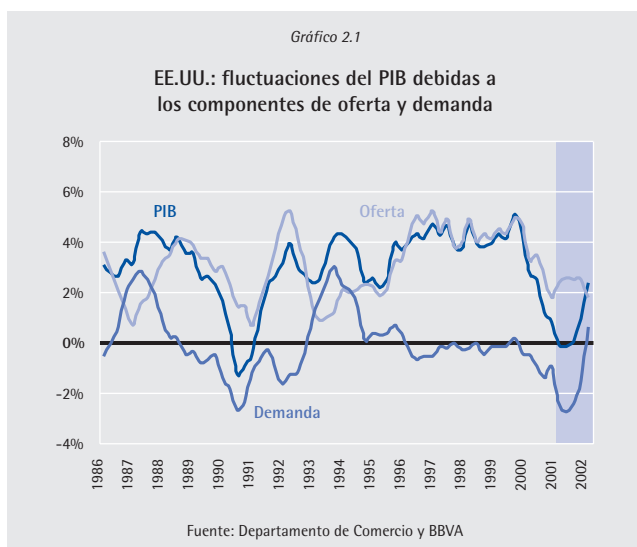
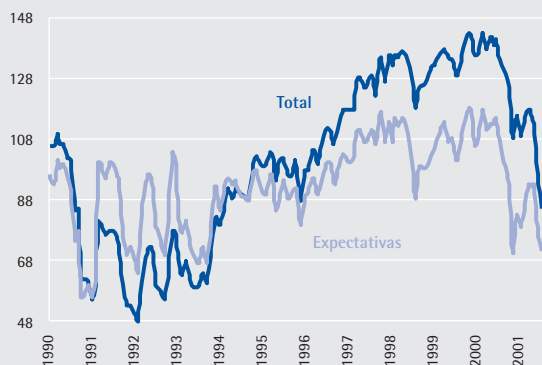


Gráfico 2.3

EE.UU.: confianza del consumidor



Fuente: Conference Board

aumentando a un ritmo elevado, de forma que a finales de año se situaría ya próxima al 6%. En 2002, su media será superior al 6%.

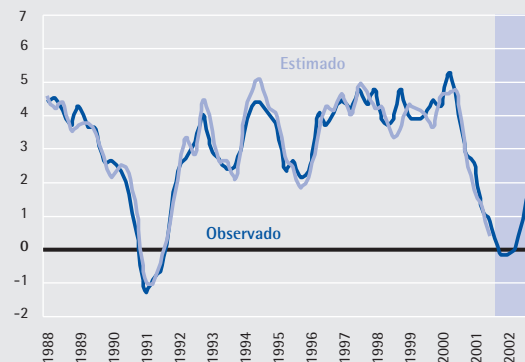
En este sentido, tras un crecimiento negativo durante el tercer trimestre, todo indica, tal y como refleja el indicador de actividad para EE.UU. del BBVA, que el PIB profundizará su caída en el último trimestre de este año. El fuerte deterioro de las expectativas de los consumidores podría provocar una variación negativa del consumo privado en los últimos meses de 2001. Esto, junto con el mantenimiento de la debilidad del proceso inversor y la continuación del proceso de ajuste de inventarios comportará que el PIB decrezca más de un 1,5% en tasa trimestral anualizada. Segundo trimestre de crecimiento negativo y, por tanto, recesión técnica. El crecimiento interanual sería negativo, -0,1%, por primera vez desde finales de 1991. En el conjunto del año, el crecimiento promedio de 2001 implicará una moderación de tres puntos respecto a la media de 2000, del 4,1%.

Aportación positiva del sector exterior

En 2000, tanto las exportaciones como las importaciones crecían a tasas próximas al 10%. En concreto, el crecimiento medio de las importaciones fue 13,4%, tras el 10,5% observado en 1999. Pero esta tendencia se ha truncado rápidamente durante este año, como consecuencia de la moderación de la demanda mundial. En el segundo trimestre de este año, las tasas de crecimiento interanuales fueron ya negativas. Pese a que el volumen de exportaciones se ha reducido de una forma importante, la magnitud de la variación ha sido mayor en las importaciones. En el último trimestre, las importaciones de bienes de capital se redujeron un 25,5% en tasa trimestral anualizada. Así, durante 2001 se ha producido una mejoría del saldo exterior que tiene una aportación positiva al crecimiento, frente a la negativa de un punto porcentual de los últimos años.

Gráfico 2.4

EE.UU.: PIB e indicador de actividad



Fuente: Departamento de Comercio y BBVA

En 2002, la recuperación del comercio mundial podría permitir un balance ligeramente positivo para el conjunto del año. Esto apoyará la corrección de la balanza por cuenta corriente en los próximos dos años (véase recuadro "EE.UU.: ¿se ajustará la balanza por cuenta corriente?").

Soportes para una recuperación en el segundo semestre de 2002

Pero, pese al deterioro de la situación del corto plazo, todos los factores apuntan a que la economía estadounidense se recuperará a lo largo del próximo año. Tras un crecimiento negativo del PIB durante la segunda mitad de este año, las tasas de crecimiento se estabilizarán a principios de 2002. A partir del segundo trimestre, EE.UU. podría crecer a tasas trimestrales anualizadas alrededor del 4%. Varios factores permiten defender este escenario.

En primer lugar, gran parte de la corrección necesaria de los precios bursátiles ya se habría producido en 2001. De hecho, durante 2001 la riqueza financiera de las familias ha descendido, en términos reales, más de un 13%, lo que ha supuesto la mayor contribución negativa de la riqueza financiera al consumo privado desde 1974. En 2002, es previsible que la aportación al crecimiento del consumo privado de la riqueza sea nula (véase artículo "Incertidumbre y Consumo en EE.UU.").

En segundo lugar, otro factor que permite esperar la recuperación de la actividad es la contundente y rápida actuación de las políticas de demanda, tanto monetaria como fiscal. En términos de política monetaria, la reducción de 450 puntos básicos de los tipos de interés desde principios de año (150 de ellos han sido después de los ataques del 11 de septiembre) debe ayudar a moderar la desaceleración de los bienes de consumo duradero. En términos reales, el cambio acumulado en los tipos es de unos 3,5 puntos, incluso superior al observado en anteriores recesiones. Así, las condiciones monetarias en EE.UU., pese a la aprecia-

ción del dólar, son similares a las de 1997, manteniendo los tipos de interés reales en niveles prácticamente nulos. Las favorables perspectivas de precios permiten incluso nuevas reducciones de los tipos de interés si fueran necesarias, aunque el margen es cada vez menor.

Por otro lado, el tono expansivo de las medidas de política fiscal se intensificó después de los atentados. Las devoluciones de impuestos a las familias, que empezaron a hacerse efectivas en la segunda mitad de este año, seguirán produciéndose en 2002. Estas medidas constituyen un importante soporte para el crecimiento de la renta disponible de las familias, y, en consecuencia, para el consumo privado. A su vez, tras el 11 de septiembre se aprobaron varias medidas de aumento del gasto público. En concreto, inmediatamente se aprobó un plan de emergencia de 55 mM de dólares (40 destinado a la reestructuración de Manhattan y 15 de ayuda al sector aeronáutico). Actualmente, está en debate la composición de un nuevo paquete fiscal de una cuantía entre 75 y 100 mM \$ que recogería nuevos recortes de impuestos para las familias (cheques a las familias que quedaron exentas de la anterior rebaja, más el adelanto de medidas ya aprobadas), junto con planes de estímulo para las empresas (eliminación de impuestos y exenciones por inversiones en bienes de equipo). A su vez, también se debate el aumento del gasto por prestaciones por desempleo. Pese a que todavía está pendiente de acuerdo, en conjunto, el paquete fiscal total podría superar el 1,5% del PIB. La economía de EE.UU. dispone de margen suficiente para ello, tras el elevado superávit fiscal acumulado en los últimos años. En términos estructurales, tras alcanzar un superávit del 1,2% en 2001, éste prácticamente desaparecería en el próximo año fiscal. Así, pese a la expansión fiscal, se vuelve a una situación de equilibrio presupuestario, lo que otorga credibilidad a las políticas y confirma la existencia de margen de maniobra adicional.

En tercer lugar, se mantienen las ganancias de productividad observadas durante la década de los noventa y, con mayor intensidad, durante los últimos cinco años. La fuerte aceleración que experimentó la productividad en ese periodo, de alrededor de un punto porcentual respecto a la media de crecimiento de 1974-1995, tiene un componente cíclico limitado. Actualmente, pese a la fuerte desaceleración de la economía estadounidense, la productividad sigue creciendo a tasas del 1,8% en el tercer trimestre de 2001. Pese a que en el corto plazo se puedan observar unos ritmos de crecimiento más modestos, el mantenimiento de las ganancias estructurales confirma el aumento del crecimiento potencial de la economía estadounidense. El descenso de la inversión no ha sido sólo en el sector tecnológico sino también en otros sectores como el de transporte, lo que implica que probablemente no se ha producido una ruptura de las ganancias de productividad y, en consecuencia, del aumento del PIB potencial. Esto corrobora la idea de que el origen de la desaceleración de la actividad tiene un componente importante de caída de expectativas.

Por último, en 2002 se producirá una reducción del precio de las materias primas respecto a 2001, que reduce los costes y constituye un soporte para los beneficios empresariales, a la vez que comporta un aumento de la renta disponible.

Todos estos factores permitirán que se produzca una recuperación de la confianza, tanto de empresarios como de consumidores, elemento clave para el escenario económico. Así, el crecimiento se irá recuperando a lo largo de 2002. Pese a permanecer débil durante los primeros meses, éste se intensificará en la segunda parte del año, cuando se observarán tasas de crecimiento trimestrales anualizadas superiores al 4%. En conjunto, el crecimiento en 2002 será el menor de los últimos diez años, un 0,8% en promedio. No obstante, la recuperación del ritmo de

Cuadro 2.1. EE.UU.: cuadro macroeconómico y previsiones

Variación interanual	1tr01	2tr01	3tr01	4tr01	1tr02	2tr02	3tr02	4tr02	1999	2000	2001	2002
Consumo privado	3,5	3,2	2,5	1,5	0,8	0,5	0,9	1,9	5,0	4,8	2,7	1,0
Consumo público	2,8	2,9	3,8	3,8	3,4	3,1	4,1	4,5	3,3	2,7	3,3	3,8
Formación B.C.F.	3,6	-1,4	-4,5	-6,2	-7,8	-4,8	-1,7	1,0	7,8	7,8	-2,2	-3,4
Inversión residencial	-1,2	0,5	3,7	2,6	0,0	-1,0	-1,6	-0,1	6,7	0,8	1,4	-0,7
Inversión no residencial	4,9	-2,0	-6,7	-8,5	-9,9	-5,9	-1,7	1,3	8,2	9,9	-3,2	-4,2
Var. existencias (*)	-0,6	-1,3	-1,1	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-1,0	0,0
Dd. Nacional (*)	2,9	1,1	0,4	-0,4	-0,4	0,0	1,1	2,3	5,1	5,0	1,0	0,7
Exportaciones	4,4	-2,0	-8,7	-9,3	-8,8	-5,6	0,4	3,4	3,2	9,5	-4,0	-2,8
Importaciones	5,6	-0,6	-7,4	-8,2	-7,4	-4,8	0,3	2,8	10,5	13,4	-2,8	-2,4
Saldo exterior (*)	-0,4	-0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	-1,1	-0,9	0,0	0,1
PIB a p.m.	2,5	1,2	0,8	-0,1	-0,2	0,1	1,1	2,2	4,1	4,1	1,1	0,8
PIB tr/tr anualizado	1,3	0,3	-0,4	-1,7	1,0	1,0	3,5	4,0				
IPC	3,4	3,4	2,7	1,8	1,4	0,9	1,3	2,0	2,2	3,4	2,8	1,4

(*) Aportación al crecimiento del PIB

Fuente: Departamento de Comercio y BBVA

actividad en los últimos trimestres del año permitirá que el crecimiento para 2003 sea más próximo al potencial de la economía, esto es, por encima del 3%.

La deflación, un escenario de bajo riesgo

Tras el fuerte encarecimiento del precio del petróleo en los últimos dos años, la inflación de EE.UU. repuntó hasta un máximo del 3,7% interanual en junio de 2000. Desde entonces los precios han oscilado alrededor del 3,5% para situarse en el tercer trimestre de 2001 claramente por debajo del 3%. En concreto, en octubre, la inflación se redujo hasta el 2,1% y se espera que en noviembre descienda hasta el 1,7%. Ello, junto con los últimos datos de precios, ha aumentado la preocupación ante la posibilidad de que la economía de EE.UU. se encuentre inmersa en un proceso de deflación. Así, el PIB nominal podría tener un crecimiento negativo, algo que no se observa en la economía en los últimos treinta años.

Varios datos muestran la caída de los precios. El deflator de las importaciones se redujo durante el tercer trimestre un 17% en tasa trimestral anualizada, variación que no se había observado nunca desde el inicio de la serie. A su vez, la tasa de crecimiento de los precios de importación es negativa desde marzo de este año. La preocupación reside en que estas caídas de precios se trasladen a los precios domésticos. De este modo, una reducción generalizada de los precios podría provocar un crecimiento interanual del PIB nominal negativo. Ello preocupa en la medida en que implicaría que la rentabilidad de la economía real es inferior a la de los activos financieros (dado el nivel de tipos de interés nominal), lo que frenaría la recuperación de la inversión y, en consecuencia, la de la actividad económica.

Pero actualmente el riesgo de dicho escenario es limitado. Ello por varios motivos. La actuación de los principales bancos centrales ha producido un importante aumento de la liquidez, no sólo en EE.UU., sino también a nivel mundial. Las medidas de política fiscal llevadas a cabo han mostrado un tono claramente expansivo. Por otro lado, la situación de la economía estadounidense no es equiparable a lo que ocurrió en Japón, país que actualmente permanece inmerso en un proceso de recesión y de caída de precios. Además de la diferente estructura del sistema financiero, y de la necesidad de reformas pendientes en la economía japonesa, en EE.UU. no se ha producido una burbuja en los precios inmobiliarios cuyo fin llevó a la quiebra a un gran número de instituciones financieras japonesas y la necesidad de reestructuración de las que quedaron.

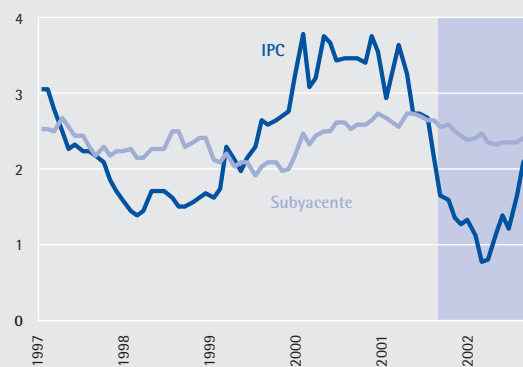
Desde la óptica del análisis de los distintos componentes del IPC se observa una desaceleración de los componentes más volátiles y una reducción de los precios en los componentes más estables de la inflación. El componente de alimentación, que durante 2001 ha experimentado una lige-

ra aceleración de sus precios hasta el 3,1%, posiblemente inducidos por los problemas de las "carnes" en Europa y por los mayores costes energéticos, volverá en 2002 a la media los tres años anteriores, del 2,2%. El componente energético, por su parte, que durante los dos últimos años ha sido el determinante de la aceleración de los precios, volverá a contribuir positivamente a la inflación de 2002 como ya lo hizo en 1998. Bajo un escenario para el precio del petróleo inferior al de los dos últimos años (17,5\$/b de media para 2002), se espera que la evolución media del componente energético sea negativa en una cuantía próxima al 10%. Por otra parte, el componente de manufacturas no energéticas seguirá manteniendo la estabilidad mostrada en los últimos cinco años con una inflación media próxima al 0,5%. Eliminando el precio del tabaco, los precios prácticamente no han aumentado en los últimos tres años, e incluso en algunos periodos se han encontrado en deflación. Por último, el componente de servicios, que es el que mayor impacto ha sufrido por el encarecimiento del precio del petróleo al acelerar sus precios desde una media del 3% hasta el 3,7% en 2001, volverá en 2002 hacia una senda de moderación por la menor presión de la demanda y por los menores costes energéticos. La evolución de estos dos últimos componentes hará que la inflación subyacente flexione a lo largo de 2002, más moderadamente que el IPC general que se verá arrastrado por la influencia deflacionista de los precios energéticos.

Así, las expectativas para 2002 muestran una moderación limitada de la inflación. El continuo deterioro de la demanda, el descenso de los precios de las materias primas y la continua fortaleza del dólar situarán la tasa de inflación por debajo del 1% a principios de 2002, tras el 3,4% de media de 2001. El ligero repunte de la inflación a finales del próximo año hacia tasas algo superiores al 2%, comportará que, en el conjunto del año, la inflación se sitúe en el 1,4%.

Gráfico 2.5

EE.UU.: Inflación
En tasa interanual



Fuente: Departamento de Comercio y BBVA

EE.UU.: ¿se ajustará la balanza por cuenta corriente?

El déficit de la balanza por cuenta corriente en EE.UU. ha estado aumentando de forma continua desde 1991. Este proceso se ha acelerado en los últimos cinco años, alcanzando un nivel máximo del 4,5% en 2001, lo que ha acentuado la preocupación por su sostenibilidad en el medio plazo. El principal temor es que se produzca un ajuste brusco del déficit por cuenta corriente, simultáneamente con una brusca caída de la demanda. De momento, todo apunta a un ajuste moderado, tanto para 2001 como para 2002.

Para entender la magnitud del ajuste es necesario conocer cuáles han sido los determinantes que han originado los elevados déficit de los años anteriores. Básicamente, estos factores se resumen en dos. Por un lado, la economía estadounidense ha experimentado un importante proceso inversor, asociado a las elevadas ganancias de productividad. En concreto, en los últimos cinco años, el crecimiento de la productividad en EE.UU. se ha duplicado respecto a la media histórica. Este aumento de productividad, que no experimentaron el resto de economías, derivó en un aumento de las importaciones, lo que provocó un deterioro de la balanza comercial, el principal componente de la balanza por cuenta corriente. Por otro lado, el círculo virtuoso, en el que se encontraba inmerso la economía estadounidense, generó un fuerte crecimiento del consumo privado impulsado por la continuada revalorización de los precios bursátiles, así como por la notable reducción de la tasa de desempleo. Esto redujo el ahorro privado e intensificó el proceso de deterioro de la balanza comercial, y en consecuencia, del déficit por cuenta corriente. La evolución de estos dos factores, consumo e inversión, es la clave para entender la magnitud del ajuste del déficit.

En el último año, se ha producido un importante ajuste del proceso inversor. En concreto, la inversión privada sobre PIB que había alcanzado el 17,8% en 2000, se ha reducido en 2001 hasta el 16,0%, niveles en los que se espera permanezca en 2002. Con ello, ya en este año se va a producir un ajuste del déficit. Suponiendo que el ajuste de la inversión ya ha finalizado, esto es, que la desaceleración actual no deriva de un proceso de sobreinversión, principalmente, la evolución de la balanza por cuenta corriente dependerá de la senda del ahorro, tanto público como privado.

De hecho, el ajuste del ahorro privado ha comenzado, como muestra el comportamiento del ahorro personal de las familias. El consumo privado se ha desacelerado en la primera mitad del año, tras los máximos observados en 2000 cuando creció un 4,8% de media. En concreto, para 2001 se espera un crecimiento promedio del 2,7%. Detrás de esta ralentización se encuentra el deterioro de las condiciones del mercado laboral y el desplome de la riqueza financiera, mientras que la riqueza inmobiliaria ha permitido compensar parte de la caída. Para 2002, se espera una moderación adicional de un punto en el consumo privado. Varios factores subyacen a este escenario. La riqueza tendrá una aportación nula al consumo, mientras que el aumento del desempleo seguirá contribuyendo negativamente por segundo año consecutivo¹. La magnitud de la rebaja impositiva permitirá mantener el crecimiento de la renta disponible. En concreto, la devolución de impuestos aumentará la renta disponible medio punto este año y casi un punto en 2002. Con todo, el ahorro privado, tras situarse en mínimos en 2000 (el 0,7% del PIB, respecto a la media del 4% de la década de los noventa) aumentará hasta el 1,8% en 2001, llegando a niveles superiores al 3% del PIB en 2002. Incluso sin aumentos en el ahorro empresarial en 2002, el ahorro privado total mostraría un aumento gradual hasta el 15,7% del PIB en 2002, tras situarse en el 13,3% en 2000.

El ahorro público, por su parte, evolucionará en sentido contrario. Tras las recientes medidas de política fiscal aprobadas (tanto, en términos de menores ingresos por la devolución de impuestos, como de mayor gasto público), se prevé una reducción importante del superávit público. El componente estructural del superávit público será próximo a cero en 2002. En conjunto, se espera que el ahorro público se reduzca más de un punto en 2001, tras el 2,2% de 2000, y que desaparezca en 2002. De este modo, el aumento previsto del ahorro privado irá acompañado de un descenso del ahorro público. Pero en conjunto, el ahorro de la economía, tras reducirse este año, al 17,1% (tras el 17,9% de 2000), aumentará hasta el 18% en 2002. Niveles de ahorro elevados, más similares al promedio observado durante la primera mitad de los noventa (17,9%) que a los últimos cinco años, en los que descendió hasta el 16,4%.

En consecuencia, tras el ajuste de la inversión, que se habría producido en su mayor parte en 2001, el aumento del ahorro conducirá a una corrección del saldo negativo de la balanza por cuenta corriente. En concreto, se espera que tras el déficit máximo alcanzado en 2000 (4,5% del PIB), éste se reduzca de un modo paulatino hasta el 3,3% en 2001 y el 2,7% en 2002. Un déficit que puede resultar "sostenible" para una economía que ha experimentado un choque de productividad en los últimos años.

¹ Para más detalle véase el artículo "Incertidumbre y Consumo en EE.UU." en este mismo número.

EE.UU.: descomposición de la balanza por cuenta corriente

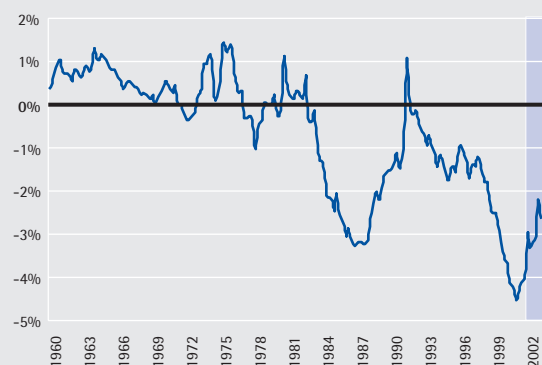
En porcentaje del PIB

	2000	2001	2002
Ahorro	17,9	17,1	18,0
Privado	13,3	14,0	15,7
Personal	0,7	1,8	3,3
Empresarial	12,5	12,3	12,3
Público	4,7	3,0	2,2
Saldo federal	2,2	0,7	0,0
Inversión	21,0	19,4	19,6
Pública	3,2	3,4	3,4
Privada	17,8	16,0	16,2
Balanza cuenta corriente	-4,5	-3,3	-2,7

Fuente: BEA y BBVA

EE.UU.: balanza por cuenta corriente

En porcentaje del PIB



Fuente: BEA y BBVA

3. Unión Europea

UEM

Desaceleración en la economía y en los precios

La situación económica de la UEM a finales de 2001 es, probablemente, la más delicada desde el lanzamiento de la moneda única en 1999. El ritmo de crecimiento se va a desacelerar cerca de dos puntos porcentuales este año. De esta forma, el crecimiento promedio se situará en un 1,5% en 2001 y un 1,3% en 2002.

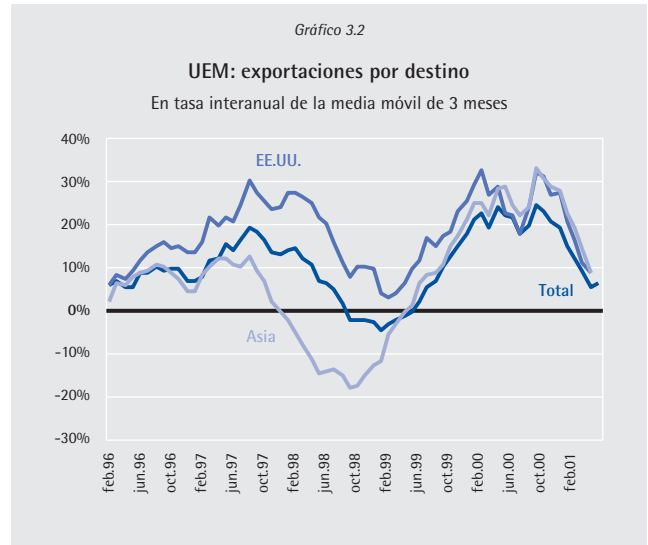
Los datos del primer semestre del año reflejaron un claro perfil de desaceleración. Las variables que más claramente se deterioraron fueron las exportaciones y la inversión, que pasaron de crecer un 12,1% y un 4,4% promedio anual en 2000, a un 6,9% y un 1,1% respectivamente, en el primer semestre de este año. De hecho, los datos del segundo trimestre de 2001 presentaron tasas intertrimestrales negativas para ambas: un -0,8% las exportaciones y un -0,4% la inversión.

El consumo privado también experimentó un proceso de moderación. En la primera mitad de 2001, el crecimiento promedio anual se situó ya en un 1,8%, 0,7 p.p. menos que el promedio de 2000. Sin embargo, es ésta la variable que muestra una mayor fortaleza relativa (el crecimiento promedio de la década de los noventa fue también un 1,8%), y se convierte así en una de las claves de la evolución económica de 2002.

Simultáneamente, y tras el máximo de mayo, un 3,4% de crecimiento interanual, los precios se están desacelerando. Esto se debe a la caída de la inflación en los componentes más erráticos del índice de precios al consumo: alimentos sin elaborar y, sobre todo, energía.

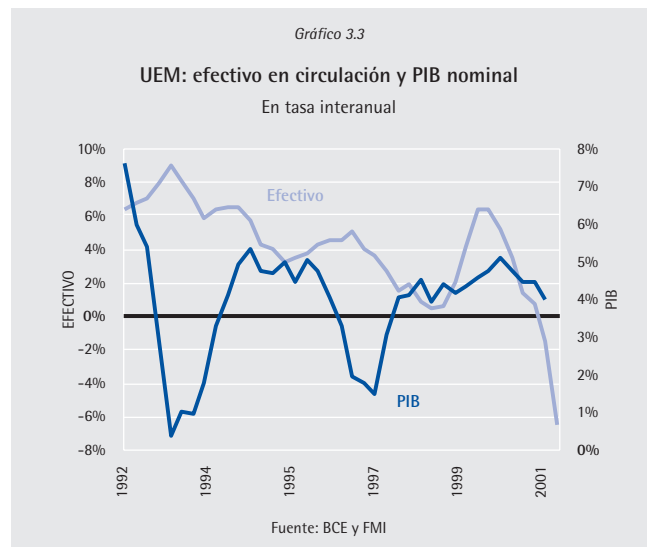
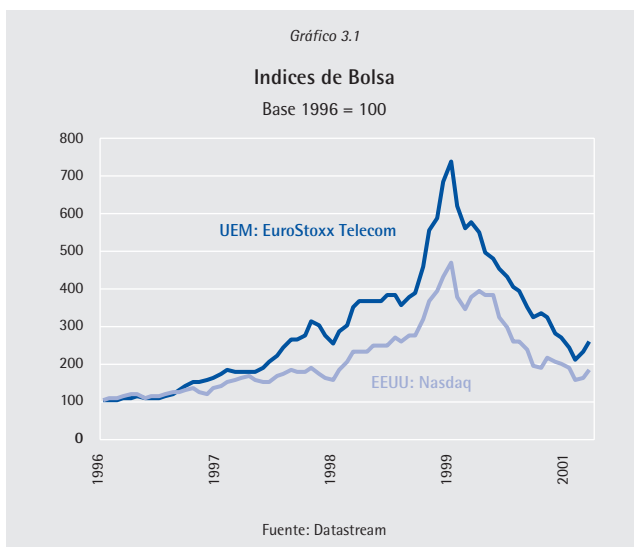
Las causas de la desaceleración no son sólo externas

La desaceleración de la UEM viene ocasionada tanto por factores internos como externos. En el plano interno podemos



destacar la ausencia de un choque tecnológico en la economía, en contraposición con lo ocurrido en la economía norteamericana en los últimos años. De esta forma, el crecimiento potencial de la zona euro (2,3%) apenas ha variado en los años noventa, y crecer por encima de éste de forma sostenible no parece posible. También ha influido el peor momento de las empresas de telecomunicaciones en la zona que se vieron obligadas a pagar cantidades muy elevadas por las licencias de UMTS (sobre todo en Alemania y Reino Unido). De esta forma, la UEM se ha visto negativamente afectada por la "burbuja" en el sector de las telecomunicaciones.

En el plano externo, una economía mundial inmersa en un importante proceso de desaceleración se traduce en un menor crecimiento en la UEM. El año 2000 fue excepcional para el crecimiento en la zona, apoyado por la favorable situación económica internacional y por el desarrollo del sector exportador que esto provocó. Sin embargo, la actual situación de ralentización de la actividad mundial, y en concreto, de los principales socios comerciales de Europa encabezados por EE.UU., ha llevado a que la demanda de exportaciones



taciones descienda significativamente. La caída de los pedidos externos ha incidido negativamente en la inversión.

Alemania, la primera economía de la UEM, está siendo una de las más afectadas por esta ralentización internacional dados el destino de sus exportaciones (el 55% de las mismas tienen su destino fuera de la UEM) y, en especial, la importancia de sus relaciones comerciales con EE.UU. (el 18% de las exportaciones no UEM). Por otro lado, una gran parte de las exportaciones alemanas están constituidas por bienes de equipo (51,3% del total exportado) y bienes de consumo intermedio (29,7%). Además, esta economía había mostrado, en los últimos años, un crecimiento débil de la demanda interna. De hecho, su crecimiento promedio fue, en los últimos tres años, del 2,3%, frente al 3,6% de Francia, lo que parece explicarse por la menor competitividad relativa de la economía alemana, sobre todo por la ausencia de reformas en el mercado laboral.

El deterioro del contexto internacional ha producido un descenso de las expectativas empresariales, influido por las menores perspectivas de demanda. En concreto, el indicador de expectativas empresariales del conjunto de la UEM descendió en octubre hasta niveles de septiembre de 1996.

Destaca en particular la evolución en los últimos meses de las confianzas de los empresarios alemanes (IFO) y franceses, que tras los atentados del 11 de septiembre en EE.UU. se han situado en mínimos desde 1993 (año de la última recesión en Europa).

La desaceleración experimentada por el consumo ha sido menos acentuada. En su evolución han influido diversos factores que han actuado en distinto sentido.

Entre los factores que han apoyado al consumo cabe destacar, por un lado, el recorte impositivo llevado a cabo este año por algunas economías europeas, entre ellas las dos más importantes, Francia y Alemania. Estas medidas han incrementado la capacidad de compra de las familias,

aunque probablemente su impacto es limitado dado que la situación de las cuentas públicas hace difícil percibir los recortes impositivos como sostenibles. Por otro, parece que se ha estado produciendo una desaceleración de la demanda de efectivo que hace pensar en un afloramiento de dinero atesorado como consecuencia de la incertidumbre ante el canje al euro en enero de 2002. En la medida en que una parte de ese afloramiento se haya destinado a adelantar las decisiones de gasto de las familias ("efecto euro"), este habría sido un factor de soporte del consumo en 2001. Sin embargo, esto tendría consecuencias negativas sobre la evolución futura del gasto privado.

Entre los factores que han presionado a la baja al consumo se encuentran: el incremento de la inflación durante la primera mitad del año (máximo en mayo) y su consiguiente efecto sobre el poder adquisitivo de las familias; el deterioro del ritmo de creación de empleo, cuyos efectos son aún limitados pero que está influyendo decisivamente en el descenso que, durante todo el año, ha mostrado la confianza de los consumidores en todos los países de la UEM (el indicador de confianza está en mínimos desde 1997); y la caída de los precios de las bolsas, aunque su efecto habría sido menor que en EE.UU. dada la menor proporción de ahorro que las familias europeas dedican a invertir en renta variable.

El balance de estos factores es una moderación del consumo aunque de magnitud limitada: desde el 2,6% de crecimiento anual en 2000, hasta un 1,8% en 2001.

2002: un crecimiento de nuevo bajo el potencial

La perspectiva para los próximos meses es de una ralentización de la actividad, de manera que ésta crecerá un 1,3% en 2002. De esta forma, y por segundo año consecutivo, se situará por debajo de su potencial.

Así, la desaceleración económica continuará hasta la segunda mitad del año próximo. En ese momento, las expor-

Cuadro 3.1. UEM: cuadro macroeconómico y previsiones

Variación interanual	1tr01	2tr01	3tr01	4tr01	1tr02	2tr02	3tr02	4tr02	1999	2000	2001	2002
Consumo Privado	2,0	1,7	1,8	1,8	1,3	0,9	0,9	1,0	3,2	2,6	1,8	1,0
Consumo Público	1,9	1,8	1,8	1,4	1,2	1,5	1,6	1,5	2,2	1,9	1,7	1,5
Formación B.C.F.	1,0	-0,2	-1,4	-2,4	-3,5	-2,0	1,0	3,2	5,4	4,3	-0,7	-0,3
Var. Existencias (*)	-0,1	-0,3	-0,6	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	-0,4	0,0
Dd. Nacional (*)	1,6	0,9	0,4	0,3	0,2	0,4	1,0	1,5	3,2	2,8	0,8	0,8
Exportaciones (**)	8,8	5,6	1,4	-2,7	-2,5	-1,4	1,1	5,7	5,2	11,9	3,1	0,7
Importaciones (**)	6,8	3,9	-0,9	-4,3	-4,0	-3,5	0,0	5,2	7,3	10,7	1,2	-0,6
Saldo Exterior(*)	0,9	0,7	0,9	0,5	0,5	0,7	0,4	0,3	-0,5	0,6	0,7	0,5
PIB p.m.	2,5	1,7	1,3	0,8	0,7	1,1	1,4	1,9	2,6	3,4	1,5	1,3
Inflación	2,5	3,0	2,7	2,3	2,3	1,5	1,6	1,9	1,1	2,3	2,6	1,8

(*) Aportación al crecimiento del PIB.

(**) Incluye comercio extra e intra-UEM

Fuente: Eurostat y BBVA

taciones empezarán a recuperarse como consecuencia de una mejoría en el entorno económico mundial, y de la evolución del tipo de cambio con el dólar, que incluso podría depreciarse por debajo de los 0,90 dólares. Por otro lado, la inversión se verá apoyada, tanto por la recuperación de la demanda de exportaciones, como por unos tipos reales de financiación muy favorables.

El gasto de las familias se moderará en 2002. Al "efecto euro" se añadirá el deterioro de la capacidad generadora de empleo. La tasa de desempleo, que se sitúa en el 8,3% de la población activa, podría aumentar en 2002 y situarse en un 8,7% en promedio.

Política fiscal: ¿peligra el Pacto de Estabilidad?

A este contexto de desaceleración de la actividad se añade el escaso margen en las políticas, tanto monetaria como fiscal, de que dispone la UEM.

Respecto a la política monetaria, la combinación de unos tipos de interés reales bajos y de una divisa depreciada, hace que las condiciones monetarias estén históricamente relajadas. Además, pese al descenso mostrado por la inflación en la segunda mitad de este año y que las previsiones para 2002 se sitúan por debajo del techo del 2% (1,8% promedio), la inflación subyacente seguirá mostrando una inercia importante y no bajará del 2% en el próximo año, lo que reduce el margen de descensos adicionales de tipos en los próximos meses. Probablemente éstos no bajarán del 3%.

Respecto a la política fiscal, el escaso esfuerzo presupuestario realizado por los países miembros desde 1999 y el deterioro de la situación económica actual, limita el margen de política en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Así, en la zona euro se espera un deterioro del saldo presupuestario en 2001 y 2002.

Cuadro 3.2. Alemania: cuadro macroeconómico y previsiones

Variación interanual	1999	2000	2001	2002
Consumo Privado	3,0	1,6	1,4	1,1
Consumo Público	1,6	1,2	1,5	1,4
Formación B.C.F.	3,7	2,9	-4,2	-1,8
B. Equipo	7,5	9,7	-1,6	-1,4
Construcción	1,1	-2,1	-6,3	-2,2
Var.Existencias (*)	-0,4	0,3	-0,3	0,0
Dd. Nacional (*)	2,4	2,1	-0,2	0,5
Exportaciones	5,2	13,9	4,2	0,8
Importaciones	8,1	10,6	1,7	-0,9
Saldo Exterior (*)	-0,7	1,1	0,9	0,6
PIB a p.m.	1,7	3,2	0,7	1,1
Inflación	0,6	1,9	2,5	1,5

(*) Aportación al crecimiento del PIB
Fuente: Bundesbank y BBVA

Cuadro 3.3. Francia: cuadro macroeconómico y previsiones

Variación interanual	1999	2000	2001	2002
Consumo Privado	3,1	2,8	2,7	1,5
Consumo Público	2,0	2,3	2,3	1,9
Formación B.C.F.	6,2	6,2	2,2	0,3
Var. Existencias (*)	-0,4	0,3	-0,6	0,0
Dd. Nacional (*)	3,0	3,6	1,8	1,3
Exportaciones	3,9	13,4	2,0	0,8
Importaciones	4,2	15,2	1,0	-0,1
Saldo Exterior(*)	0,0	-0,1	0,3	0,3
PIB p.m.	3,0	3,5	2,1	1,6
Inflación	0,5	1,7	1,7	1,2

(*) Aportación al crecimiento del PIB.
Fuente: INSEE y BBVA

Desde que se firmó el PEC en junio de 1997 hasta la segunda mitad de 2000, Europa ha gozado de una etapa de crecimiento sostenido que ha permitido una reducción generalizada de los déficit públicos en todos los países miembros. Ahora bien, el déficit estructural se situó aun en el 1,3% del PIB en 2000 según la Comisión Europea. Además, la ausencia de las necesarias reformas estructurales sobre el gasto y los recortes impositivos realizados tras la favorable coyuntura económica de 2000, implican un aumento del déficit en 2001. Todo esto hace que los objetivos presupuestarios de los países europeos estén en peligro tanto este año como el próximo. Este riesgo aumenta si se adoptan medidas discrecionales para hacer frente a la desaceleración actual. Sólo algunos países como Francia han presentado un paquete de medidas para reactivar la economía (el "Plan Fabius"), de magnitud muy limitada.

El caso alemán es, tal vez, el más preocupante. Ya en el primer semestre de este año, su déficit se situaba alrededor de los 23,9 miles de millones de euros (1,3% del PIB), casi sobre el objetivo para todo el año (1,5%). Además, tanto las expectativas de crecimiento para el año próximo (1,1% promedio), que implican menos ingresos de los estimados previamente, como el importante deterioro del desempleo (se estima que cada 100 mil desempleados implican más de mil millones de euros en subsidios para el Estado), sitúan las perspectivas de déficit presupuestario para el próximo año en torno a un 2,5% del PIB, muy cerca del límite del 3% que establece el PEC. Una revisión del PEC no debe ser una opción en estas circunstancias, ya que supone una notable pérdida de credibilidad.

Fuertes resistencias en la inflación subyacente

Todo parece indicar que los peores momentos para la inflación de la UEM se registraron en el primer semestre de 2001 al alcanzar el máximo del 3,4% en mayo. Desde entonces los precios se han desacelerado y la tasa de infla-

UEM: ¿convergencia de precios o de tasas de inflación?

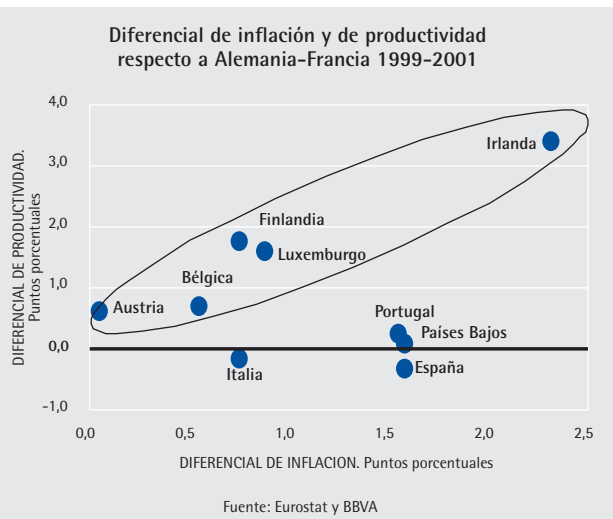
Las tasas de inflación en los distintos países de la Unión Europea han ido descendiendo a lo largo de la década de los 90 hasta una práctica convergencia a lo largo de 1998, cuando se determinaron los países integrantes de la Unión Económica y Monetaria. A partir de ese momento, se produjo un aumento en las divergencias en las tasas de inflación de los Estados miembros. En un marco donde el Banco Central Europeo instrumenta una política monetaria a través de un único tipo de interés nominal para toda la UEM, la persistencia en los diferenciales de inflación entre países puede causar problemas. Así, los países con mayores tasas de inflación tendrían una política monetaria más expansiva con mayores niveles de demanda agregada. El resultado sería que la política monetaria tendería potencialmente a ser procíclica. Por ello, resulta de notable interés determinar las causas de las divergencias de inflación y analizar si éstas van a reducirse en el tiempo.

Una de las posibles causas de este aumento en la dispersión puede ser la convergencia en el nivel de precios o "catching-up". Si en el momento de la construcción de la UEM los niveles de precios son diferentes entre los Estados participantes, la convergencia a un nivel de precios similar implica mayor inflación en los países con precios inicialmente más bajos. Sin embargo, un estudio de Cecchetti *et al.* (2000)¹ sobre las divergencias de PPA entre las principales ciudades de EE.UU. señala que, las divergencias de precios son bastante amplias y sorprendentemente persistentes en el tiempo, con una vida media de 9 años. Las causas principales de la existencia de estas divergencias entre ciudades son los costes de transporte, la no linealidad de ajuste ante la magnitud de los shocks, y la presencia de los sectores no comerciables.

La convergencia en precios en la UEM podría estar produciéndose tanto en los sectores de comerciables, a través de la integración de mercados, la liberalización total del comercio inter-países, la progresiva eliminación de barreras y la propia creación de la moneda única, como en los no comerciables si se tiene en cuenta la hipótesis de Balassa-Samuelson (1964) sobre la convergencia en productividad y niveles de vida entre los países integrantes. Si la convergencia de precios se estuviera desarrollando principalmente en el sector de los comerciables, las actuales divergencias de inflación en el área euro podrían ser transitorias y ser parte de un rápido periodo de transición hacia un nivel similar de precios en estos productos. Pero si la convergencia en precios se realiza a través del proceso gradual de convergencia en productividad y niveles de vida, los diferenciales de inflación podrían ser bastante persistentes y duraderos. En los casi tres años que lleva funcionando la UEM, hay un grupo de países que han mantenido un diferencial de inflación pero también un diferencial de productividad respecto a Alemania y Francia (véase gráfico), donde el caso más llamativo es Irlanda. Pero a su vez, también hay un grupo de países que presenta un importante diferencial de inflación pero sin avances en la productividad, lo que probablemente implique diferenciales de inflación más persistentes y duraderos que en el primer grupo.

Por tanto, una parte importante de las recientes divergencias registradas entre las tasas de inflación de los países de la UEM podrían ser debidas en parte a una intensificación en el proceso de convergencia en el nivel de precios, al menos en el sector de los comerciables, tal como apunta Rogers (2001)². Un proceso que no estaría concluido, ya que los estudios de la Comisión Europea (Internal Market Scoreboard, de mayo de 2001) muestran que las diferencias de precios entre los países miembros son todavía muy relevantes y, por ejemplo, en el caso de productos de electrónica, son el triple que las encontradas dentro de un mismo país. Por lo que la disminución de estos diferenciales de precios implicarían un importante aumento del bienestar para los consumidores de la UEM. Las principales causas para el mantenimiento de estas divergencias, según la Comisión Europea, se encuentran en: i) los costes de transporte, ii), la importancia de las marcas de producto dentro de cada país, iii) los diferentes gustos y preferencias de los consumidores, en definitiva las distintas culturas que integran la UEM, iv) la singularidad de algunos mercados, y v) las existentes restricciones al movimiento de bienes y servicios, impuestas por las mismas compañías (las campañas de marketing y comunicación suelen diferenciar por países, las barreras y restricciones a la distribución, etc.) y los gobiernos nacionales (legislaciones restrictivas, licencias onerosas, etc).

La culminación de la UEM con la puesta en circulación del euro a partir del 1 de enero de 2002, permitirá dar un paso más hacia la integración del mercado único al hacer transparente la comparación de precios entre los distintos países miembros. Este proceso incentivará la convergencia en el nivel de precios, sobre todo en el sector de los comerciables, por lo que a medio plazo es previsible la existencia y mantenimiento de diferenciales positivos de inflación en la UEM.



¹ Véase Cecchetti, S.G., Mark N.C., y Sonora, R.J. (2000) "Price level convergence among US cities: Lessons for the ECB" NBER wp 7681.

² Véase Rogers, J.H. (2001) "Price level convergence, relative prices, and inflation in Europe" IFDP-699.

Precio de productos electrónicos en la UE

		País	Índice(*)	País	Índice
Cámara de video	(Panasonic)	Austria	86	Francia	116
Reproductor CD portátil	(Phillips)	Alemania	79	España	123
TV Color 14"	(Sony)	Portugal	79	Suecia	120
TV Color 29"	(Sony)	Portugal	82	Dinamarca	122
Digital Versatile Disc	(Sony)	Alemania	84	España	111
Reproductor de video	(Panasonic)	Italia	89	Francia	115
Reproductor de video	(Sony)	Alemania	81	Dinamarca	126
Reproductor CD	(Sony)	Italia	88	Austria	112

(*) Índice 100=media UE

Fuente: Internal Market Scoreboard, mayo 2001 (CE)

Reino Unido

Fortaleza relativa en un entorno de desaceleración mundial

Entre los diferentes países de la OCDE, la economía británica es una de las que, de momento, menos ha reflejado los efectos de la desaceleación mundial. En lo que ha transcurrido de año, el PIB ha crecido a un promedio superior al 2%, manteniendo un ritmo de actividad elevado, tras crecer un 2,9% de media en 2000. En el tercer trimestre, el PIB del Reino Unido creció un 0,5% en tasa trimestral, con lo que el crecimiento interanual, pese a moderarse, se situó en el 2,1%.

El consumo privado sigue manteniendo un fuerte dinamismo, como reflejan los datos de ventas al por menor y el mantenimiento de la confianza de los consumidores en niveles relativamente elevados. Las condiciones del mercado laboral continúan favorables, pero aparecen las primeras señales de moderación. La tasa de desempleo, aunque permanece en niveles mínimos, ascendió una décima en octubre, hasta el 3,2%¹, a la vez que el número de desempleados aumentó por primera vez este año. Las previsiones apuntan a que la tasa de desempleo, tras situarse en media este año alrededor del 3,2%, ascenderá medio punto en 2002. La inversión, por su parte, descendió en el tercer trimestre un 3,9% en términos trimestrales, afectada por el continuo deterioro de las expectativas y del entorno internacional. Su crecimiento interanual se situó así en el mínimo desde 1993. En conjunto, la demanda interna moderará este año su aportación al crecimiento del PIB en más de medio punto, tendencia que, pese a la recuperación de la actividad inversora en la segunda mitad de 2002, se mantendrá a lo largo del próximo año. El consumo privado crecerá

este año a un promedio del 4%. Para 2002 se prevé una moderación de alrededor de un punto.

El sector exterior, sin embargo, seguirá drenando décimas al crecimiento del PIB. A pesar de la moderación de las importaciones, la caída de la demanda mundial, junto con el mantenimiento del tipo de cambio en niveles elevados, ha perjudicado a las exportaciones, lo que ha mantenido el déficit comercial en niveles similares a los de 2000. La recuperación de los intercambios internacionales durante el próximo año permitirá reducir ligeramente el déficit comercial. Con todo, el ritmo de actividad mostrará una moderación limitada durante este año. Tras crecer un 2,9% en 2001, la moderación de la demanda interna y externa permitirá que el crecimiento del PIB descienda hasta el 2,2% de media este año. Para 2002, el crecimiento promedio del año será dos décimas inferior al de 2001.

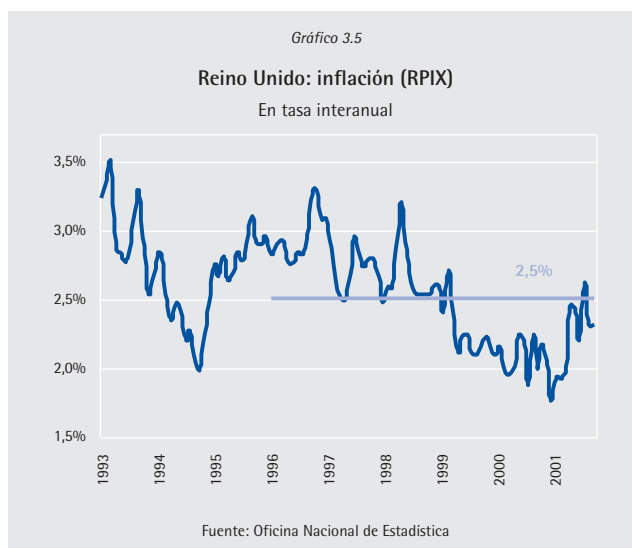
Por otro lado, las finanzas públicas se mantienen en superávit, pese a las últimas medidas llevadas a cabo que comportan un ligero deterioro de la situación presupuestaria. Tras un superávit previsto del 1,2% para este año, la moderación de los ingresos dada la ralentización de la actividad económica y el aumento del gasto público (sanidad) comportarán que éste se reduzca hasta el 0,4% del PIB el próximo año.

Los precios, por su parte, evolucionan favorablemente. La inflación de referencia, medida sin los tipos de interés hipotecarios, tras mantenerse a principios de año por debajo del 2%, se situó en octubre en el 2,3%. No obstante, pese a la existencia de posibles tensiones derivadas del mercado laboral, la inflación se mantiene alejada del objetivo del 2,5% del Banco de Inglaterra. Tras un promedio del 2,2% en 2001, a finales de 2002 ésta se irá aproximando al objetivo del 2,5% pero sin llegar a alcanzarlo.

¹ Según los estándares internacionales, la tasa de desempleo estaría en el 5,1%.

Variación interanual	1999	2000	2001	2002
Consumo Privado	4,2	4,0	4,1	3,1
Consumo Público	2,8	1,6	2,2	3,2
Formación B.C.F.	0,9	4,9	0,2	-1,1
Var. Existencias (*)	0,1	-0,3	-0,3	0,0
Dd. Nacional (*)	3,5	3,6	2,9	2,5
Exportaciones	5,4	10,2	0,4	3,1
Importaciones	8,9	10,7	2,0	4,1
Saldo Exterior (*)	-1,4	-0,7	-0,7	-0,5
PIB a p.m.	2,1	2,9	2,2	2,0
Inflación	2,3	2,1	2,2	2,3

(*) Aportación al crecimiento del PIB.
Fuente: Oficina de Estadística Nacional y BBVA



4. ASIA

4.1. Japón

Mayor deterioro con escaso avance de las reformas

Las perspectivas menos favorables que apuntaba la economía japonesa en los primeros meses del año se han confirmado con los datos de crecimiento del segundo trimestre, una tasa interanual negativa del 0,7% en la que han pesado los fuertes retrocesos en las inversiones residencial y pública –en el entorno del 10%– y la rápida desaceleración en el sector exterior desde mediados del pasado año. Los sucesos del 11 de septiembre en EE.UU. suponen un deterioro adicional que se refleja ya en los primeros indicadores disponibles del cuarto trimestre.

La debilidad de la demanda externa paralizó la inversión fija empresarial y determinó un fuerte ajuste de la producción así como un deterioro del nivel de beneficios empresariales, especialmente, en el sector manufacturero. La débil coyuntura empresarial ha ensombrecido las perspectivas del mercado laboral y de la renta familiar. La tasa de paro alcanzó un nuevo máximo histórico, y la renta familiar y disponible disminuyeron un 2,3% y un 1,6%, respectivamente durante el segundo trimestre, lo que se ha traducido en una caída del gasto familiar. Esto explica la desaceleración del consumo privado desde casi un 1% en 2000 hasta un 0,2% en el primer semestre de 2001.

En el sector exterior, las exportaciones en volumen han disminuido en torno a un 13% y las importaciones un 5% en el tercer trimestre. Los precios de importación han continuado reduciéndose por la debilidad de las "commodities" en los mercados internacionales, en tanto que los precios mayoristas interiores han reflejado tanto dicho efecto como el de base de comparación del precio de los crudos y la debilidad de la demanda interna. Menor demanda interna y caída del precio de los inputs que han deprimido más los precios de consumo: la deflación media del tercer trimestre se elevó al 0,8%, casi el doble que en los tres primeros meses del año.

Cuadro 4.1. Japón: cuadro macroeconómico y previsiones

Variación interanual	1999	2000	2001	2002
Consumo Privado	1,2	0,5	0,0	-0,3
Consumo Público	4,0	3,6	2,3	2,5
Formación B.C.F.	-0,7	0,6	-1,4	-1,7
B. Equipo	-4,2	4,4	2,6	-1,7
Construcción	1,0	1,7	-6,7	-5,1
Dd. Nacional (*)	0,9	1,1	0,1	-0,2
Exportaciones	1,4	12,1	-3,8	-3,0
Importaciones	3,1	9,9	3,5	2,8
Saldo Exterior (*)	-0,1	0,4	-0,7	-0,6
PIB a p.m.	0,8	1,5	-0,7	-0,8
Inflación	-0,3	-0,7	-0,8	-0,7

(*) Aportación al crecimiento del PIB.
Fuente: ESRI y BBVA

Las reformas pendientes, como el saneamiento del sistema financiero, una nueva orientación para las políticas de ingresos y gastos en el sector público y un nuevo impulso a las privatizaciones y a la competencia interior, han tenido escasos avances. De una parte, por el temor a que dichas reformas pongan en peligro la viabilidad de muchas empresas y aumente el desempleo. De otra, por el escaso margen de maniobra para la intervención desde el sector público. Un reciente documento del Ministerio de Hacienda prevé una ratio de deuda pública bruta sobre PIB del 140,8% en el año fiscal actual, 5,5 puntos más que el año precedente, en tanto que el déficit fiscal sobre PIB se reduciría, de forma voluntarista, desde el 9,4% de 2000 a un 6,4% en el año fiscal 2001, respetando el límite establecido de emisión de deuda de 28.318 millones de yenes, casi un 20% menos que el año anterior.

La relativa fortaleza del yen durante la mayor parte del año actual ha erosionado la competitividad de las exportaciones. La depreciación del yen sigue siendo una salida a corto plazo, ya que permitiría impulsar las exportaciones y generar inflación. Pero resulta difícil de llevar a cabo.

En este contexto, es previsible un crecimiento negativo para el conjunto del año actual (-0,7%), por la debilidad del consumo privado, las limitaciones del consumo público y el retroceso de la inversión y de las exportaciones. El crecimiento del próximo año será ligeramente más negativo (-0,8%) en promedio anual, aunque con un perfil de suave recuperación trimestral a lo largo del año.

4.2. China

La única economía de gran tamaño que mantiene una tasa elevada de crecimiento

La evolución relativamente autónoma de los principales componentes de la demanda interna ha permitido a China mantener la mayor tasa de crecimiento entre las economías con mayor peso del mundo. Los aumentos salariales en el ámbito urbano y en el sector público, unidos al bajo nivel actual de los tipos de interés, soportan el mayor consumo privado y público. En cuanto a la inversión, los importantes programas impulsados desde el sector público se unen al mantenimiento de los flujos de inversión directa extranjera. Con una inflación baja –un 1% en el promedio de los primeros diez meses–, una trayectoria de estabilidad de la divisa incluso en los periodos de crisis en la zona, un saldo exterior equilibrado y unas reservas que crecen rápidamente frente a la estabilidad de la deuda externa, China aparece como una alternativa para los inversores exteriores, en un contexto internacional poco favorable.

Tras el 9% en 2000, la tasa media de crecimiento del PIB en 2001 se situará en torno al 8%, cifra que refleja los efectos contrapuestos del menor aumento de las exportaciones y la

relativa fortaleza del consumo privado, a pesar de los procesos de reestructuración de empresas públicas y del ajuste del empleo en las grandes áreas exportadoras. El próximo año el crecimiento medio se situará en torno al 7%, aunque con un perfil creciente que se apoyará en la competitividad y en una recuperación gradual del comercio internacional. El consumo privado se beneficiará del tono expansivo de las políticas monetaria y fiscal. La inflación media de 2001 se reducirá hasta el 0,8%, la mitad del año precedente, tasa media que se mantendrá en 2002.

4.3. Resto de Asia

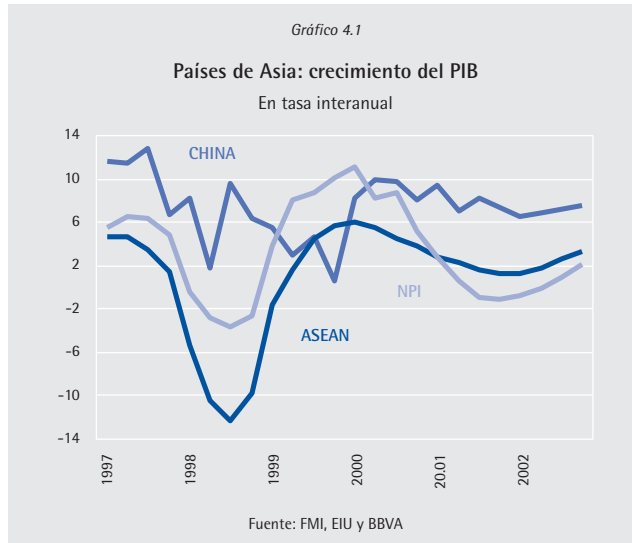
Rápida traslación de la desaceleración mundial a los nuevos países industrializados

Los nuevos países industrializados (NPI) de Asia han experimentado una rápida desaceleración en el crecimiento, paralela, aunque más acusada que la de EE.UU. La tasa media ponderada de aumento del PIB se redujo desde un máximo cíclico superior al 11% al comienzo de 2000 a una tasa negativa del orden del 1% en el tercer trimestre del año actual.

Al igual que en el caso de Japón, la fuerte desaceleración en las exportaciones, principalmente en las destinadas a EE.UU., fue el detonante del cambio coyuntural. La economía norteamericana supone una cuarta parte del comercio total de los países de Asia, cuota que se eleva hasta el 30% en Hong Kong y Filipinas. La desaceleración de las economías europeas –con un peso del 15% de los envíos asiáticos al exterior– y la reciente debilidad en Japón, determinan un perfil pesimista para las exportaciones desde esta área, especialmente importante en los sectores de manufacturas vinculadas a las nuevas tecnologías. En los NPI las exportaciones pasaron de crecer más de un 13% a mediados del pasado año a registrar una tasa negativa superior al 10% el pasado octubre.

El ajuste de la producción está afectando a la confianza de los consumidores y al consumo privado, a pesar de que los ajustes de empleo son todavía moderados. Las caídas del PIB del 5,6% en Singapur y del 4,2% en Taiwan en el tercer trimestre, y los crecimientos casi nulos en Hong Kong y Malasia impulsan el efecto precaución en los consumidores y ponen de manifiesto la rapidez del ajuste de las economías. El conjunto del área se enfrenta a un ajuste severo, aunque de menor dimensión que el de 1997-98, a excepción de algunas economías como Taiwan y Singapur que están experimentando una mayor desaceleración que entonces.

A partir de una posición más sólida que antes de la crisis de 1997 –equilibrio exterior, inflación moderada, relativo ajuste en el sector público y menor dependencia de la inversión directa extranjera, con flujos netos casi nulos en el año actual–, los tipos de cambio de los países de la zona se han depreciado significativamente. La depreciación media durante los primeros diez meses de 2001 alcanzó un máxi-



mo superior al 18% en Indonesia, con ajustes de más del 10% en Corea, Filipinas y Tailandia y del 7% en Taiwan.

Durante la segunda mitad de 2001 se espera una caída interanual del PIB superior a un punto en los NPI, lo que situaría el promedio del año en una tasa positiva muy reducida (+0,3%), ocho puntos por debajo del año anterior. Singapur y Taiwan registrarán crecimientos negativos del orden del 2%, Hong Kong una tasa casi nula y Corea un porcentaje positivo moderado, muy inferior al de los dos años precedentes. En 2002 se espera un crecimiento medio anual del 0,6%, apenas superior al 2001, aunque con una recuperación en el segundo semestre que permitirá cerrar el próximo año en el entorno del 2%.

En los cuatro países de ASEAN la desaceleración será menos pronunciada que en los NPI en el año actual, por el relativo menor peso de las nuevas tecnología y más elevado de los productos agrarios y energéticos. El crecimiento alcanzará un mínimo inferior al 1,5% en el trimestre final de 2001 y en el primero de 2002, lo que situará la tasa media del año actual en el 2%, tres puntos por debajo del año anterior. La tasa media de aumento del PIB del 2002 (+2,3%) apenas superará a la de 2001, aunque en los meses finales del año podría repuntar por encima del 3%.

Cuadro 4.2. Previsiones de PIB e IPC para los países asiáticos

	PIB				IPC			
	1999	2000	2001	2002	1999	2000	2001	2002
NPI	7,7	8,3	0,3	0,6	0,1	1,0	2,0	1,4
ASEAN	2,5	5,0	2,0	2,3	15,0	2,7	6,6	5,7
China	7,1	9,0	8,0	7,0	-0,7	1,6	0,8	0,8
TOTAL*	4,0	8,1	5,4	4,9	2,7	1,7	2,2	1,9

* Agregación de los países NPI, ASEAN y China.- Fuentes: ADO, FMI, EIU y BBVA.

Nuevos países industrializados: Corea, Taiwan, Hong Kong y Singapur
Países ASEAN: Malasia, Tailandia, Indonesia y Filipinas

5. América Latina

2002: un crecimiento de menos a más y superior en media al de 2001

El crecimiento de EE.UU. y de la UEM y los tipos de interés a largo plazo estadounidenses son algunas de las variables que afectan al crecimiento de América Latina, ya que impactan sobre los intercambios comerciales de la región y su coste de financiación, respectivamente. La combinación de las previsiones para 2002 de estas tres variables resulta negativa para la región. Esto se debe a que dichas previsiones incorporan un bajo crecimiento de EE.UU. y la UEM, acompañado de unas tasas a largo plazo norteamericanas que repuntarán a lo largo del próximo año, lo cual encarece el coste de financiación de Latinoamérica.

Sin embargo, el comportamiento de otros factores relevantes para el crecimiento de la región, que está muy relacionado con el perfil de recuperación de la actividad mundial a partir de mediados de 2002, impedirá que este peor entorno externo provoque una desaceleración de América Latina respecto a 2001.

Por un lado, los precios de las materias primas permanecerán deprimidos en la primera mitad de 2002, pero tenderán a recuperarse a partir de entonces. Cabe destacar que los metales básicos experimentarán un importante repunte a partir de la segunda mitad del año entrante. El precio del petróleo, después de continuar deteriorándose durante el primer semestre, aumentará moderadamente obedeciendo tanto a factores de oferta como de demanda.

Por otro, el actual escenario de recuperación mundial a mediados del año próximo será positivo para el spread regional o, lo que es lo mismo, para el coste de financiación de la región. La razón es que, a medida que se aprecien

síntomas de recuperación de la actividad mundial, la aversión al riesgo de los inversores internacionales se reducirá paulatinamente.

En suma, para 2002 cabe esperar un crecimiento regional alrededor del 1,5%, comportamiento más positivo que en 2001 como media. Además, el perfil de actividad será creciente en paralelo con el perfil de recuperación esperado en la economía mundial.

Perspectiva por países

Los países de la región con más riesgo en 2002 son Argentina, Brasil, y Venezuela. Las razones hay que buscarlas en factores propios de cada uno de estos países. En Argentina continuarán los problemas asociados a la falta de competitividad y a la sostenibilidad de la deuda. Brasil, al ser tan sensible a la falta de capitales internacionales, puede atravesar dificultades para satisfacer sus necesidades de financiación, a pesar del menor grado de aversión al riesgo previsto. Además, se celebrarán elecciones en octubre de 2002. Por su parte, Venezuela sufrirá las consecuencias del deprimido precio del crudo, de la sobreapreciación de su tipo de cambio y de la situación política.

Los países con mejores perspectivas para 2002 dentro de la región son Chile, México y Perú. Chile experimentará un crecimiento moderado y estable alrededor del 3%, sin desequilibrios macroeconómicos. El crecimiento en México, en paralelo con EE.UU., irá de menos a más. Además, se consolidará el proceso de convergencia nominal con EE.UU. (la inflación se situará en torno al 4,5% en 2002). En Perú, la economía despegará como consecuencia del fin de la incertidumbre política, el mantenimiento de la estabilidad financiera, y el choque positivo de oferta generado por la mayor explotación de Antamina (mina de cobre y zinc que aportará al crecimiento del PIB más de un punto porcentual).

Gráfico 5.1

Spread Argentina-Brasil y Dow Jones

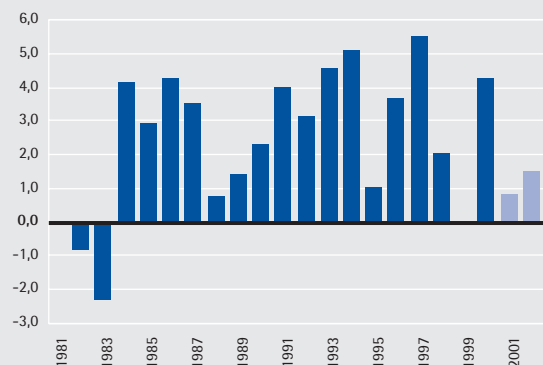


Fuente: Bloomberg

Gráfico 5.2

América Latina: PIB regional

En tasa interanual



Fuente: FMI y BBVA

6. Mercados

Tipos de Interés

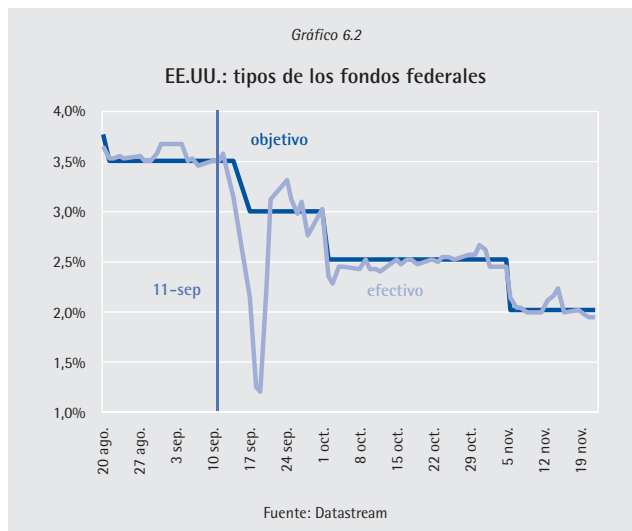
Más liquidez después del ataque

Durante 2001, la Reserva Federal de EE.UU. ha venido relajando su política de forma agresiva a medida que iba tomando conciencia de la magnitud de la ralentización de la economía estadounidense, mucho mayor de lo que se esperaba a principios de año. Los mercados han ido actualizando sus previsiones de tipos de interés en paralelo pero siempre manteniendo unas perspectivas de recuperación importante de la actividad en un futuro relativamente inmediato, como reflejan los tipos de interés a corto descontados por el mercado, que se han mantenido más altos a finales de 2002 que a finales de 2001.

A todo lo anterior se añaden las respuestas de la Reserva Federal tras los atentados terroristas del 11 de septiembre, donde además de nuevas reducciones de tipos se proporcionó al mercado una liquidez sin precedentes (en conjunción con otros bancos centrales). Como consecuencia, el tipo efectivo de los fondos federales cayó durante los días posteriores a los atentados por debajo del objetivo.

Resultado de los factores anteriores (desaceleración económica mayor de lo esperado y ataques terroristas), el tipo de los fondos federales en EE.UU. se sitúa en el mínimo de los últimos cuarenta años y en términos reales está muy cercano a cero. En el corto plazo, podríamos asistir a alguna bajada más de tipos, pero de pequeña magnitud. El margen de la política monetaria es pequeño y el estímulo monetario aplicado desde principios de año es muy importante (véase recuadro "La transmisión de la política monetaria en EE.UU. y en la UEM").

El comportamiento de la Fed en 2002 dependerá de cómo evolucione la economía en los próximos meses. El escenario más probable es que la economía estadounidense se



recupere hasta alcanzar un crecimiento cercano al potencial en la segunda mitad del año. En ese contexto, la Reserva Federal comenzará a realizar subidas de tipos en la segunda mitad de 2002. En un escenario de riesgo de severa reducción del consumo privado y de prolongación del ajuste de la inversión en 2002, estas subidas de tipos en la segunda mitad de 2002 no se producirían.

El BCE da un giro

El 17 de septiembre, por primera vez en su corta historia, el BCE realizó una bajada fuera de sus reuniones programadas. Pero posteriormente dejó claro que se trató de un movimiento totalmente extraordinario ligado al aumento de incertidumbre, que su objetivo era la estabilidad de precios y que de acuerdo con ello actuará, a pesar de las críticas y presiones recibidas desde todos los frentes.

Las presiones proceden de algunos gobiernos de países de la UEM que desean una política monetaria más laxa para enfrentarse a la ralentización de la actividad económica en la UEM. No se debe arriesgar la credibilidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y, por ello, por el lado de la política fiscal sólo se va a permitir el funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Pero el margen de política monetaria es limitado, con unas condiciones que se encuentran muy relajadas. Otra fuente de presiones proviene del mercado, muy decepcionado ante la parsimonia del BCE, especialmente cuando se compara con el comportamiento de la Fed.

El BCE dio de nuevo un giro en noviembre al reducir 50 pb sus tipos de referencia. Sobre su decisión pesó más de nuevo la necesidad de mitigar la incertidumbre internacional que su función de pérdida, en la que pondera principalmente el objetivo inflación. En esta situación, con tipos en el 3,25% y con un objetivo de inflación en el 2%, la evolución de la tasa de inflación subyacente es una razón para ser precavido a la hora de bajar adicionalmente los tipos de interés. Además, la tasa de inflación, aunque bajará en

los próximos meses, no se alejará mucho del 2%. Sólo es posible una nueva reducción de tipos oficiales en 25 pb a corto plazo. Los tipos se situarían, así, en el 3%. La inercia del BCE y el crecimiento esperado en la UEM en 2002 hacen prever que los tipos se mantengan en ese nivel durante todo el próximo año.

El Banco de Inglaterra, el más "agresivo" en términos relativos

Aunque la magnitud de las reducciones por parte del Banco de Inglaterra (BoE) durante 2001 (200 pb) puede parecer pequeña si se compara con la Fed, hay que tener en cuenta que la economía británica es la que parece que mejor se está comportando en el entorno de desaceleración económica generalizada, especialmente por la demanda interna que continúa sorprendiendo al alza. Otro tanto ocurrirá en 2002. Aunque en el escenario de recuperación mundial de 2002, el BoE subirá los tipos en menor cuantía que la Reserva Federal, cabe recordar que en el proceso de bajada, los tipos de EE.UU. se han alejado más de sus niveles neutrales que los de Reino Unido.

De nuevo el debate sobre el "inflation targeting" en Japón

En Japón se está debatiendo si el Banco de Japón (BoJ) debe adoptar un objetivo de inflación. Se coincide en que el país se encuentra bajo una trampa de la liquidez. En ese contexto, la teoría económica señala que la política monetaria deja de ser efectiva y que la política fiscal es el único instrumento que permite escapar de la deflación. Pero la política fiscal en Japón tiene un margen de maniobra reducido dado el tamaño de la deuda pública y el compromiso del gobierno de Koizumi de limitar nuevas emisiones. Además, no hay que olvidarse de las dificultades para estimular la demanda privada asociadas a la equivalencia ricardiana.

El Gobierno está presionando al BoJ para que adopte un objetivo de inflación positivo y tome todas las medidas necesarias para alcanzarlo. Sin embargo, los canales de transmisión de la política monetaria no funcionan. Con tipos cero a corto plazo y muy bajos en el resto de plazos, el canal del tipo de interés se puede descartar. Al igual que el canal del crédito, puesto que a pesar de todas las medidas de relajación de la política monetaria adoptadas desde marzo, no han aumentado los créditos concedidos por el sistema bancario, que atraviesa por problemas importantes. ¿Qué opciones quedan? La más inmediata es la depreciación del tipo de cambio (Svensson, 2001)¹, pero la cuantía necesaria para cambiar las expectativas de inflación de los agentes en una economía relativamente cerrada como es la japonesa no parece fácilmente aceptable por el resto de países. En segundo lugar, resta la posibilidad más heterodoxa de llevar a cabo compras masivas de

deuda pública. O lo que es lo mismo: monetizar el déficit. A esto se opone el BoJ porque supone perder su independencia y porque considera que se debe acompañar de otras medidas de política económica para ser efectivo. En definidas cuentas, el BoJ podría ofrecer una política monetaria algo más laxa pero a cambio de que se acometan reformas estructurales en el largo plazo.

Tipos a largo, un viaje de ida y vuelta

Tras los ataques terroristas en EE.UU., se produjeron los efectos esperados de reducción de las rentabilidades de los bonos a largo de deuda pública, ampliación de spreads de crédito (bonos corporativos y de países emergentes) y aumento de las pendientes tras las bajadas de tipos oficiales por parte de los bancos centrales. La conjunción de varios factores, como las peores perspectivas de crecimiento, perspectiva de menor inflación, unos tipos cortos más bajos y la supresión de las emisiones de bonos a 30 años, provocaron una reducción de las rentabilidades a largo plazo hasta niveles de 1998. La fuerte subida registrada en la segunda mitad de noviembre, la más intensa en tan corto espacio de tiempo de los últimos 25 años, parece el resultado de una sobre-reacción del mercado a un cambio de expectativas respecto a EE.UU., que para sostenerse debe verse corroborado por los datos. Probablemente a corto plazo los mercados se mantendrán muy volátiles.

Se espera, sin embargo, que a medio plazo, cuando se aprecie efectivamente la mejora en las economías, los tipos largos suban de nuevo de forma sostenida. La cuantía vendrá determinada por la percepción que tengan los mercados sobre el deterioro en la posición estructural de las cuentas públicas. Tipos por encima del 5% son previsibles para finales de 2002. En la UEM, sin aumentos discrecionales del déficit público, cabe esperar también repuntes limitados en los tipos a largo. Este repunte será de mayor cuantía en EE.UU. que en la UEM porque la recuperación económica será más fuerte. Por ello, el diferencial de rentabilidades será positivo a favor de EE.UU.

Gráfico 6.3

EE.UU.: tipos de interés a 10 años nominales



Fuente: Datastream

¹ Véase Svensson, L. (2001), "The Zero Bound in an Open Economy: a Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap", *Monetary and Economic Studies*, 19, pp. 277-312.

Tipos de cambio

Vuelta a volatilidades bajas

En las últimas semanas, las divisas han vuelto a una situación similar a la observada antes del verano. El dólar vuelve a estar, en términos efectivos, cerca de máximos, y la constatación de que la desaceleración económica es un fenómeno global, esto es, que no afecta sólo a EE.UU., ha truncado un tímido repunte del euro. Por otra parte, la volatilidad en los mercados de cambios, que se disparó tras los atentados terroristas en EE.UU., ha vuelto a los niveles previos al ataque. La presión al alza sobre monedas de países con superávit corriente, como Suiza y Japón, se ha reducido, en línea con la moderación de la aversión al riesgo y con la ayuda, más o menos reconocida, de la intervención en los mercados de divisas. El deterioro de la situación económica en Japón ha contribuido a reducir la presión apreciadora sobre el yen.

A medio plazo, se esperan pocos cambios en las cotizaciones de las principales monedas. Sobre el euro seguirá pasando la ausencia en la UEM de un choque de productividad similar al experimentado por EE.UU. No parece que la introducción física de monedas y billetes en euros sea un factor suficiente para contrarrestar este efecto. En Japón las reformas estructurales avanzan muy lentamente.

El euro defrauda una vez más

El euro se ha revelado, una vez más, incapaz de aprovechar un entorno considerado como favorable para su apreciación. El impulso experimentado por la moneda europea a raíz de las dudas sobre EE.UU. ha sido menos intenso y duradero de lo que se esperaba. En términos efectivos, el euro alcanzó el máximo del año el 1 de octubre, con una apreciación sólo del 6% respecto al mínimo de junio. Todo ello a pesar del pesimismo, durante el verano, por la desaceleración más intensa de lo esperado en la economía

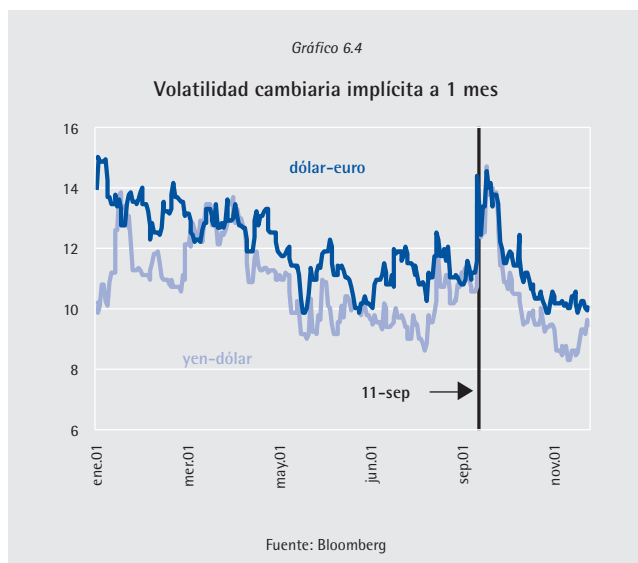
estadounidense y la incertidumbre asociada a los atentados terroristas del día 11 de septiembre. Ni siquiera la caída, por primera vez desde 1996, de las rentabilidades a largo plazo en EE.UU. por debajo de las de Alemania sirvió de revulsivo para el euro.

Varios factores, algunos estructurales y otros coyunturales, parecen explicar las dificultades para la apreciación del euro. El primero y fundamental es que, pese a que el consenso de previsiones de crecimiento para 2001 y 2002 es favorable a la UEM, se sigue confiando más en el potencial de la economía estadounidense. El adverso momento cíclico que atraviesa EE.UU. no ha llevado a dudar de la mejora estructural de la productividad estadounidense que tuvo lugar durante la segunda mitad de los 90. Las perspectivas a medio plazo, por tanto, son más positivas en EE.UU., economía mejor preparada, gracias a su flexibilidad, para afrontar una desaceleración global. En estas circunstancias, los inversores internacionales siguen mostrándose dispuestos a financiar el déficit corriente de la economía estadounidense. Además, existen otros elementos, más coyunturales, que actúan en contra del euro. De un lado, la impresión generalizada de que EE.UU. está haciendo más por la recuperación económica que la UEM. De hecho, el margen de política económica de que dispone EE.UU. (véase recuadro "Un índice de condiciones monetarias y fiscales (ICMF) para EE.UU. y la UEM") y la disposición de sus autoridades a utilizarlo contrasta con el escaso margen en la UEM y las posiciones enfrentadas de las autoridades políticas y monetaria al respecto. Por otro lado, está el impacto de la entrada en vigor en noviembre de los nuevos índices bursátiles MSCI, utilizados como referencia en las carteras de los inversores, y que han pasado a ponderar por capital circulante en lugar de por capitalización bursátil. Como consecuencia del cambio de cálculo, EE.UU. ha ganado peso en el índice frente a la UEM, lo que puede estar afectando al tipo de cambio cruzado. La significativa recuperación de los mercados bursátiles está apoyando también a la divisa estadounidense, que apenas se está viendo penalizada por la caída del precio del petróleo.

El canje físico del euro, ¿un impulso?

A corto plazo, algún pequeño revés bursátil o la aparición de datos que enfríen la actual euforia del mercado respecto a la recuperación estadounidense, pueden impulsar una ligera apreciación del euro que, sin embargo, no será duradera.

Analistas y organismos internacionales siguen confiando en la apreciación de la divisa a medio plazo. Básicamente, consideran que la moneda está muy lejos de su "nivel de equilibrio". La lentitud en la reversión al tipo de equilibrio lo explican por el leve retraso que se observa empíricamente entre un cambio cíclico y el cambio de tendencia en los tipos de cambio. No obstante, reconocen las difi-

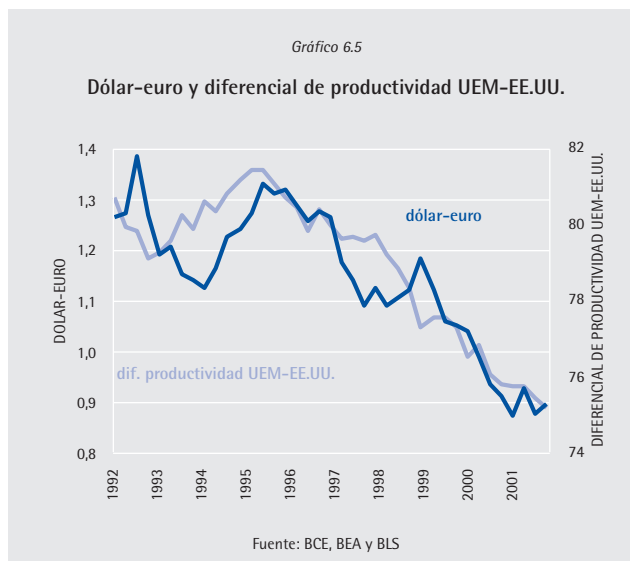


cultades para proporcionar una estimación precisa del tipo de cambio de equilibrio, así como la existencia de cierta discontinuidad tras el cambio estructural que supuso el inicio de la UEM. También existe cierto consenso respecto a que el choque estructural positivo que representa la Nueva Economía en EE.UU., y el aumento de productividad asociado, ha depreciado el tipo de cambio de equilibrio del euro frente al dólar (según nuestros cálculos, casi un 20% desde 1995).

Además de las incertidumbres en torno al posible "tipo de equilibrio", no cabe duda de que el diferencial de crecimiento está afectado a la cotización del euro. De hecho, en los tres últimos años los movimientos de apreciación frente al dólar se han producido casi exclusivamente en momentos de deterioro de perspectivas de crecimiento en EE.UU., acompañadas de una reducción de tipos largos, peores rendimientos bursátiles y reducción de flujos de capital, o dudas sobre la magnitud de los avances asociados a la Nueva Economía. En este contexto, y dada nuestras previsiones de crecimiento en EE.UU. y la UEM en 2002, probablemente el euro se mantendrá en torno a 0,90 dólares durante la primera mitad del año. En la segunda mitad podría depreciarse conforme la recuperación en EE.UU. cobre fuerza en tanto que la UEM se queda algo más rezagada.

Todo esto en 2002, el año de la culminación del proceso de Unión Monetaria Europea. Es difícil que la introducción de monedas y billetes en euros tenga un impacto muy significativo sobre la divisa. El efecto (psicológico) positivo, derivado de reforzar la tangibilidad de la divisa, será limitado. Y su contribución a la promoción del euro como moneda internacional también será marginal. Como medio de pago y unidad de cuenta, es muy difícil que el euro pueda disputar a medio plazo la primacía del dólar. Como moneda de reserva, aunque puede aumentar su presencia (China, por ejemplo, ya ha anunciado que está incrementando sus reservas en euros), se mantendrá aún bastante por detrás de la moneda estadounidense. En 1999, sólo el 12,5% de las reservas oficiales estaban en euros frente al 66,2% en dólares. Únicamente se ha observado un avance sustancial del euro en las emisiones de deuda, algo que, dado el escaso interés de los inversores por los activos denominados en la divisa europea, se ha citado como una causa de la continua depreciación del euro en los últimos años. Tampoco existe evidencia de que, con la introducción del euro físico, se vayan a revertir los cambios de monedas europeas a dólares que se han detectado en los últimos años, sobre todo en países del Este, por el temor al canje.

En un escenario de riesgo, en el que los problemas de oferta de EE.UU. fueran más importantes de lo que prevemos, y las políticas de demanda resultaran insuficientes para sostener la confianza, el dólar se depreciaría frente al euro.



En este caso, la confianza en el potencial de la economía estadounidense se habría revelado excesiva, y se reducirían los flujos de capital hacia EE.UU.

Japón: economía débil, moneda fuerte

La relativa fortaleza del yen supone un lastre para una economía que se encuentra técnicamente en recesión y que lleva tres años en deflación. La competitividad de las exportaciones japonesas se ve seriamente dañada en un entorno de desaceleración del comercio mundial y de depreciación de las monedas del resto de países asiáticos. En situaciones de incertidumbre internacional, además, tal y como pasó tras el 11 de septiembre, la moneda tiende a apreciarse, como corresponde a un país acreedor neto.

Conforme se acentúan los problemas de la economía japonesa y se reducen las alternativas de política de demanda, aumentan los rumores de una depreciación controlada del yen como la única salida para impulsar la economía e "importar" inflación. No obstante, aún contando con el consentimiento tácito de EE.UU., parece difícil que las autoridades japonesas tomen esta decisión. Recientemente han desmentido que vayan a realizar compras de deuda extranjera con el fin de depreciar la moneda. Una propuesta que, según las actas de la reunión del 11-12 de octubre, lanzó un miembro del Consejo y fue rechazada por el resto. Y no es para menos, porque si bien se han mostrado muy activistas a la hora de impedir una apreciación excesiva de la divisa (después de los sucesos de septiembre, instrumentaron intervenciones cambiarias por un volumen sin precedentes y, por primera vez, sin esterilizar), algo muy distinto es precipitar una depreciación que para tener los resultados deseados tendría que llevar al yen a unos niveles difícilmente aceptables por sus socios comerciales, y que podría tener consecuencias devastadoras en la región. Sin cambios de política, es previsible que la moneda japonesa se mantenga en el rango de 120-130 yenes por dólar durante 2002.

Un índice de condiciones monetarias y fiscales (ICMF) para EE.UU. y la UEM

En la última década los índices de condiciones monetarias (ICM) han atraído la atención como objetivo operativo o indicador de la política monetaria (experiencias en Canadá, Finlandia, Noruega, Nueva Zelanda y Suecia) o como indicador adelantado de la actividad económica. Estos índices permiten evaluar el tono de la política monetaria y aproximar el margen de actuación disponible para los bancos centrales, al menos, en comparación con su propia evolución histórica. Pero una evaluación más precisa debe incluir elementos adicionales, como las condiciones de demanda o el tono de la política fiscal. En particular, construir un índice que incorpore las condiciones monetarias y las fiscales (ICMF) permite aproximar el tono de las políticas de demanda de una economía. Una cuestión de notable interés en un momento en el que, ante la desaceleración de la actividad mundial, se propone una relajación de estas políticas.

Para la construcción de este índice en primer lugar hay que elegir las variables que se van a incluir en el mismo. El ICM más sencillo incorpora los tipos de interés reales a corto plazo (descontados con la inflación corriente) y los tipos de cambio efectivos reales. La razón es clara: son las variables sobre las que la política monetaria tiene un mayor control. Algunos trabajos han incluido en los ICM los tipos a largo pero implica problemas porque es más difícil estimar los tipos reales, debido a los problemas de determinar la "inflación esperada" y, además, existen problemas de multicolinealidad entre los tipos de interés que se negocian a diferentes plazos. También se incluye en ocasiones la evolución de la bolsa o de los precios de las viviendas pero esto hace que la relación entre el índice y la política monetaria se haga más tenue, al incorporar variables sobre las que esta política ejerce un control mucho menor. Para analizar el tono de la política fiscal se utiliza el déficit público estructural, esto es, el déficit público una vez excluido el componente cíclico.

Determinadas las variables que van a formar parte del índice, se han de decidir sus ponderaciones. Todas las variables se definen en desviaciones respecto a la media del periodo muestral. Para el tipo de interés y el déficit estructural las desviaciones se calculan en diferencias y para el tipo de cambio efectivo real en variación porcentual, como es estándar en la literatura. La cuestión de asignar la ponderación a cada una de las variables que intervienen en la composición del ICMF es más controvertida. Se trata de conocer la influencia relativa de cada variable incorporada en este índice sobre la evolución de la actividad. Para ello, el método utilizado consiste en estimar una ecuación donde el crecimiento del PIB real se relaciona con el tipo de interés real a corto, el tipo de cambio efectivo real y el saldo público estructural. A continuación se atribuyen las ponderaciones de cada variable explicativa de acuerdo con los coeficientes estimados. De acuerdo con este método, la proporción asignada a las condiciones fiscales de este índice (alrededor del 55%) es superior a la de las condiciones monetarias y de cuantía muy similar en la UEM y en EE.UU. La diferencia fundamental entre ambas zonas es que, dentro de las condiciones monetarias, el peso que se le atribuye a la variable tipo de cambio efectivo real es muy superior en UEM si se compara con EE.UU., resultado que es habitual en la literatura.

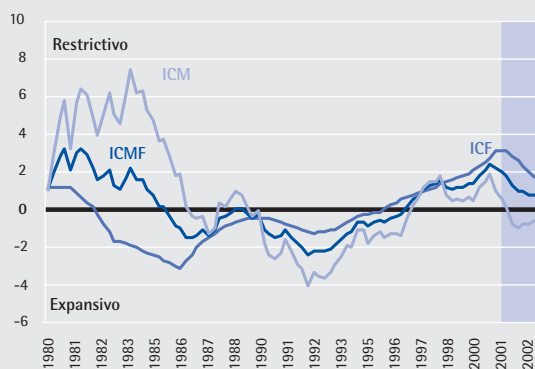
Una vez elaborados estos índices tanto para EE.UU. como para la UEM, se puede analizar su evolución temporal para cada una de las zonas.¹ En EE.UU., la combinación de políticas económicas fue en el año 2000 la más restrictiva desde principios de los años 80: el superávit público estructural se encontraba en máximos y las condiciones monetarias solamente fueron más restrictivas en la primera mitad de los ochenta cuando el dólar se encontraba muy apreciado y los tipos de interés reales estaban claramente por encima del 5%. Además, a pesar de las bajadas agresivas de tipos de la Fed y contando con el tamaño del plan fiscal expansivo que se va a poner en práctica en EE.UU., se puede observar que el grado de restricción sigue siendo elevado, lo que invita al optimismo, por lo menos desde el punto de vista del margen de actuación de dichas políticas.

En la UEM, las condiciones monetarias han sido muy laxas durante la segunda mitad de la década de los noventa, tendencia que se ha agudizado desde el nacimiento del BCE porque los tipos reales han estado por debajo de su media histórica² y por la depreciación sostenida del euro. Es decir, parece que el BCE tiene poco margen de maniobra. Sin embargo, las condiciones fiscales han sido restrictivas en términos históricos. Aunque persisten los déficit estructurales, éstos son de magnitud mucha más reducida, consecuencia de las exigencias del Tratado de Maastricht y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Consecuencia de lo anterior, el índice resumen de las políticas de demanda presenta un tono neutral para la UEM, lo que ofrece un margen limitado de actuación.

¹ Las comparaciones entre economías en términos de ICM (y por extensión de ICMF) presentan numerosas dificultades. Para poder hacer dicha afirmación sería necesario que las situaciones monetarias existentes en el periodo base fueran similares. Al utilizar como periodo base la media de un periodo amplio, la comparación se puede realizar si se admite que, en media, la situación monetaria ha sido neutral en esas zonas durante dicho periodo.

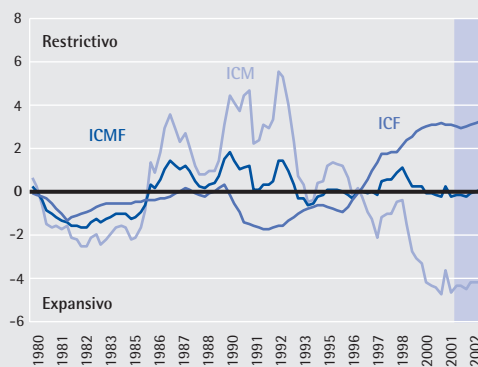
² Esta media histórica ha podido sufrir un cambio estructural en la segunda mitad de los noventa, al reducirse el tipo de interés real para algunos países de la UEM como Italia, España, Portugal y Grecia.

Índice de condiciones monetarias y fiscales en EE.UU.



Fuente: BBVA

Índice de condiciones monetarias y fiscales en la UEM



Fuente: BBVA

Materias primas

Con los atentados del 11 de septiembre el precio del crudo se disparó hasta los 31 \$/b ante el temor de que surgiera un conflicto bélico en el que estuviera involucrado algún país árabe productor de petróleo. Sin embargo, una vez disminuyó dicho riesgo, el precio del crudo empezó a descender con rapidez debido a que el mercado comenzó a descontar un descenso de la demanda mundial. La cotización media del mes de octubre fue 21 \$/b y en noviembre de 19 \$/b.

El deterioro de las expectativas de crecimiento ha debilitado, además del crudo, el resto de los precios de las materias primas, fundamentalmente los metales básicos. En el bimestre octubre-noviembre el índice de precios de exportación BBVA-MAP se está deteriorando un 21 % anual.

La OPEP: poco margen para actuar

La OPEP ha tenido bajos grados de cumplimiento de la cuota de producción que rige a partir de septiembre (23.2 mb/d), siendo el exceso de producción sobre dicha cuota de 1.3 mb/d y 0.84 mb/d en septiembre y octubre, respectivamente. Por su parte, la producción de los países no OPEP está creciendo significativamente, principalmente la rusa. Estos factores de oferta, junto con la desfavorable coyuntura internacional, han favorecido la rápida caída del precio del crudo.

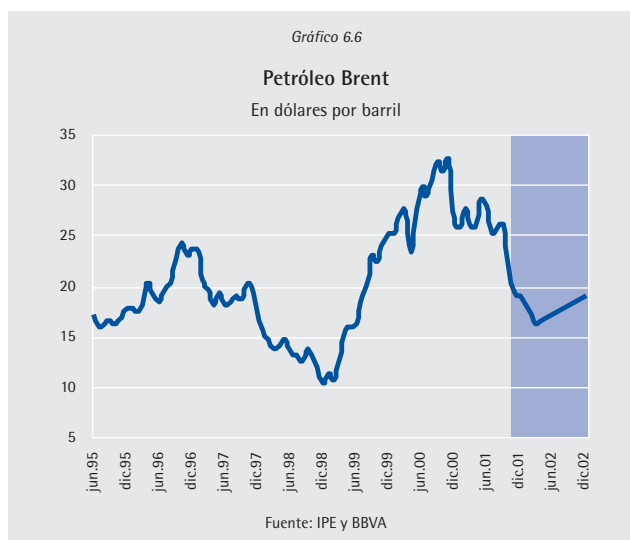
El mecanismo de recorte automático de la OPEP (500 mil b/d) debería haberse aplicado el 8 de octubre. En esa fecha se cumplían 10 días en los que el precio de la cesta OPEP permanecía por debajo de los 22 \$/b (límite inferior de la banda objetivo), y actualmente continúa en esa situación. Sin embargo la Organización no ha implementado dicho mecanismo. Tampoco ha acordado un recorte en la reunión de Viena de finales de septiembre. Estos hechos reflejan el poco margen que tiene la OPEP para mantener elevado el precio del crudo ya que recortes adicionales podrían agravar la ya delicada situación de la economía mundial y, consecuentemente, afectar de forma negativa a la demanda de petróleo en 2002.

Falta de cooperación de los países productores externos al cartel

El escaso margen de la OPEP también se explica por el aumento que viene experimentando la producción de los productores no OPEP, que actualmente se sitúa en máximos. Si estos países no disminuyen su ritmo de extracción de crudo, un recorte de la OPEP se traduciría tan sólo en una mayor pérdida de cuota de mercado.

Es por ello que la nueva cuota pactada el 14 de noviembre en Viena es condicional a que los países no OPEP se comprometan formalmente a disminuir su producción en 500 mil b/d el año entrante. Esta cuota regirá a partir de 2002 e implica un recorte de 1,5 mb/d frente a la meta actual de 23,2 mb/d.

Todos los ojos están puestos en Rusia, el principal productor fuera de la Organización. Su propuesta consiste en un recor-



te de 50 mil b/d, lo que es realmente insignificante puesto que representa tan sólo el 0,7 % de su producción diaria. Esta actitud rusa hace que el resto de grandes productores, como México y Noruega, se muestren reticentes a cooperar.

La situación de sobreabastecimiento del mercado, junto con el colapso de la demanda mundial, hace que revisemos nuestra previsión de fin de año a la baja hasta 19 \$/b. El precio seguirá cayendo en el primer semestre de 2002 hasta aproximadamente los 16 \$/b para luego recuperarse y finalizar el año en 19 \$/b, lo que implica un precio medio de 17 \$/b. Este perfil responde a una demanda que continuará deprimida en la primera mitad del año entrante y a una falta de acuerdo OPEP-no OPEP. Sin embargo, los bajos niveles de precios de mediados de año no compensarán en términos de costes a los países no OPEP (que son más ineficientes que los de la OPEP), de modo que comenzarán a recortar su producción o, al menos, a disminuir su ritmo de crecimiento. Esta reacción, junto con una recuperación de la demanda mundial, hará que la OPEP empiece a mejorar sus grados de cumplimiento. De esta forma, se producirá una recuperación del precio del crudo en la segunda mitad de 2002, aunque limitado.

Con esta revisión en el petróleo, el índice BBVA-MAP se deteriorará un 14 % de media anual en 2002, con un perfil que irá de menos a más.

Cuadro 6.1. Materias Primas. Previsiones anuales

Datos a fin de año

	1999	2000	2001	2002
Índice BBVA-MAP LATAM	105	98	83	86
Petróleo Brent (\$/b)	25	26	19	19
Cobre (¢/lb)	81	84	62	75
Café (¢/lb)	138	78	63	71
Soja (¢/bush)	447	491	440	500
Oro (\$/onza)	283	272	275	280

Fuente: BBVA

Incertidumbre y Consumo en EE.UU.

Mayte Ledo¹ y Montserrat Martínez²

1. Introducción

En los últimos cinco años, el consumo privado en EE.UU. ha crecido a una tasa promedio superior al 4%, convirtiéndose, junto con el importante proceso inversor, en uno de los principales determinantes del fuerte crecimiento observado en la economía estadounidense. No obstante, durante la primera mitad del año 2001, las señales de moderación del crecimiento del gasto de las familias se han ido sucediendo, de forma que en el primer trimestre se ha ralentizado hasta el 3,4%, desde el 4,8% de 2000. El consumo está, por tanto, inmerso en una dinámica de desaceleración, que continuará en 2002. En esta situación, y tras el continuo deterioro de las condiciones del mercado laboral, se produjo un descenso de la confianza de los consumidores en septiembre, el mayor desde octubre de 1990. Precisamente en aquel momento, el deterioro de las expectativas de los consumidores tuvo un papel relevante en la recesión de la economía. En un momento cíclico vulnerable como el actual, y ante el posible aumento de la incertidumbre derivado de los acontecimientos del 11 de septiembre en EE.UU., se teme por un ajuste importante del consumo. Teniendo en cuenta que la inversión sigue reduciéndose a tasas superiores a dos dígitos, determinar cuál será la magnitud del ajuste del consumo privado se convierte en un factor clave en la elaboración del escenario de crecimiento de la economía estadounidense para 2002. Con este objetivo, el artículo presenta la siguiente estructura. En la sección 2 se especifica el marco teórico del análisis del consumo privado. En la sección 3 se justifica el ajuste previsto para el consumo en 2002. En la sección 4 se profundiza sobre el papel de la confianza del consumidor. Finalmente, las conclusiones se recogen en la sección 5.

2. Marco teórico: aproximación a la función de gasto de las familias

En el desarrollo de la literatura sobre consumo privado, el año 1978 fue clave para el inicio de dos líneas de estudio bien diferenciadas. La primera, basada en el estudio de Hall (1978), se centró en el supuesto de formación de expectativas racionales por parte de los agentes. La segunda línea de investigación, que es la utilizada en este trabajo dada la naturaleza agregada de la información de la que se dispone, se desarrolla a partir del estudio de Davidson *et al.* (1978) donde se presenta una relación econométrica entre el consumo privado y sus principales determinantes a largo plazo. Siguiendo este enfoque existe una relación

de largo plazo entre el consumo privado c , la renta disponible real yd , la riqueza de las familias w y los tipos de interés reales, $rlpe$. Esta relación de largo plazo se puede incluir como un término de mecanismo de corrección de error (MCE) en una ecuación dinámica de la forma:

$$\Delta c_t = \alpha_0 + \alpha_1 MCE_{t-1} + \alpha_2 \Delta yd_t + \alpha_3 \Delta w_t + \alpha_4 \Delta u_t + \alpha_5 \Delta rlpe_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

En la dinámica del corto plazo se incorporan los cambios en la renta disponible real, en la riqueza, en el tipo de interés real de largo plazo y en la tasa de desempleo, u . Esta última permite aproximar la incertidumbre asociada a la renta futura. ε es el término de error. La estimación de esta ecuación para EE.UU., cuyos resultados se muestran en el cuadro A.1., se realizó con datos anuales para el periodo muestral comprendido entre 1960 y 2000.

Desde un punto de vista teórico, la capacidad de gasto de las familias viene determinada por la evolución de la renta permanente, esto es, el valor actual descontado de las rentas del trabajo futuras más la riqueza.

Cuadro A.1. Estimación de una función de Consumo Privado en EE.UU.*

Variable dependiente: variación del consumo. Periodo 1960-2000

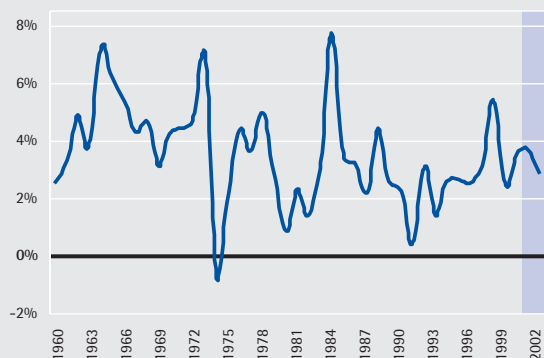
Estimaciones	I	II
Var. Renta Disponible _t	0,813 (6.8)	0,415 (5.1)
Var. Riqueza Financiera _t	0,049 (2.3)	
Var. Riqueza Inmobiliaria _t	0,124 (2.6)	0,131 (3.9)
Var. tasa desempleo _t	-0,023 (-2.4)	-0,015 (-1.9)
Var. tipos largo plazo _t	-0,369 (-3.8)	-0,471 (-4.2)
Var. Confianza consumidor _t		0,039 (5.6)
MCE	-0,628 (-4.7)	-0,543 (-5.3)
Constante	0,046 (0.4)	0,281 (2.3)
Renta Disponible _{t-1}	0,885 (30.5)	0,847 (30.9)
Riqueza _{t-1}	0,163 (6.7)	0,182 (8.2)
T. interés largo plazo _{t-1}	-0,436 (-3.2)	-0,229 (-2.3)
R ² ajustado	0,88	0,94
Error Standard	0,62%	0,43%
Durbin-Watson	1,55	2,03

* Ratios t entre paréntesis

Fuente: BBVA

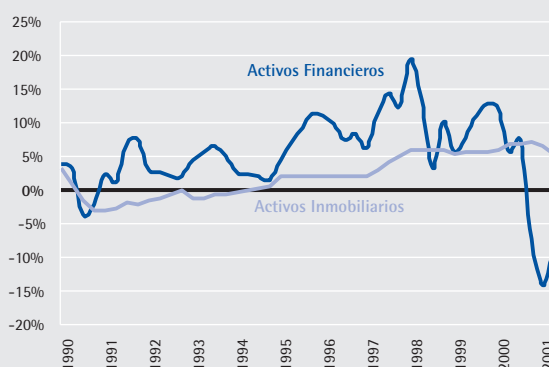
¹ Servicio de Estudios, BBVA

Gráfico A.1

EE.UU.: renta disponible real
 En tasa interanual


Fuente: Reserva Federal y BBVA

Gráfico A.2

EE.UU.: riqueza de las familias
 En tasa interanual


Fuente: Reserva Federal y BBVA

En este caso, las rentas del trabajo se aproximan mediante la renta disponible de las familias. Éste es uno de los principales determinantes de las decisiones de consumo. Desde 1973, la renta ha tenido una contribución positiva al crecimiento del consumo privado. La propensión marginal a consumir de las familias en EE.UU. es superior a 0,8. El crecimiento de la renta disponible, un 3,4% en promedio en el periodo muestral, es similar al del consumo privado, un 3,5%. Ahora bien, en la segunda mitad de los años noventa, el crecimiento de la renta disponible, un 3,3%, ha sido un punto inferior al del consumo privado, lo que revela que otras variables han tenido una notable importancia en la explicación de la evolución reciente del consumo.

La riqueza de las familias, cuyo crecimiento en los últimos años ha sido en promedio muy superior al de años anteriores, es la variable que parece explicar este comportamiento del consumo. Además, de acuerdo con la información proporcionada por las cuentas financieras de las familias publicadas por la Reserva Federal de EE.UU., se observa un cambio en la composición de la riqueza, entre riqueza inmobiliaria y riqueza financiera, a lo largo de los años. Mientras que en los años setenta y ochenta, el 35% de los activos de las familias eran activos inmobiliarios, en la década de los noventa la proporción descendió al 30% por el mayor peso de los activos financieros, que llegaron a representar el 70% del total de activos. Este proceso en el que la desregulación financiera ha tenido un importante papel, se ha acentuado en la segunda mitad de los noventa, como consecuencia de los notables aumentos de los precios bursátiles. En consecuencia, se ha producido un notable aumento de la riqueza de las familias, que ha sido uno de los impulsores del consumo privado. En este sentido, en los últimos años se ha producido un "efecto riqueza" en el consumo. Los resultados obtenidos en las estimaciones recogidos en el cuadro A.1. son coherentes con la literatura existente. En general, la evidencia empí-

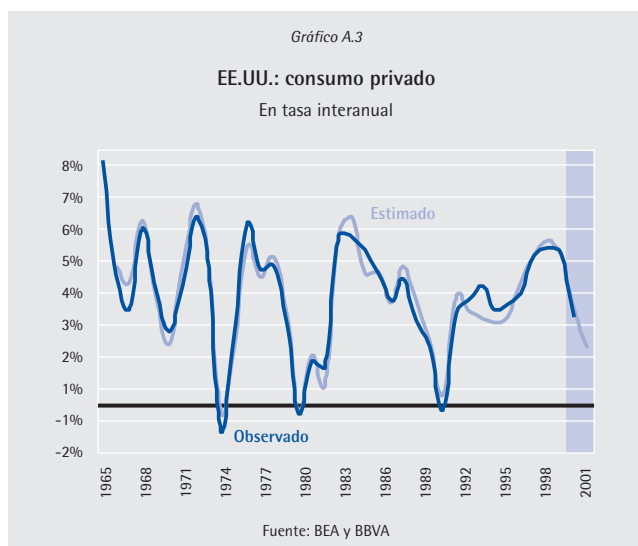
rica muestra una propensión marginal a consumir de la riqueza financiera entre el 3 y el 5 por ciento, como muestran Boone L., Giorno C. y Richardson P. (1998). En este tipo de análisis es habitual diferenciar, como hacen Brayton y Tinsley (1996), entre los activos específicamente bursátiles y el resto de activos financieros, que muestran diferentes propensiones marginales a consumir².

La riqueza inmobiliaria, por su parte, pese a haber perdido importancia relativa, tiene una importante contribución al consumo. Los estudios disponibles muestran que, pese a que los activos inmobiliarios son menos líquidos y tienen unos costes de transacción mayores, la menor volatilidad de sus precios comporta que sus aumentos se interpreten como duraderos. Así, según la Reserva Federal de EE.UU. la elasticidad del consumo a cambios en la riqueza inmobiliaria es cuatro veces mayor a la de cambios en la riqueza bursátil³. En nuestro caso, las estimaciones realizadas muestran una propensión marginal a consumir de la riqueza inmobiliaria de 0,12, respecto a la de 0,05 de la riqueza financiera.

La inclusión de la tasa de desempleo como variable explicativa del consumo permite aproximar la incertidumbre asociada a la renta futura en las decisiones de consumo de las familias. El efecto sobre el consumo de un aumento del desempleo es negativo, con una elasticidad entre 0,02 y 0,03. Por su parte, los tipos de interés permiten aproximar el coste de sustitución de bienes, sobre todo, bienes de consumo duradero. En este caso, el tipo de interés relevante es el tipo de largo plazo, una vez descontadas las

² Hay que tener presente que al diferenciar entre riquezas, una propensión marginal a consumir diferente puede ser consecuencia de que los que poseen activos bursátiles son agentes con características diferentes (edad, sexo...). Varios estudios tratan este tema.

³ Véase Brayton et al. (1997): "The role of Expectations in the FRB/US Macro-Model" y el discurso de A. Greenspan en el simposium de la R.F. de Kansas City en Jackson Hole, Wyoming el 31 de Agosto, 2001.



expectativas de inflación. Un descenso de los tipos de interés reales, derivado por ejemplo de una política monetaria expansiva, eleva el consumo de las familias.

3. Previsiones de consumo para 2001 y 2002

A partir de la estimación de la función de consumo que se recoge en la primera columna del cuadro A.1. y, con los supuestos realizados de evolución de las distintas variables explicativas, es posible simular la evolución del consumo privado. El gráfico A.3. recoge la evolución del consumo privado observado y estimado.

Los resultados muestran que tras crecer un 4,7% de promedio en 2000, el consumo privado se desacelerará hacia tasas del 3% durante este año. En 2002, el escenario más probable sitúa el crecimiento del consumo privado por debajo del 2%. Varios factores subyacen tras esta moderación.

Como se recoge en el cuadro A.2., la moderación en 2001 deriva principalmente del deterioro de las condiciones del mercado laboral, que pasa a mostrar una aportación negativa al consumo privado de casi medio punto, y de la caída de la riqueza financiera. Esta última, tras haber tenido una aportación positiva elevada en la segunda mitad de los noventa, experimenta un fuerte deterioro en 2001 (un 13,5% en términos reales), por lo que drena un 0,7% al crecimiento del consumo, lo que se convierte en su aportación más negativa desde 1973. La riqueza inmobiliaria, por su parte, mantiene su aportación positiva al crecimiento, compensando parcialmente la pérdida de riqueza financiera de las familias. En el lado positivo, el mantenimiento de la renta disponible, junto con la reducción de los tipos de interés reales, soportan el crecimiento del consumo en 2001. Esto es, la relajación de las políticas monetaria y fiscal pueden representar un soporte para el gasto de las familias.

En 2002, se espera una aportación prácticamente nula de la riqueza al consumo. La riqueza financiera se estabilizará

tras haber corregido en 2001 los fuertes crecimientos de años anteriores. Por su parte, la riqueza inmobiliaria ralentizará su crecimiento en un momento de desaceleración cíclica de la actividad, pero no se espera un desplome de los precios de la vivienda en 2002, dado que no hay una clara evidencia de que exista una "burbuja" en este sector. En cuanto al mercado de trabajo, el continuo deterioro de las condiciones laborales llevará la tasa de desempleo por encima del 6%, desde el 4,9% en promedio de 2001. Su aportación al consumo será negativa por segundo año consecutivo. Con unos tipos de interés reales estables, la rebaja impositiva prevista, se revela como la variable clave en la determinación de la senda del consumo privado. Esta medida fiscal permitirá conseguir un crecimiento de la renta disponible del 2,8%, con una aportación de algo más de dos puntos de esta variable al consumo privado. En conjunto, estos factores apuntan a una moderación del consumo hacia tasas del 1,7% de media, un punto menos que en 2001.

4. El papel de la confianza del consumidor

Los índices de confianza de los consumidores son centro de atención de gran parte de los agentes de la economía. Su evolución es seguida con detalle en la medida en que se interpretan como indicadores adelantados de las decisiones de gasto de las familias. De hecho Blanchard (1993), entre otros autores, identifica el deterioro en el sentimiento de los consumidores acaecido a principios de los noventa, y su mantenimiento en niveles bajos durante más de dos años, como uno de los determinantes de la recesión de la economía estadounidense en aquel momento. Por tanto, la cuestión que preocupa es si la evolución de las expectativas de los consumidores contribuye realmente a mejorar la estimación de la función de consumo de las familias y contemplar las consecuencias que puede tener un cambio de sentimiento de los consumidores sobre sus decisiones de gasto.

En EE.UU. se dispone, básicamente, de dos índices de confianza de los consumidores: la encuesta elaborada por la Universidad de Michigan y la elaborada por el Conference Board Office (CBO)⁴. La relación de los indicadores de expectativas con las variables reales se ha realizado habitualmente utilizando el índice de Michigan dado que se dispone de un periodo muestral más amplio. La serie comienza en los años cuarenta con periodicidad anual, respecto a 1967 en que se inició la del CBO. Los estudios basados en el índice de Michigan encuentran que existe información específica en los indicadores de confianza que no puede ser explicada por el resto de las variables

⁴ Existen diferencias entre ambas encuestas tanto en el momento, como en el tamaño de la muestra como en el tipo de preguntas realizadas.

Cuadro A.2. Contribuciones al Crecimiento del Consumo Privado

	2000	2001	2002
Renta Disponible	2,8	2,9	2,2
Tipo de interés real	-0,1	0,3	0,0
Tasa de desempleo	0,1	-0,5	-0,5
Riqueza Financiera	0,2	-0,7	0,0
Riq. Inmobiliaria	0,8	0,6	0,1
MCE	1,0	0,2	-0,1
Observado	4,7		
Total Explicado	4,8	2,8	1,7
Confianza. Escenario 1	0,1	-1,1	-0,6
Total Explicado	4,7	2,9	1,1
Confianza. Escenario 2	0,1	-1,1	-2,2
Total Explicado	4,7	2,9	0,0

Fuente: BBVA

macroeconómicas y que ésta variación propia permite mejorar la capacidad predictiva de una función de consumo. No obstante, la mejora, pese a ser estadísticamente significativa, es muy limitada, como señala Fuhrer (1993). Recientemente, Bram y Ludvigson (1998) muestran que el indicador de expectativas elaborado por el CBO ofrece mayor información adicional que el de Michigan y permite obtener un mejor ajuste del consumo privado. La superioridad del indicador deriva de que incluye explícitamente cuestiones relacionadas con la situación del mercado laboral, que son las que presentan un mayor poder explicativo de las variaciones del consumo privado, y con la situación financiera de las familias, que resultan también muy relevantes.

Por ello, se ha introducido en la dinámica de corto plazo de la función de consumo las variaciones observadas en la variación de la confianza del consumidor medida mediante el índice del CBO (*cf.*). Los resultados se recogen en la segunda columna del cuadro A.1.

De las estimaciones se puede concluir, en primer lugar, que la confianza del consumidor es significativa y presenta una propensión marginal a consumir de 0,04 en el corto plazo. En segundo lugar, la inclusión de la confianza del consumidor afecta a la significatividad tanto de la variación de la tasa de desempleo como de la riqueza financiera. Esto es coherente con el hecho de que el índice del CBO incluya cuestiones explícitas relacionadas con la situación del mercado laboral y de la riqueza financiera de las familias. Finalmente, el ajuste de la función de consumo mejora con lo que aumenta el poder predictivo. Incorporando un nivel de confianza en 2002 de 90, frente a 105,9 en 2001, esto es, una confianza de niveles relativamente elevados, el consumo privado en 2002 crecería un 1,1%.

A partir de estos resultados se puede considerar el escenario en el que se produjera un descenso de la confianza de

los consumidores en 2002, similar al que tuvo lugar a comienzos de los años noventa. En particular, en el escenario 2 del cuadro A.2., se supone que la confianza del consumidor se sitúa en el nivel de 68, el mismo promedio que en 1990, en lugar del nivel de 90 que se considera en el caso de que no haya un desplome de la confianza. Sin cambios en ninguna de las demás variables, el consumo se estancaría en 2002.

5. Conclusiones

Un ajuste adicional del consumo privado en EE.UU. en 2002 parece inevitable en un contexto de deterioro del mercado laboral y de crecimiento nulo de la riqueza de las familias. Su magnitud debe verse limitada por las devoluciones de impuestos que permitirán moderar la ralentización de la renta disponible de las familias. El principal riesgo en este escenario es que, en un contexto de mayor incertidumbre, se produzca un descenso duradero de la confianza de los consumidores, de forma similar a lo ocurrido a comienzos de los años noventa. En ese caso, el consumo de las familias podría llegar a tener un crecimiento nulo en 2002.

Referencias

- Blanchard, O. (1993): "Consumption and the recession of 1990-1991" *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 83, nº 2, pp. 270-274
- Boone L., Giorno C. y Richardson P., (1998) "Stock Market Fluctuations and Consumption Behaviour: Some Recent Evidence" OCDE, *Economics Department WP*, Nº 208
- Bram, J. y S. Ludvigson (1998), "Does Consumer Confidence Forecast Household Expenditure? A Sentiment Index Horse Race" *Economic Policy Review*, FRBNY
- Brayton F. y Tinsley P. (1996), "A guide to FRB/US: a Macroeconomic Model of the United States" *Finance and Economics Discussion Series* Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Brayton F., Mankopf, E., Reifschneider, D., Tinsley R. (1997), "The Role of Expectations in the FRB/US Macroeconomic Model" *Finance and Economics Discussion Series* Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Fuhrer, J.C. (1993) "What Role Does Consumer Sentiment Play in the U.S. Macroeconomy?" Federal Reserve Bank of Boston *New England Economic Review*.
- Greenspan, A. (2001), opening remarks at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.
- Hall, R. (1978), "Stochastic Implications of the Life Cycle Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence", *Journal of Political Economy*, vol. 86, pp. 971-987
- Tinsley P. Davidson, J.E.H., Hendry, D. F., Srba, F. y Yeo, S. (1978) "Econometric Modeling of the Aggregate Time-Series relationship Between Consumer's Expenditure and Income in the United Kingdom", *Economic Journal*, 88 pp. 61-692.

Resumen de Previsiones

Variables macroeconómicas

	PIB (%). En promedio anual				IPC (%). En promedio anual			
	1999	2000	2001	2002	1999	2000	2001	2002
EE.UU.	4,1	4,1	1,1	0,8	2,2	3,4	2,8	1,4
UEM	2,6	3,4	1,5	1,3	1,1	2,3	2,6	1,8
Alemania	1,7	3,2	0,7	1,1	0,6	1,9	2,5	1,5
Francia	3,0	3,5	2,1	1,6	0,5	1,7	1,7	1,2
España	4,1	4,1	2,8	1,7	2,3	2,4	3,6	2,5
Italia	1,6	2,9	1,8	1,3	1,8	2,6	2,7	2,5
Reino Unido ¹	2,1	2,9	2,2	2,0	2,3	2,1	2,2	2,3
Japón	0,8	1,5	-0,7	-0,8	-0,3	-0,7	-0,8	-0,7
Países asiáticos ²	4,0	8,1	5,4	4,9	2,7	1,7	2,2	1,9
América Latina ³	0,0	4,3	0,8	1,5	8,8	8,0	6,3	5,8

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	1999	2000	2001	2002	1999	2000	2001	2002
EE.UU.	1,4	2,4	1,2	0,2	-3,5	-4,5	-3,3	-2,7
UEM ⁴	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-0,2	-0,7	-0,3	-0,3
Reino Unido	1,2	1,9	1,2	0,4	-2,1	-2,0	-1,9	-2,9
Japón	-9,0	-8,9	-8,5	-8,5	2,5	2,6	2,4	2,5
América Latina	-4,7	-2,6	-3,7	-2,2	-3,1	-2,3	-2,8	-2,6

¹ La inflación no incluye los tipos de interés hipotecarios.

² Corea del Sur, China, Filipinas, Hong-Kong, Indonesia, Malasia, Tailandia, Singapur y Taiwan.

³ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Mexico, Perú y Venezuela.

⁴ Saldo sector público, sin incluir ingresos por la venta de las UMTS.

Tipos de interés y de cambio⁵

	Tipos Oficiales				Tipos a 10 años			
	A fecha de cierre	mar-02	jun-02	dic-02	A fecha de cierre	mar-02	jun-02	dic-02
EE.UU.	2,00	1,75	1,75	2,50	4,9	4,7	4,8	5,3
UEM ⁶	3,25	3,00	3,00	3,00	4,6	4,5	4,6	4,8
Reino Unido	4,00	4,00	4,00	4,50	4,7	4,6	4,7	4,9
Japón ⁷	0,10	0,10	0,10	0,10	1,4	1,3	1,3	1,4

Tipos de cambio

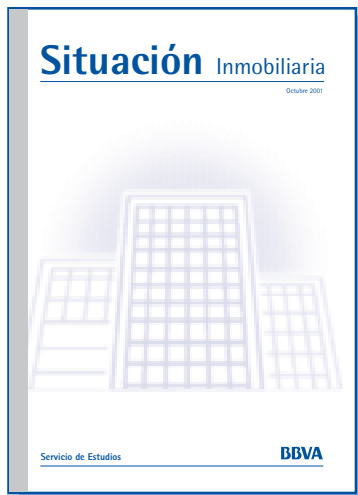
	A fecha de cierre	mar-02	jun-02	dic-02
Dólar/Euro	0,89	0,90	0,90	0,86
Libra/Euro	0,62	0,63	0,63	0,64
Yen/Dólar	123	122	125	128

⁵ Datos de fin de mes.

⁶ Los tipos de interés a 10 años corresponden a Alemania.

⁷ Tipo oficial: tipo de descuento.

OTRAS PUBLICACIONES DEL BBVA



Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA
Gran Vía, 1
48001 Bilbao
Tfn: 34-94-4876231
Fax: 34-94-4876417

Internet:
<http://www.bbva.es>

Depósito Legal: M-31256-2000

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.