

# Situación Global

Servicio de Estudios

Mayo 2004



EE.UU.: que viene la inflación

Reserva Federal, trabajando en verano

UEM: desacoplada

¿El momento del dólar?

Características cíclicas de la situación actual en la UEM

Tipo de cambio y precios, ¿una estrecha relación?

# Índice

Fecha de cierre: 25 de mayo de 2004

<b>1 Valoración Global</b>	1
Recuadro: "Escenarios económicos tras el 11 de marzo de 2004"	3
<b>2 Estados Unidos</b>	5
Recuadro: "Crecimiento del consumo ¿duradero?"	10
Recuadro: "EE.UU., ¿volverá la disciplina fiscal?"	12
<b>3 Unión Europea</b>	13
UEM	13
Recuadro: "Productividad, más que un problema "potencial" en la UEM"	18
Reino Unido	20
<b>4 Asia</b>	21
<b>5 Mercados</b>	
Tipos de interés y tipos de cambio	23
Recuadro: "Los bancos centrales asiáticos, con "reservas""	27
<b>6 Artículo 1</b>	
<b>Características cíclicas de la situación actual en la UEM</b>	29
<b>Artículo 2</b>	
<b>Tipo de cambio y precios, ¿una estrecha relación?</b>	33
<b>Resumen de previsiones</b>	

## Han elaborado esta publicación:

José Luis Escrivá  
David Taguas

Mayte Ledo                   34 91 374 40 75  
Sonsoles Castillo       34 91 374 44 32  
José Félix Izquierdo     34 91 374 42 00  
Montserrat Martínez     34 91 374 39 98  
Elena Nieto                34 91 537 37 76

teresa.ledo@grupobbva.com  
s.castillo@grupobbva.com  
jfelix.izquierd@grupobbva.com  
montse.martinez@grupobbva.com  
enieto@grupobbva.com

## Con la colaboración de:

Rafael Doménech

rafael.domenech@uv.es

# 1. Valoración global

## ¿En el mejor momento de crecimiento?

Las perspectivas respecto a la actividad global para 2004 han mejorado en los últimos meses. Sólo la economía europea ha quedado retrasada en este proceso, como consecuencia del negativo impacto de la apreciación acumulada del euro en la competitividad y del aumento del riesgo geopolítico tras los atentados del 11-M (véase recuadro “Las consecuencias económicas de los atentados del 11 de marzo de 2004”) que añaden riesgos a la baja a un crecimiento de la demanda interna que venía siendo muy frágil.

En el resto de áreas las perspectivas han mejorado significativamente. En EE.UU., tras un crecimiento de la actividad del 6% en el segundo semestre de 2003, se espera que en la primera mitad del año se alcancen cifras en el entorno del 4%. Previsiblemente en la segunda mitad del año se modere el crecimiento, dado el carácter transitorio de algunos de los factores que lo están impulsando, como la reducción de impuestos o los bajos tipos de interés y como resultado del impacto negativo sobre la actividad que pueden tener factores nuevos como el aumento del precio del petróleo. En cualquier caso, para mantener una senda de actividad elevada, será clave la evolución de la inversión. En este sentido debe destacarse el significativo repunte de los beneficios empresariales y el hecho de que las empresas estadounidenses estén usando la mejoría en las condiciones de financiación para reducir sus niveles de endeudamiento, cuestiones que facilitan el aumento de un gasto en capital que alcanza actualmente tasas de crecimiento de dos dígitos. En esta economía, se aprecian además signos de una recuperación del empleo, la variable que había mostrado mayor retraso en esta reactivación, lo que ha permitido reavivar el debate sobre el inicio del ciclo alcista de tipos.

En Asia, todo apunta a un crecimiento superior al esperado en estos primeros meses de 2004: China, con un crecimiento próximo a dos dígitos en el primer trimestre, se consolida como motor regional mientras aumentan las perspectivas de que Japón abandone la espiral de recesión-deflación, dada la mayor fortaleza de un crecimiento basado en las exportaciones y en el gasto en capital. La mejoría de la economía estadounidense ha fortalecido al dólar, reduciendo la necesidad de intervenir en el mercado cambiario para evitar la apreciación del yen, lo que sitúa en una posición algo más confortable a las autoridades niponas. En conjunto, la región asiática muestra un notable dinamismo que se traduce en un aumento de la demanda de materias primas, cuyos precios se elevan significativamente, de forma estructural ante la incorporación de nuevos demandantes en el mercado internacional. Ello, junto con la mayor demanda desde Estados Unidos y las favorables condiciones de liquidez, está impulsando revisiones al alza de las previsiones de crecimiento de 2004 en otra región, América Latina. El comienzo del ciclo alcista de tipos en EE.UU. se configura a corto plazo como el principal factor de riesgo para los mercados emergentes, como ha demostrado el ajuste de los diferenciales de la deuda de estos países ante el reciente cambio de expectativas de política monetaria.

En este contexto de mejoría de la actividad, y con la confirmación de las restricciones de oferta impuestas por la OPEP en el mercado del petróleo, se generan expectativas de aumento de la inflación, como refleja el repunte de las tasas de inflación descontadas de los bonos indexados. Un indicador que, pese a estar afectado por cuestiones técnicas, parece aproximar con bastante fiabilidad el balance de riesgos en inflación<sup>1</sup>. Desde el inicio del año, las previsiones de inflación para el conjunto de los países industrializados han sido revisadas al alza.

En este entorno se justifica el reciente aumento de las rentabilidades de la deuda en anticipación del inicio del ciclo alcista de tipos en EE.UU., como respuesta al aumento de las presiones inflacionistas y al elevado crecimiento, y a la ralentización de las compras de deuda por los bancos cen-

<sup>1</sup> Véase a este respecto FMI (2004): “Informe de Estabilidad Financiera” y especialmente BCE (2004): “Evolución reciente de las expectativas de inflación a largo plazo”, informe mensual, abril.

**Cuadro 1.1. Previsiones de crecimiento**  
En tasa interanual

	2002	2003	2004	2005
<b>OCDE</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>
EEUU	2,2	3,1	4,1	3,3
UEM	0,9	0,4	1,7	2,3
Japón	-0,3	2,6	3,7	2,6
<b>Países en desarrollo</b>	<b>4,4</b>	<b>5,8</b>	<b>5,9</b>	<b>5,6</b>
<b>Países en transición</b>	<b>4,9</b>	<b>6,4</b>	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>
<b>MUNDIAL</b>	<b>3,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>

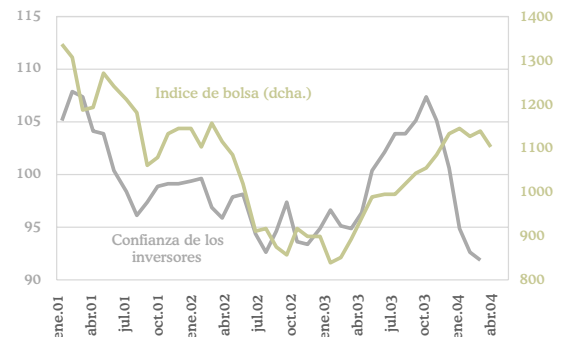
Fuente: FMI y BBVA

**Gráfico 1.1.**  
EE.UU. Expectativas de inflación e inflación actual



\* Descontadas por los bonos indexados a la inflación  
Fuente: Departamento de Empleo y Tesoro EE.UU.

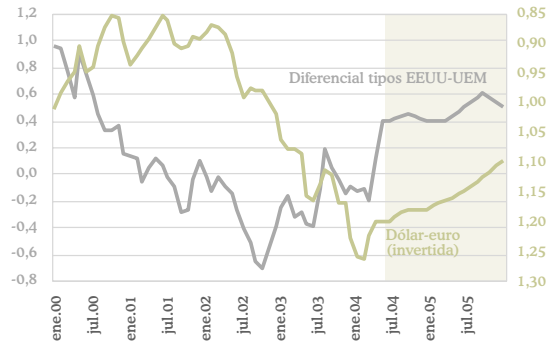
**Gráfico 1.2.**  
Confianza de los inversores y evolución del índice Standard's & Poors



Fuente: S&P y State Street

Gráfico 1.3.

Tipo de cambio dólar-euro y diferencial de tipos EE.UU.-UEM



Fuente: Reserva Federal y BBVA

Cuadro 1.2. Previsiones de inflación

En tasa interanual

	2002	2003	2004	2005
<b>OCDE</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>
EEUU	1,6	2,3	2,4	2,0
UEM	2,3	2,1	2,0	1,9
Japón	-0,9	-0,3	-0,4	-0,1
<b>Países en desarrollo</b>	<b>4,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</b>
<b>Países en transición</b>	<b>14,2</b>	<b>11,0</b>	<b>8,2</b>	<b>7,0</b>
<b>MUNDIAL</b>	<b>3,3</b>	<b>3,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>

Fuente: FMI y BBVA

trales asiáticos. Bien es cierto que el impacto de este último factor en las rentabilidades es una cuestión controvertida. Mientras el BIS (2004)<sup>2</sup> no encuentra un impacto significativo, otros autores le convierten en un determinante clave de la evolución de la curva de deuda, al que atribuyen un impacto de reducción de un punto porcentual de los tipos de interés<sup>3</sup>.

Parece claro, en cualquier caso, que con el movimiento al alza de los tipos de interés de largo plazo en EE.UU. se está corrigiendo la sobrevaloración que mostraba la deuda en los últimos años. La cuestión clave para los próximos meses es, por tanto, la magnitud y velocidad del repunte de rentabilidades adicional que puede producirse. Ello está vinculado a las perspectivas sobre la evolución de los tipos de interés de los fondos federales en EE.UU., que a su vez va a depender de la evolución de los datos del mercado laboral, de la inflación y de la percepción sobre los potenciales riesgos en las variables financieras del mantenimiento de una situación de elevada liquidez. En un entorno de incertidumbre sobre la sostenibilidad del crecimiento y con la cautela sobre la recuperación del mercado laboral estadounidense y sobre el impacto de las ganancias de productividad pendientes en esta economía, cabe esperar que la Reserva Federal sea gradual en sus aumentos de tipos, lo que llevaría a que a fin de 2004 los tipos de interés se situasen en el 1,5%, medio punto por encima de su nivel actual. Con ello, en el plazo del 10 años, las rentabilidades tienen un recorrido adicional al alza limitado, con un objetivo en torno al 5,1% para fin de este año. No cabe duda de que los riesgos se acumulan a favor de subidas más intensas, sobre todo teniendo en cuenta la situación fiscal o posibles sorpresas al alza en los precios.

El principal riesgo para la actividad en estos momentos deriva de que la combinación de tipos de interés más elevados, aumentando a un ritmo superior al descrito anteriormente (tal y como descuentan los mercados de futuros), del aumento del precio del petróleo y de un freno en el crecimiento de algunas de las economías más dinámicas, como la china, puedan provocar un ajuste del crecimiento estadounidense más importante de lo previsto en 2005.

En cualquier caso, la especulación sobre aumentos de tipos, junto con la menor confianza de los inversores desde comienzos de año, como recoge el índice de *State Street*, han frenado el aumento de precios bursátiles que se inició en marzo de 2003.

El dólar marca la diferencia

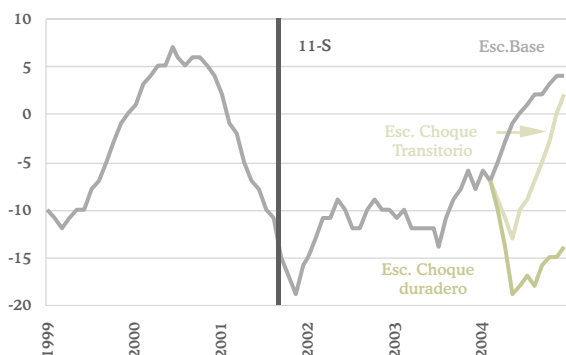
La situación descrita para las rentabilidades estadounidenses discrepa con la observada en Europa, y evidencia el desacoplamiento entre ambas economías. La lenta recuperación de la actividad europea está suponiendo un techo para el aumento de tipos en el tramo largo de la curva. No se espera que el BCE ajuste al alza sus tipos de interés hasta el año 2005. En consecuencia, la ampliación del diferencial de tipos entre EE.UU. y la UEM puede mantenerse en los próximos meses.

Esta evolución de los diferenciales de rentabilidad debería conducir a que el dólar se aprecie con el euro. De hecho, resulta sorprendente que no se haya apreciado más con esta divisa tras el movimiento de los tipos de interés en los meses de abril y mayo. A corto plazo, este factor va a ser dominante en el comportamiento del tipo de cambio. Con ello, las incertidumbres para la evolución del dólar se desplazan para el segundo semestre del año. Estas vendrían ligadas a la sostenibilidad del crecimiento de EE.UU., esto es a las dudas que suscita un crecimiento que está en parte basado en un importante impulso fiscal y monetario. En este contexto de incertidumbres, podría producirse un aumento de los tipos de interés de largo plazo, que tendría un carácter global y que el FMI<sup>4</sup> estima en, al menos, medio punto porcentual. Aunque se trataría de un escenario de aumento de tipos, vendría acompañado de una depreciación del dólar, dada la menor confianza en la economía estadounidense.

<sup>2</sup> Véase BIS (2004): "Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments" marzo.  
<sup>3</sup> Véase Dooley, M., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2004): "The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates & Exchange Rates in Center Countries" *NBER, documento de trabajo* nº 10332.  
<sup>4</sup> Véase FMI (2004): "The global implications of the US fiscal deficit and of China's growth", *World Economic Outlook*, capítulo 2, abril.

## Escenarios económicos tras el 11 de marzo de 2004

### UEM. Confianza industrial



Fuente: Comisión Europea y BBVA

### UEM. Escenarios tras el 11-M

		PIB	IPC	Tipo oficial*
<b>No impacto</b>	2004	1,7	1,8	2,00
	2005	2,3	1,9	3,00
<b>Choque transitorio</b>	2004	1,2	1,6	1,75
	2005	1,8	1,6	2,50
<b>Choque duradero</b>				
	<b>Riesgo local</b>			
	2004	0,5	1,5	1,25
	2005	1,5	1,4	2,00
<b>Riesgo global</b>	2004	0,2	1,3	1,00
	2005	0,9	1,2	1,50

\* Fin de año

Fuente: BBVA

El atentado terrorista del 11 de marzo en Madrid (11-M), además del tremendo coste humano, puede tener repercusiones económicas negativas. En esta ocasión, a diferencia del impacto global que se observó tras el 11 de septiembre de 2001, podrían además afectar de manera asimétrica a las economías, centrándose los efectos negativos en la economía europea.

Hacer una estimación del impacto sobre la actividad de este atentado es complejo. En primer lugar, hay que distinguir entre el impacto de corto y el de medio y largo plazo. Así, el impacto de corto plazo se puede aproximar a través de la evolución de la confianza de consumidores, empresarios e inversores, dado que éste es el canal por el que actúa un choque de demanda negativo de esta naturaleza. Ahora bien, a medio plazo los costes derivados de un aumento del gasto en seguridad son mucho más difíciles de estimar. En este sentido, algunos analistas de riesgo político señalan que el coste en seguridad tras el 11-M podría multiplicarse por cuatro respecto al previsto antes de este atentado, de forma que alcanzaría este año una cifra superior al PIB español<sup>1</sup>. Estas cifras deben tomarse con mucha cautela, ya que el tipo de terrorismo es distinto al que los países industrializados habían experimentado en el pasado. En segundo lugar, incluso el impacto de corto plazo sobre la confianza tendrá una intensidad y una duración condicionadas a que puedan repetirse hechos similares en otro país occidental. Por último, algunas incógnitas sobre la situación económica mundial parecen haberse despejado con relación al año 2001, aunque es cierto que permanecen algunas incertidumbres sobre la sostenibilidad de la recuperación actual.

Teniendo en cuenta esta complejidad se han diseñado tres escenarios para la economía europea, que se diferencian en el impacto sobre la confianza de consumidores y empresarios y que se caracterizan de la siguiente forma. En el primer escenario, escenario de "no impacto", se asume que no hay efectos significativos sobre las confianzas. Superado el impacto inicial sobre los mercados financieros, la percepción del riesgo geopolítico en la UEM seguiría siendo prácticamente la misma que antes de los atentados del 11-M. En el segundo, escenario de "impacto transitorio", el impacto sobre la confianza se prolongaría durante unos meses, al haber aumentado la percepción de riesgo de los agentes. En el tercero, escenario de "choque duradero", se asume que se produce un descenso duradero de la confianza. Se distinguen en este caso dos posibilidades: un escenario de choque local en el que el aumento del riesgo geopolítico afectaría principalmente a Europa, y un escenario de choque global en el que también aumentaría la percepción de riesgo en EEUU. En el gráfico anexo se muestran la evolución esperada de la confianza europea en estos escenarios.

En el cuadro adjunto se observan el impacto sobre la actividad, la inflación y las variables financieras europeas de los distintos escenarios. Así, en el caso de un "choque transitorio", el crecimiento europeo se reduciría en medio punto en 2004, y los tipos de interés descenderían al 1,75%, cuarto de punto por debajo de su nivel en un escenario de "no impacto".

En el caso de un choque duradero, el crecimiento podría reducirse entre un punto y punto y medio en 2004 según que el aumento de riesgo fuese local o global. Por su parte, los tipos de interés descenderían entre setenta y cinco puntos básicos o un punto porcentual con respecto al escenario de no impacto. Evidentemente, las repercusiones para el euro son muy distintas: en el caso de que el riesgo sea local, y por tanto, asimétrico y más importante en la UEM, el euro se depreciaría con respecto al escenario de "no impacto". Lo contrario ocurriría en un escenario de riesgo global, en el que sería el dólar la divisa que se depreciaría.

En cuanto a la probabilidad de los distintos escenarios debe evaluarse analizando el comportamiento de las variables del escenario central. Hasta la fecha, los datos conocidos, tanto en los mercados financieros como en las encuestas de confianza, refrendan que lo más probable es un escenario de "no impacto" o de "choque transitorio". El BCE analiza en su informe mensual de abril de 2004<sup>2</sup> la evolución de los índices de precios bursátiles concluyendo que el impacto en el mes de marzo fue asimétrico, más centrado en la UEM, y generalizado a todos los sectores, lo que refleja que se trata de un aumento de la incertidumbre que implica una mayor prima de riesgo y no de un impacto identificable en sectores concretos. La evolución de los índices de confianza empresarial y de los consumidores ofrece un balance mixto: en algunos casos se reconoce que el impacto ha sido poco significativo o nulo, y sólo en algunas encuestas, como la de confianza de los consumidores en Italia, se hace alusión a un impacto relevante del 11-M.

Lo cierto es que el carácter asimétrico de este atentado, que centra el aumento de la incertidumbre en la economía europea, y la propia fragilidad de su recuperación, con notables dudas sobre la evolución de la demanda interna, llevan a señalar que, a pesar de la mejoría del entorno internacional, hay un balance de riesgos a la baja sobre las previsiones de crecimiento de esta economía en 2004.

<sup>1</sup> Según estimaciones del broker Aon Trade Credit (2004).

<sup>2</sup> Véase BCE (2004): "Reacción de los mercados bursátiles a los atentados terroristas del 11 de marzo de 2004 en Madrid", boletín mensual, abril. Disponible en: <http://www.bde.es/informes/bce/mobu/bm0404.pdf>



## 2. Estados Unidos

### Nuevos retos para las políticas de demanda

Las dudas sobre la fortaleza de la recuperación económica han quedado atrás. La expansión de la economía estadounidense se ha consolidado y, por fin, el fuerte ritmo de crecimiento y el avance de la confianza empresarial han terminado por materializarse en creación de empleo. Adicionalmente, la preocupación, en buena parte infundada, sobre la presencia de presiones desinflationistas queda definitivamente descartada. Incluso, tal y como cabía esperar, conforme la economía se aproxima a su nivel de crecimiento potencial, el riesgo más bien podría ser el contrario. Esto es, la acumulación de tensiones inflationistas. En definitiva, el tono altamente acomodaticio de la política fiscal y monetaria, que alcanzó su punto máximo en este primer semestre, terminó por impulsar la actividad. La economía crecerá por encima del 4% en 2004 y en un contexto de políticas más restrictivas, en 2005, el crecimiento se moderará hacia tasas más cercanas al potencial.

Superadas estas incertidumbres, el actual contexto plantea nuevos retos para el diseño de la política fiscal y monetaria. El retorno de la disciplina fiscal tras el extraordinario deterioro de las cuentas públicas, aunque supone un compromiso para cualquiera de los candidatos a las elecciones presidenciales de noviembre, suscita muchas dudas. En el contexto actual, el reto de la política monetaria no sólo requiere de la habitual anticipación sino que previsiblemente exigirá de un manejo extraordinariamente preciso (*fine tuning*) de los tipos de interés. La transición de unos tipos de interés históricamente bajos a unos tipos más neutrales ha de hacerse de tal modo que no generen tensiones en algunos mercados (activos financieros e inmobiliarios) que podrían haber acumulado desajustes en sus valoraciones. A ello se añade el dilema de política monetaria que plantea el aumento del precio del petróleo, con riesgos a la baja sobre el crecimiento y al alza sobre inflación.

### Se consolida la expansión

El crecimiento de la economía estadounidense en el primer trimestre de 2004, 4,2% en tasa trimestral anualizada, fue algo inferior al previsto por el consenso de analistas, si bien las perspectivas para lo que resta de año, son positivas. El gasto de las familias, que apenas si ha dado muestras de debilidad en los tres últimos años, sigue siendo uno de los motores de esta economía, con una aportación al crecimiento trimestral de 2,7% puntos porcentuales. A pesar de la desaceleración

Cuadro 2.2.

### EE.UU. Tono acomodaticio de las políticas

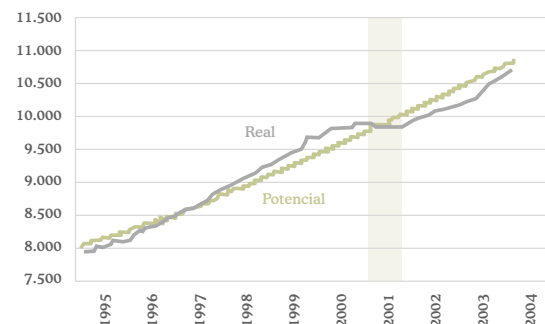
	Impulso fiscal, mm \$	Tipos interés reales
2002	89	0,1
2003	159	-1,2
2004	272	-1,2
2005	171	0,6

Fuente: *Economic report of the Presidente, 2004* y BBVA

Gráfico 2.1.

### PIB real y potencial

Miles de millones de dólares, base 2000



Fuente: *Monetary Trends*, Federal Reserve Bank of St. Louis

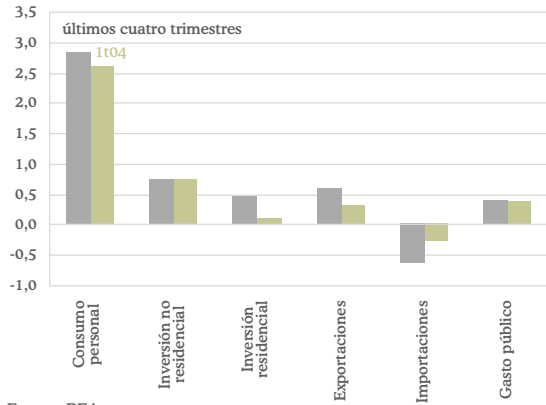
Cuadro 2.1. EE.UU.: cuadro macroeconómico y previsiones

Variación interanual	1tr03	2tr03	3tr03	4tr03	1tr04	2tr04	3tr04	4tr04	2002	2003	2004	2005
Consumo privado	2,3	2,5	3,7	4,0	4,3	4,0	3,0	2,9	3,4	3,1	3,5	3,0
Consumo público	3,3	4,1	3,9	2,1	2,7	2,1	2,4	3,2	3,8	3,3	2,6	2,9
Formación B.C.F.	0,9	2,4	6,0	8,0	9,2	9,9	7,4	6,9	-3,8	4,3	8,3	4,6
Inversión residencial	6,1	5,0	9,2	9,5	8,8	8,7	2,9	-1,9	4,9	7,5	4,5	-6,9
Inversión no residencial	-1,2	1,3	4,6	7,4	9,4	10,5	9,5	10,8	-7,2	3,0	10,1	9,5
Variación de existencias (*)	0,3	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,4	-0,1	0,2	0,0
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>3,4</b>
Exportaciones de b.y s.	1,7	-0,7	0,6	6,4	7,8	10,5	10,0	7,1	-2,4	2,0	8,8	9,3
Importaciones de b.y s.	5,3	3,5	2,6	4,5	6,9	7,5	9,2	7,8	3,3	4,0	7,9	7,0
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>
<b>PIB a p.m.</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>3,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>2,2</b>	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>	<b>3,3</b>
<b>PIB tr/tr anualizado</b>	<b>2,0</b>	<b>3,1</b>	<b>8,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>				
<b>IPC</b>	<b>2,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>

(\*) aportación al crecimiento del PIB.

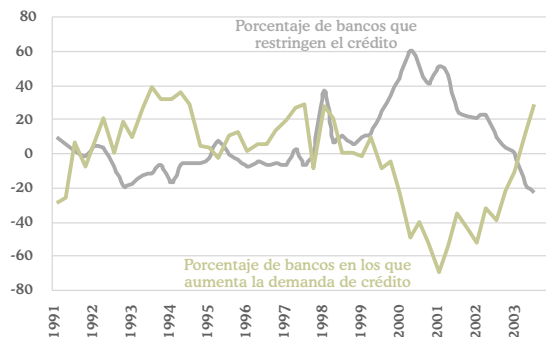
Fuente: BEA y BBVA

**Gráfico 2.2.**  
EE.UU. Aportación al crecimiento, componentes demanda



Fuente: BEA

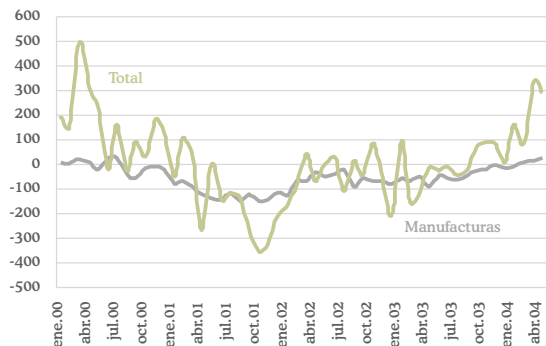
**Gráfico 2.3.**  
EE.UU. Indicadores de restricción de la oferta y demanda de crédito bancario



Fuente: Reserva Federal, Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices, abr.04

**Gráfico 2.4.**  
EE.UU. Empleo no agrícola

Creación mensual, miles de personas



Fuente: BLS

del consumo en bienes duraderos, el recorte de impuestos y un efecto riqueza que, desde el tercer trimestre de 2003, vuelve a ser positivo, han permitido este avance. Para los próximos meses, el menor impulso impositivo, el previsible aumento de los tipos de interés y el impacto negativo del encarecimiento de la energía<sup>1</sup>, se verán compensados por otras fuentes: la riqueza financiera y, sobre todo, la aparente recuperación del empleo. Uno de los factores de riesgo para las familias estadounidenses es su elevado nivel de endeudamiento, con un servicio de la deuda que ha crecido de forma significativa y que vuelve a situarse en niveles máximos (13,2% de la renta disponible). No obstante, otros indicadores, como la reducción de la exposición a la evolución de los tipos de interés de corto plazo o el hecho de que las mayor parte de la deuda de las familias sea deuda hipotecaria, de la cual entre el 85 y 90% se contrata a tipo fijo, contribuyen a matizar la vulnerabilidad del gasto familiar.

La inversión, particularmente en los componentes de equipo y software, ha sido el segundo gran motor del crecimiento, consolidando la tendencia positiva en la que se mueve desde el tercer trimestre de 2003. Al saneamiento de los balances empresariales que se produjo en los trimestres anteriores, se han sumado el fuerte repunte de los beneficios empresariales y la mayor confianza de los empresarios en la sostenibilidad de la demanda. Ello se ha traducido en un crecimiento de la inversión en equipo del 11,5%. Para lo que resta del año, es previsible que se mantengan tasas de crecimiento de doble dígito, sobre todo teniendo en cuenta que algunas empresas aprovecharán las rebajas fiscales que expiran a finales de este año para adelantar inversiones previstas para 2005. Los bajos niveles de inventarios constituyen un factor de soporte adicional. A nivel empresarial caben destacar otros dos aspectos. Por un lado, la recuperación de la demanda de crédito, sobre todo por parte de pequeñas empresas. Este factor ha dado lugar a un cambio en el signo del *gap* de financiación, esto es, la diferencia entre la financiación interna y el gasto en inversión, que ha recuperado un signo positivo después de varios trimestres en negativo. Este cambio en el balance ahorro e inversión a nivel empresarial tendrá, previsiblemente, un impacto en el conjunto de la economía y puede suponer un factor de presión al alza para los tipos de interés. Por otro, se constata una mejora de las condiciones de crédito bancario, lo que ayuda a financiar el gasto empresarial en inversión.

Por su parte, el gasto público y la inversión residencial han moderado su ritmo de crecimiento en los últimos meses. Lo mismo que ha sucedido con las exportaciones e importaciones. Tras los significativos repuntes del cuarto trimestre (20,5 y 16,5% en tasa trimestral anualizada), han crecido a tasas del 3,2% y 2,0%, respectivamente, con lo que el sector exterior ha pasado de tener una aportación nula al crecimiento a restar 0,2 puntos porcentuales. Una aportación significativamente baja si se compara con la evolución de la demanda nacional que crece a tasas superiores al 5,1%.

### El empleo aporta solidez al crecimiento

Las señales que se pueden desprender del avance de la actividad en estos primeros meses del año da muestras de ser más sólido que en trimestres anteriores por varios motivos. Por un lado, la productividad ha seguido creciendo a tasas relativamente elevadas (4,2% en tasa interanual), a pesar de empezar a observarse un aumento de las horas trabajadas. Por otro lado, los indicadores adelantados de confianza empresarial, que alcanza cotas máximas de los últimos 20 años, y de beneficios apuntan a una recuperación del sector manufacturero sobre la que hace apenas unos meses pendían serias dudas.

Por último y más significativo, es que por fin la fortaleza de la actividad y de la confianza empresarial han dado lugar a ganancias significati-

<sup>1</sup> Se estima que en los cuatro primeros meses del año el aumento del precio de la energía ha reducido la renta disponible real de las familias en 30 mil millones de \$, y podría restar entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales al crecimiento del consumo privado en 2004.

vas en términos de empleo. Esta variable venía siendo desde hacia muchos meses la principal incógnita para apostar por una recuperación sostenible. Tras la publicación del dato de empleo de marzo y abril, el mercado de trabajo da muestras de una recuperación más que gradual. En los cuatro primeros meses del año, se han creado más de 200 mil empleos por mes en promedio, una cifra inimaginable hace unos meses, y que parece más acorde con las señal que daban otros indicadores relativos a la evolución del mercado de trabajo. De hecho, con las últimas revisiones se cierra el gap observado entre los datos procedentes de las encuestas de empresas y familias, una de las discrepancias estadísticas más debatidas en los últimos meses. Adicionalmente, junto al dato agregado, dos datos específicos como la creación de empleo neto en el sector manufacturero y el aumento de la población activa, contribuyen a dar solidez a este cambio de tendencia. Con todo, la mejoría en las tasas de desempleo y actividad no parecen suficientes. Bien es cierto que la tasa de desempleo se sitúa en el 5,6%, cuatro décimas por debajo de los máximos, pero la tasa de actividad está en niveles bajos, 65,9% frente al promedio del 68% de la última década. Además, la economía estadounidense está lejos de recuperar los niveles de precrisis, cuando ya han transcurrido 30 meses desde el inicio de la recuperación<sup>2</sup>. Lo que traducido en cifras significa que en la economía hay 1,5 millones de empleos menos que en marzo de 2001.

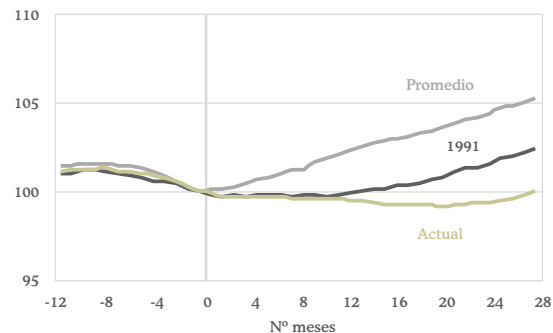
### El retorno de la “i”

Superados los temores a las presiones desinflationistas que han estado presentes de forma explícita en la caracterización de la política monetaria en este primer trimestre del año, la inflación ha dado sorpresas al alza. Por un lado, los precios del petróleo de referencia (*West Texas Index*) se han mantenido por encima de los 33\$/barril y las expectativas apuntan a que se mantendrán en esos niveles a corto plazo. Posiblemente en la última parte del año descienda a niveles de los 30\$/b. Ello ha llevado a que el crecimiento del componente energético de la cesta de la compra crezca por encima del 6% en tasa interanual y que el precio de la gasolina se sitúe en máximos históricos. No obstante, la pregunta relevante es si el reciente repunte de la inflación refleja el crecimiento de componentes puntuales o si ha habido un cambio en la tendencia de la inflación en términos generales. En este sentido, la inflación subyacente abandonó los mínimos históricos (1,1%) alcanzados en la última parte de 2003 arrastrada por las manufacturas y los servicios. Así, las manufacturas empiezan a incorporar el encarecimiento de las materias primas en los mercados internacionales y la debilidad del dólar frente a las principales monedas. Por otra parte, los servicios han repuntado en los últimos meses por la recuperación de la partida de alojamiento fuera del hogar que entró en deflación tras el 11-S y que es bastante sensible al ciclo de actividad. Ello vendría a confirmar la actual fase expansiva. En definitiva, el análisis por componentes así como la relativamente baja varianza de la inflación entre los mismos muestran que el cambio de tendencia de la inflación es generalizado.

Como consecuencia de todo ello, la previsión de inflación media para el conjunto de 2004 se eleva hasta el 2,4%, desde el 1,7% con una inflación subyacente que irá recuperándose de forma paulatina hasta cerrar el año ligeramente por encima del 2,2%. Con todo, los modelos de predicción no anticipan que esta aceleración de los precios supongan un desborde de las expectativas inflacionistas, máxime en un contexto de fuerte crecimiento de la productividad, una escasa utilización de la capacidad instalada y un anclaje de las expectativas de inflación en niveles bajos. Así, para 2005, las perspectivas apuntan a una inflación media en el entorno del 2%, por el efecto salida, ya que para el año que viene se prevé un abaratamiento relativo de las materias primas, y más concretamente del petróleo.

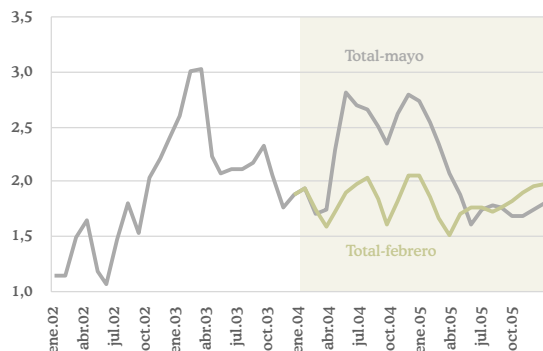
<sup>2</sup> En una recuperación típica del empleo, el nivel precrisis se recupera después de 11 meses desde el fin de la recesión.

**Gráfico 2.5.**  
**EE.UU. Empleo no agrícola**  
Inicio recuperación = 100



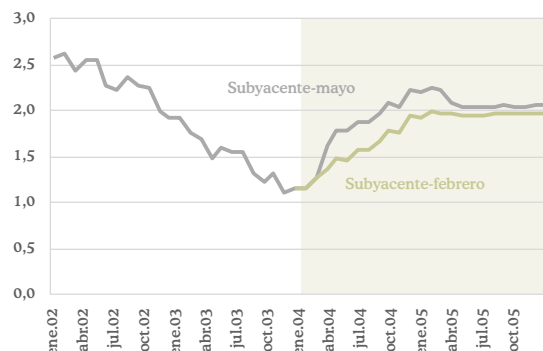
Fuente: BLS y BBVA

**Gráfico 2.6.**  
**EE.UU. Inflación**  
Pronósticos en febrero y en mayo



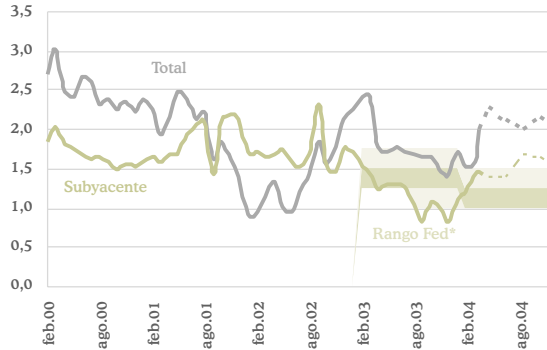
Fuente: BLS y BBVA

**Gráfico 2.7.**  
**EE.UU. Inflación subyacente**  
Pronósticos en febrero y en mayo



Fuente: BLS y BBVA

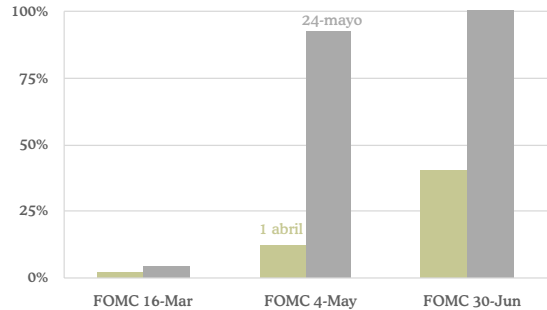
**Gráfico 2.8.**  
**EE.UU. Deflador del consumo**



\* Rango de previsión del deflador de gasto personal hecha pública en la comparecencia semestral de política monetaria (feb.04). La zona oscura muestra el rango central

Fuente: BEA, Reserva Federal y BBVA

**Gráfico 2.9.**  
**Probabilidad asignada por el mercado de futuros a un aumento de 25 pb en los Fed Funds**



Fuente: Bloomberg y BBVA

En cualquier caso, y de cara a la política monetaria, el aumento en las expectativas de inflación tiene una traducción casi inmediata en la aceleración del deflador del consumo privado, uno de los indicadores básicos para la Reserva Federal. Tras los últimos datos de precios de consumo de abril, se confirma que tanto el deflador general del consumo privado como el componente subyacente se sitúan o por encima, o en la parte alta del rango de previsión que maneja la Reserva Federal. Si bien para lo que resta de año no se prevé una aceleración significativa de ninguno de los dos componentes, el hecho de que superen estos rangos supone un factor que podría dar lugar a un adelanto en el calendario de subida de tipos por parte de la Reserva Federal.

### Fed: se agotó la “paciencia”

A pesar del mantenimiento de los tipos de interés de los fondos federales desde junio de 2003, la Fed está inmersa en pleno proceso de transición hacia un ciclo alcista de tipos, por lo que cobra especial relevancia la política de comunicación. En este sentido, los mercados han encontrado en el manejo del lenguaje en discursos y comunicados del FOMC una guía para adelantar posibles movimientos en los tipos oficiales. En el caso de los comunicados del FOMC, con el mantenimiento de la frase “periodo considerable de tiempo” entre las reuniones de agosto de 2003 y diciembre de 2003, el mercado interpretó que las subidas de tipos no se producirían en un plazo mínimo de seis meses. Este tiempo de espera para las subidas de tipos se redujo prácticamente a la mitad cuando en las reuniones de enero y febrero la frase anterior fue sustituida por la idea de que la política monetaria podía ser “paciente”. El único cambio explícito en la caracterización de la política monetaria se produjo en el FOMC del 4 de mayo, en la que se cambió el sesgo a neutral de la política monetaria. Con este cambio de lenguaje, la Fed no ha hecho sino incorporar de forma paulatina las sorpresas que se han venido produciendo en los datos. Primero, el fuerte ritmo de crecimiento. Segundo, la creación de empleo. Y, por último, la inflación que será el factor que desempeñará un papel clave a corto plazo.

Tras este comunicado, la Fed traslada el foco de atención desde el *timing* de inicio del ciclo alcista al ritmo de las subidas. Así, deja la puerta abierta a que las subidas de tipos se produzcan en cualquier momento, todo dependerá de las sorpresas en los datos, con especial énfasis en la inflación. Respecto al ritmo, el FOMC se muestra favorable de forma explícita a un ritmo gradual de subidas. Muchos son los factores a considerar en el calendario de subidas pero, sin duda, la percepción de riesgos al alza sobre la inflación es clave.

En respuesta a los últimos datos de crecimiento, inflación y el cambio de tono de la Fed, el mercado se dio completamente la vuelta. Fue en la última semana de abril cuando los mercados de futuros, tras haber venido retrasando de forma sucesiva el inicio de las subidas de tipos oficiales, pasaron a adelantar el primer movimiento de tipos a la reunión de finales del junio. De hecho, los futuros sobre los tipos a tres meses descuentan subidas de más de 100 puntos básicos de aquí a finales de año y sitúan los oficiales en el 4% a finales de 2005, unas subidas que parecen agresivas. Sin sorpresas significativas en los datos, la productividad seguirá siendo el factor clave para apostar por la contención de las presiones inflacionistas. En este sentido, preveemos que el inicio de las subidas podría retrasarse hasta agosto. Las subidas serán graduales, 50 puntos básicos hasta finales de este año y de 200 puntos básicos adicionales hasta finales de 2005.

### Escenarios de riesgo

Frente al escenario central de crecimiento sostenido e inflación estable en torno a tasas del 2% y con una subida gradual de tipos de interés, hay que ponderar posibles escenarios alternativos que se pueden considerar de riesgo para los mercados financieros, toda vez que podrían dar lugar a un tensionamiento de los tipos de interés mayor del

inicialmente previsto. El principal escenario de riesgo estaría caracterizado por un aumento de los precios que excediera las expectativas. Un escenario como éste podría desencadenarse como resultado de varios factores.

En el contexto actual, un primer conjunto de factores que se podrían combinar para dar lugar a un repunte sostenido de los precios son el precio del petróleo y la depreciación acumulada de dólar. Recientemente se ha observado una aceleración de los precios de importación y de producción, no sólo en los componentes energéticos, sino también en sus componentes más estables. Los modelos de estimación de la inflación a partir de la cadena de precios muestran que, si bien el aumento de precios en las primeras fases del proceso productivo pueden alimentar aumentos en los precios de los bienes finales, en el proceso de formación de precios operan otros factores. Así, las condiciones propias de cada mercado determinan en última instancia la traslación de estas tensiones inflacionistas a los precios finales<sup>3</sup>. Ello daría lugar a un repunte de la inflación relativamente moderado, alrededor de 0,5 puntos porcentuales. Por lo que respecta al impacto del tipo de cambio, aunque el *pass-through* a precios no puede desprejiciarse (véase el artículo "Tipos de cambio y precios, ¿una estrecha relación?") el reciente cambio de tendencia en el tipo de cambio efectivo real del dólar reduce el riesgo.

Un segundo factor, sobre el que hay más incertidumbre deriva de la propia evolución del componente cíclico del output—diferencia entre el crecimiento real y el potencial de la economía— que parece estar cerrándose a un ritmo mayor del previsto. Así, su magnitud podría no ser tan negativa como se estima actualmente, utilizando diferentes metodologías, o la información proporcionada por otros indicadores con información cíclica como la tasa de desempleo o la capacidad utilizada<sup>4</sup>. Una política monetaria altamente acomodaticia no supone mayores riesgos para la aceleración de los precios cuando el output gap de la economía es suficientemente grande. Pero, conforme se estrecha el gap, los riesgos por el lado de los precios aumentan.

Como consecuencia, y dado que no se puede descartar que la propia dinámica de la economía contribuya a una aceleración de los precios, las expectativas de los agentes sobre la inflación permiten calibrar en qué medida se pueden estar gestando crecientes presiones inflacionistas. La Fed monitoriza la evolución de las expectativas de inflación a partir de varios indicadores. Por un lado están las encuestas, a profesionales (*Survey of Professional Forecasters*, de la Reserva Federal de Filadelfia); a consumidores y empresarios, (*Universidad de Michigan*). Y por otro, están las expectativas de inflación que descuentan los mercados a partir de los bonos indexados a la inflación (TIPS)<sup>5</sup>. Algunas de las encuestas muestran que recientemente las expectativas de inflación a corto plazo han repuntado, quizá el caso más llamativo sea el que revelan los hogares estadounidenses, cuya previsión de inflación para el próximo año se ha elevado hasta el 4%, un punto por encima de la prevista a principios de año. No obstante, de momento, el repunte en las expectativas a largo plazo ha sido mínimo, manteniéndose éstas relativamente estables en tasas en el entorno del 2,5%-3,0%. En este sentido, la percepción de que la autoridad monetaria cumpla con su objetivo de estabilidad de precios a largo plazo, parece ser un buen anclaje para las expectativas de los agentes.

<sup>3</sup> Véase: "Inflation signals and inflation noise", W. Poole, Discurso en la Universidad de Arkansas, abril 1004.

<sup>4</sup> La magnitud del gap negativo discrepa dependiendo de los métodos de estimación utilizados. Véase: "Mind the gap: measuring actual versus potential output", National Economic Trends. The Federal Reserve Bank of St. Louis., enero 2004. 5. Incluso, dato el rápido proceso de cambio tecnológico, podría ponerse en entredicho la fiabilidad de la tasa de desempleo y la capacidad utilizada como medidas de la capacidad ociosa en la economía. Así, este proceso podría haber dejado obsoleto una parte del capital instalado y del capital humano y, por tanto, la capacidad no utilizada podría estar sobreestimada. Y la tasa de desempleo estructural podría haber aumentado.

<sup>5</sup> Adicionalmente, las expectativas de inflación también se pueden inferir a partir de los recientemente introducidos contratos de futuros sobre la inflación en el *Chicago Mercantile Exchange*.

Cuadro 2.3.

### EE.UU. Estimaciones del impacto de un aumento del precio del petróleo en 10\$ después de 1 año

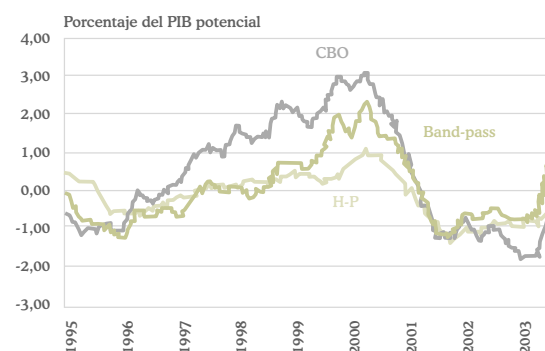
	PIB	Inflación
OCDE	-0,2	0,4
FMI	-0,6	1,6
FRB/US*	-0,2	0,5

\* Federal Reserve Board model of the US economy  
Fuente: OCDE (dic-1999), FMI (dic-2000), Reserva Federal

Gráfico 2.10.

### Estimaciones del output gap

En tasa interanual



Fuente: National Economic Trends, Federal Reserve Bank of St. Louis

Gráfico 2.11.

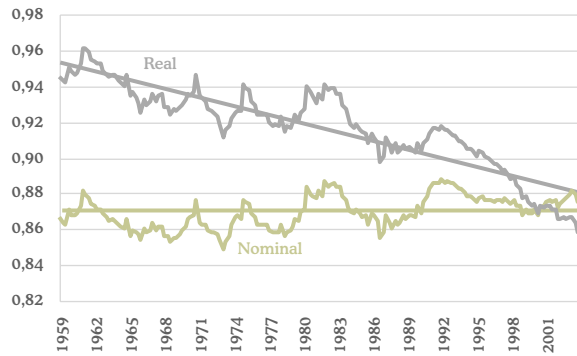
### EE.UU. Expectativas de inflación, a 1 y 10 años



Fuente: Survey of Professional Forecasters, Federal Reserve Bank of Philadelphia

## Crecimiento del consumo ¿duradero?

### EE.UU. Consumo en bienes no duraderos y servicios sobre el consumo total



Fuente: BEA y BBVA

### Estimación de la función de consumo

Variable	Consumo privado de bienes y servicios no duraderos			Consumo privado de bienes duraderos			Consumo privado agregado		
	Lag	Coefic.	T-valor	Lag	Coefic.	T-valor	Lag	Coefic.	T-valor
MCE		-0,0375	(-2.4)		-0,2724	(-6.7)		-0,0697	(-2.4)
Yd	-1	0,8932	(42.9)	-1	0,6763	(17.2)	-1	0,9046	(53.3)
Wbol	-1	0,0919	(4.8)	-1	0,0712	(2.0)	-1	0,0883	(5.1)
Pd/Pnd	-	-	-	-1	-1,1080	(-19.7)	-	-	-
$\Delta$ Yd	0	0,1414	(4.3)	0	0,4445	(1.9)	0	0,1761	(3.8)
	-1	0,0545	(1.6)	-	-	-	-	-	-
$\Delta$ Wbol	0	0,0113	(2.1)	-	-	-	0	0,0118	(1.6)
$\Delta$ Winm	-3	0,0242	(1.3)	-3	0,5112	(3.1)	-3	0,6146	(2.1)
$\Delta$ Wfin	0	0,0423	(1.1)	0, -2	0,7539	(3.6)	0, -2	0,0550	(1.5)
$\Delta$ Conf.	0, -1	0,0001	(4.7)	0, -1	0,0006	(3.0)	0, -1	0,0002	(4.2)
$\Delta$ Tparo	-	-	-	0	-0,0258	(-2.9)	0	-0,0017	(-1.1)
$\Delta$ $\pi$	0	-0,1130	(-1.3)	-	-	-	0	-0,4766	(4.4)
	-1,-2,-3	-0,2720	(-3.6)	-	-	-	-1,-2,-3	-0,4766	(4.4)
$\Delta$ r	-1	-0,0018	(-3.3)	-1	-0,0112	(-4.1)	-1	-0,0032	(-4.0)
$\Delta$ Pd/Pnd	-	-	-	0	-0,9312	(-2.3)	-	-	-

Fuente: BBVA

En los últimos años, el comportamiento del gasto de las familias estadounidenses ha sorprendido al alza. Ya en la fase de recesión en 2001, el gasto no registró el ajuste típico de otras fases recesivas. De hecho, esta ausencia de ajuste se utilizaba como argumento para prever un crecimiento del gasto muy moderado en la posterior fase de recuperación. Sin embargo, tras más de dos años de recuperación, este componente de la demanda sigue creciendo por encima del 3%. ¿Cómo se podría explicar esta inusual fortaleza del gasto de las familias?. Una de las formas de dar respuesta a esta pregunta es estimar una función de consumo y ver cuál ha sido la aportación al crecimiento de cada uno de sus componentes.

Ha habido dos líneas de investigación de las funciones de consumo tradicionales. Incorporando mecanismos de corrección de error (Davidson *et al.* (1978), el gasto real en bienes no duraderos y servicios en función de la renta y riquezas reales<sup>1</sup>, e incorporando la hipótesis de la renta permanente<sup>2</sup> (Hall (1978)). En estas formas de estimación, no se aborda de forma explícita el tratamiento de los bienes de consumo duradero, un tipo de bienes que presenta la peculiaridad de que los consumidores derivan de ellos una utilidad que se extiende bastantes periodos después de su compra. Así, se suele considerar que, a largo plazo, el gasto total es, en promedio, un múltiplo constante del gasto en bienes no duraderos y servicios. No obstante, los datos de postguerra de la economía estadounidense son contrarios a este supuesto. Si bien en términos nominales la participación de los bienes no duraderos y servicios sobre el gasto total ha sido bastante estable en el período de postguerra, el gasto real en bienes duraderos ha crecido mucho más rápido que el de no duraderos y servicios<sup>3</sup> (véase gráfico). Uno de los factores explicativos de la disparidad en el crecimiento de largo plazo del gasto real en bienes duraderos y el resto de bienes han sido los precios relativos. El importante crecimiento de la productividad en el sector de los bienes duraderos, significativamente superior a los del resto de la economía, explicaría una evolución de precios relativos favorable hacia los bienes duraderos.

Así, teniendo en cuenta este punto, se considera que la evolución de los precios relativos<sup>4</sup> es una variable a tener en cuenta en la modelización empírica del gasto y suficiente para abordar por separado ambos tipos de consumo.

En este sentido, y a partir de datos trimestrales, se estiman dos funciones de gasto, una para el gasto en duraderos y otra para el resto de bienes. Suponiendo que existe una relación de largo plazo entre cada tipo de gasto, la renta disponible (Yd) y la riqueza (W) reales, y, en su caso, con los precios relativos duraderos/no duraderos (Pd/Pnd), se ha procedido a estimar cada una de estas relaciones en un mecanismo de corrección del error (MCE) dentro de dos ecuaciones dinámicas (véase cuadro). Así, en la dinámica de corto plazo se incorpora el efecto de los cambios en la renta disponible real, en

<sup>1</sup> Véase Davidson J. E. H., D. F. Henry, F. Srba y S. Yeo (1978): "Econometric Modelling of the Aggregate Time-Series Relationship between Consumer's Expenditure and Income In the UK". *Economic Journal*, 88, 661-692.

<sup>2</sup> Véase Hall, Robert E. (1978): "Stochastic Implications of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence". *Journal of Political Economy* 86, 971-987.

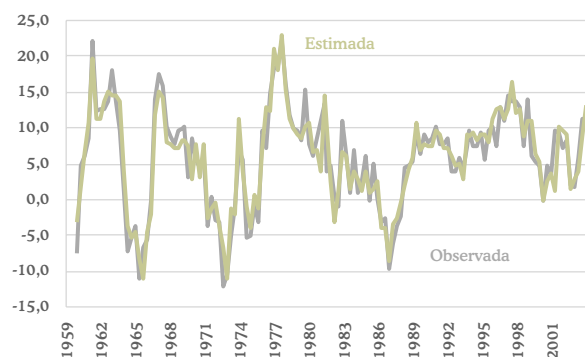
<sup>3</sup> Véase Palumbo, M., J. Rudd y K. Whelan (2002): "On the Relationships between Real Consumption, Income and Wealth". Board of Governors of the Federal Reserve System. *Finance and Economic Discussion Series*. 2002-38. Sep, 2002.

<sup>4</sup> Véase a este respecto "A guide to FRB/US. A Macroeconomic Model of the United State". *Division of Research and Statistics Federal Reserve Board*. October 1996.

<sup>5</sup> Las variables nominales se deflactan por el correspondiente índice de precios.

## EE.UU. Consumo duraderos

Crecimiento interanual %



Fuente: BEA y BBVA

## Contribuciones al crecimiento de los principales determinantes del consumo de duraderos

Periodo	Renta disponible	Riqueza Bolsa	Precios relativos	Resto var. corto plazo	Consumo B. Duraderos
1970-1980	2,3%	-0,1%	2,1%	0,1%	3,6%
1981-1990	2,2%	0,5%	2,6%	-0,2%	5,7%
1991-2000	2,0%	0,8%	3,3%	0,4%	6,4%
2001-2003	1,8%	-0,8%	5,8%	-0,4%	5,8%
2003 I Sem	1,3%	-1,2%	6,9%	-1,1%	3,5%
2003 II Sem	2,2%	0,6%	7,0%	1,3%	10,5%

Fuente: BBVA

la riqueza, en la confianza de los consumidores (Conf), en la tasa de paro ( $u$ ), en los tipos de interés reales ( $r$ ), en la tasa de inflación ( $\pi$ ) y en los precios relativos<sup>5</sup>. Por lo que se refiere a las variables de riqueza, se encuentra que la riqueza relevante en el largo plazo es la de activos bursátiles ( $W_{bol}$ ), y en el corto plazo se detectan efectos de la riqueza neta inmobiliaria ( $W_{inm}$ ) y la riqueza neta en activos de renta fija ( $W_{fin}$ ).

Adicionalmente, se estima una ecuación para el gasto total a fin de comparar los distintos efectos que tienen las variables explicativas.

Los resultados obtenidos muestran que, a largo plazo, la elasticidad del gasto a la renta disponible real es significativamente superior en el gasto en bienes no duraderos y servicios (0,9) que en el de duraderos (0,7), y coincide con la elasticidad total del gasto. Por otra parte, no existen diferencias estadísticas en la elasticidad a la riqueza bursátil (0,09), entre los bienes duraderos, los no duraderos y el total del gasto. Con todo, quizá el resultado más relevante es que, a largo plazo, los bienes duraderos responden prácticamente en una proporción de uno a uno al cambio en su abaratamiento relativo.

En las dinámicas de corto plazo destaca la mayor respuesta de los bienes duraderos a la riqueza inmobiliaria y la renta fija. Este resultado apunta a que las familias utilizan su stock de activos para adquirir y financiar las compras de bienes duraderos que, por lo general, requieren de importantes desembolsos. También los bienes duraderos son más sensibles al paro, a la confianza de los consumidores y a los tipos de interés reales, que el resto. Así, se interpreta que la confianza y la tasa de paro, son buenos indicadores de la incertidumbre que puede retraer las decisiones de adquisición de bienes duraderos. Igualmente se encuentra que los bienes duraderos presentan una mayor sensibilidad a los tipos de interés reales dado que suele ser la variable relevante para su financiación. La semielasticidad de los bienes duraderos (-0.0112) a los tipos de interés es 6,5 veces más sensible que la del gasto en no duraderos y servicios (-0.0018). Por su parte, el consumo del resto de bienes es sensible a las variaciones de la inflación, en el sentido de que sorpresas de inflación tienden a erosionar la renta disponible y la riqueza (*inflation tax*), y por tanto, sorpresas en la inflación tienden a reducir el gasto real en bienes no duraderos y servicios.

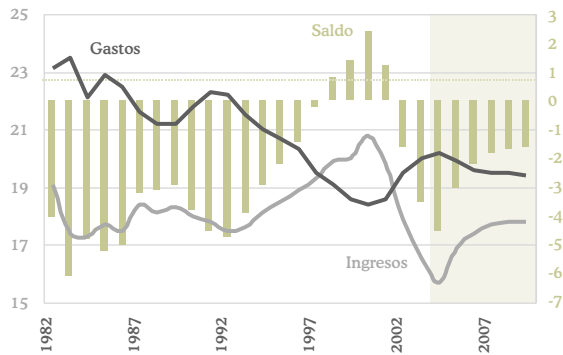
Por último, la estimación de gasto de bienes duraderos permite ver cuál ha sido la contribución de los distintos componentes al crecimiento en este tipo de gasto. En el cuadro adjunto se comprueba que a lo largo de los últimos 30 años la contribución de la renta disponible ha permanecido prácticamente estable alrededor de 2 puntos porcentuales. La riqueza en bolsa ha ido aumentando a lo largo del tiempo, aunque de forma moderada, acercándose al punto porcentual en la década de los noventa. Y, por su parte, los precios relativos han ido ganando contribución en el tiempo, de tal manera que, en los tres últimos años la caída de la riqueza en bolsa y la moderación de la renta han sido compensados por la caída de los precios relativos. Esto ha permitido duplicar su contribución al crecimiento respecto a las tres décadas precedentes. Igualmente, se aprecia que en la segunda parte del año 2003 se han conjugado una aportación positiva de la riqueza, una aceleración de la renta y la caída de los precios relativos para explicar el espectacular crecimiento del gasto en bienes duraderos.

En definitiva, los resultados aquí presentados muestran que la evolución de los precios relativos de los bienes duraderos ha sido clave para explicar la fortaleza del gasto en estos últimos años. Igualmente, se comprueba que el cambio en la aportación de la riqueza entre el primer y segundo semestre del último año explica casi la cuarta parte de la aceleración del gasto de bienes duraderos.

## EE.UU., ¿volverá la disciplina fiscal?

### EE.UU. Ingresos, gastos y saldo federal

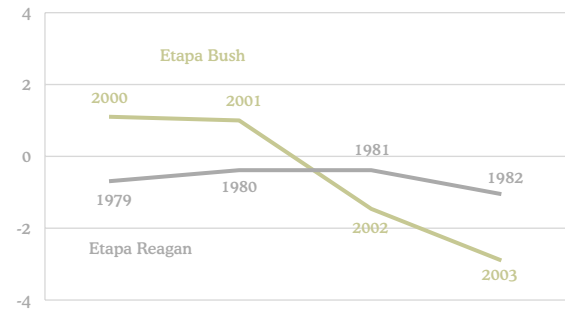
En porcentaje del PIB



Fuente: CBO

### EE.UU. Saldo presupuestario estructural

En porcentaje del PIB



Fuente: CBO

Entre 2000 y 2003 las finanzas públicas estadounidenses han experimentado un vuelco significativo. El saldo federal pasó de ser superávit (2,4% del PIB) a déficit (-3,5% del PIB)<sup>1</sup>. En el presente año fiscal se estima que el déficit puede incluso ampliarse casi otro punto de PIB adicional, situándose en el 4,2%. Este deterioro se ha caracterizado por haberse producido a un ritmo sin precedentes en la historia reciente, superando incluso al observado en la etapa Reagan; y por haber supuesto un cambio drástico en términos de expectativas, tanto a corto como a medio plazo. En definitiva, las ganancias acumuladas en la segunda mitad de los noventa han desaparecido y ello suscita dudas sobre la sostenibilidad de la situación fiscal y sobre su impacto económico a largo plazo. Así, si bien a corto plazo hay un amplio consenso en cuanto a que las medidas de política fiscal han supuesto un estímulo al crecimiento a corto plazo<sup>2</sup>, su impacto a medio y largo plazo es la preocupación central<sup>3</sup>.

Las sorpresas (desviaciones) respecto a las proyecciones de déficit federal resultan las variables relevantes para variables financieras como los tipos de interés e largo plazo<sup>4</sup>. De ahí que se plantee cuáles pueden ser los riesgos que incorporan las actuales proyecciones de déficit federal. Las últimas previsiones apuntan a una reducción del déficit en los próximos años, que parece estar incorporada en las rentabilidades actuales. Sorpresas negativas en el avance previsto del ajuste fiscal supondrían un riesgo al alza para las rentabilidades de la deuda estadounidense.

Con carácter general, la incertidumbre sobre las proyecciones es creciente en el tiempo y en el momento actual se añade un elemento más de incertidumbre: la cita electoral de noviembre e incluso la posibilidad de que haya un cambio de administración. Para los dos próximos años, y sin cambios en las políticas, las previsiones oficiales proyectan un cierre del déficit fiscal hacia tasas del 2% en 2006: con un crecimiento promedio de los ingresos del 12%, y una moderación de los gastos a tasas de crecimiento del 3,2%.

¿Son realistas estas previsiones a un horizonte de dos años vista? Por el lado de los ingresos, hay que tener en cuenta que, más allá de una coyuntura menos favorable, las medidas de política fiscal han desempeñado un papel muy importante en el deterioro de las cuentas públicas. En concreto, los recortes impositivos explican la cuarta parte de la desviación del saldo federal en los últimos años. Para los próximos años, la gran mayoría de las medidas aprobadas tendrán continuidad, incluso la administración Bush se propone hacer permanentes unos recortes que inicialmente expiraban a finales de esta década. De forma que, por este lado, hay dudas fundadas sobre la capacidad de recuperar de forma significativa los ingresos. Es más, en las previsiones oficiales se asume una recuperación de los ingresos por impuestos directos a personas físicas difícilmente justificable, toda vez que su caída no termina de explicarse por factores puramente cíclicos. Por lo que respecta al papel del mercado de valores y la imposición sobre ganancias de capital, sin duda, la recuperación de los precios bursátiles supone un factor de apoyo a los ingresos públicos pero es difícil de cuantificar. Así, a pesar de tener un peso menor en los ingresos totales, los ingresos relacionados con la evolución del mercado de valores fueron claves en la recuperación de los ingresos de la segunda mitad de los noventa y muy probablemente en la caída de los mismos en estos últimos años.

Por lo que respecta a los gastos, la relajación fiscal ha sido una constante en estos tres últimos años. El gasto discrecional, fundamentalmente el gasto en defensa y seguridad nacional tras los atentados del 11-S, ha crecido en términos nominales a un ritmo del 9% anual. Es más, los fondos complementarios han crecido por encima del 13%, con un peso creciente en el gasto discrecional total. En este sentido, los límites establecidos de crecimiento de este tipo de gasto parecen cuestionables y difícilmente asumibles.

Una tercera opción es que sea el propio crecimiento económico el que permita una reducción del déficit. Esto podría ocurrir si el déficit federal tuviera una naturaleza fundamentalmente cíclica. No obstante, según estimaciones del CBO, el déficit actual es fundamentalmente estructural (el componente cíclico apenas supone 0,4 puntos porcentuales). Las previsiones oficiales, que estiman un crecimiento promedio del 3,5% en los dos próximos años, contemplan que este componente cíclico del déficit pase del -0,4 actual a ser nulo en 2006. Esto significa que si bien la aceleración del ritmo de crecimiento económico favorecerá la reducción del déficit, esto no será suficiente para la consecución de ajuste fiscal.

En cualquier caso, dado el punto de partida, parece haber una opinión creciente que plantea la necesidad de acometer medidas conjuntas sobre ingresos y gastos, para avanzar en el proceso de consolidación presupuestaria<sup>5</sup>. Un ejemplo de este proceso tuvo lugar en la segunda mitad de los noventa en la que se combinó una aceleración de los ingresos públicos, con tasas de crecimiento que duplicaron a las de los gastos, y la aceleración del crecimiento de la productividad en cerca de medio punto respecto a la etapa previa. No obstante, en el actual contexto, parece haber dudas razonables de que un proceso de consolidación fiscal de estas características vuelva a repetirse.

<sup>1</sup> Este es el saldo federal, estimándose que el déficit general del Estado, considerando los gobiernos locales y estatales, alcanza el 6% del PIB, uno de los más altos después de Japón de las economías desarrolladas.

<sup>2</sup> Según la OMB el estímulo fiscal se cifra en 89 mm \$ en 2002, 159 mm \$ en 2003, 272 mm \$ en 2004 y 171 mm \$ en 2005.

<sup>3</sup> En un informe reciente del FMI ("US Fiscal Policies and priorities for long-run sustainability", FMI, occasional paper 227) se estima que el impacto de expansiones fiscales previas en EE.UU. sobre el crecimiento a largo plazo ha sido mínimo.

<sup>4</sup> De hecho se estima que la sorpresa respecto a la previsión más que el propio dato de déficit es el indicador clave para las variables financieras, como los tipos de interés de largo plazo. Para más detalles véase "Déficit público y tipos de interés a largo plazo en EE.UU." S. Castillo y M. Martínez, *Situación Global*, mar-03.

<sup>5</sup> OCDE, *Economic Outlook*, nº 75, may 2005.

### 3. Unión Europea

#### UEM

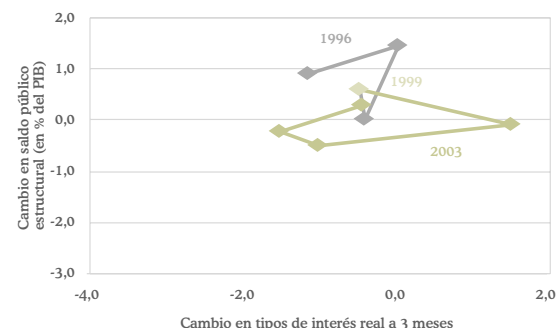
Mientras que en otras áreas del mundo (EE.UU., Asia) la recuperación de la actividad es un hecho y el foco de atención se traslada a la inflación o a la magnitud y rapidez de futuras subidas de tipos, en la UEM persisten las dudas sobre el crecimiento. La lenta recuperación de tasas más acordes con el potencial se ve ensombrecida por la titubeante evolución de la demanda interna. Recientemente, la depreciación del tipo de cambio y el fuerte impulso de la demanda externa han reavivado el optimismo sobre la recuperación europea, pero factores como la escalada del precio del petróleo introducen una nota de cautela en una recuperación demasiado dependiente del entorno exterior. En este contexto, la inflación pasa a un segundo plano y las posibles subidas de tipos permanecen en un horizonte lejano.

#### ¿Por qué no crece la UEM?

El relativamente peor comportamiento de la UEM en términos de crecimiento plantea varias preguntas respecto a los factores que lo provocan, su posible solución, y su influencia en la probabilidad y velocidad de la reactivación. En este sentido, se pueden identificar varios factores que explican el menor crecimiento de la UEM respecto a EE.UU. en los últimos años. En primer lugar, el impulso de las políticas de demanda, tanto monetario como fiscal, ha sido bastante inferior al registrado en la economía estadounidense. No sólo la variación en el saldo fiscal estructural y en los tipos reales ha sido más acusada en EE.UU., sino que los niveles finales de ambos, en la actualidad, son también inferiores en la economía estadounidense. Esto es, EE.UU. no sólo ha aprovechado su mayor margen de maniobra respecto a la UEM, sino que ha ido más allá en términos de relajación monetaria y fiscal, con el consiguiente riesgo de desequilibrios que ello puede generar. Esto no quiere decir que la gestión de las políticas de demanda en la UEM no haya sido adecuada. No sólo el margen de maniobra, sino tanto la situación cíclica como la inflación han evolucionado de forma diferente en la UEM y EE.UU. La caída del componente cíclico del PIB fue más brusca y acusada en EE.UU. y en la UEM, pese a la desaceleración de la actividad, la inflación se ha mantenido por encima de su tendencia (véase artículo "Características cíclicas de la situación actual en la UEM"). Un segundo factor que explica el relativamente peor comportamiento de la UEM en términos de crecimiento ha sido la evolución del tipo de cambio, que a diferencia de EE.UU., ha tenido un comportamiento procíclico. Así, durante el período 1999-2001, la depreciación del euro acentuó las presiones inflacionistas del momen-

Gráfico 3.1.

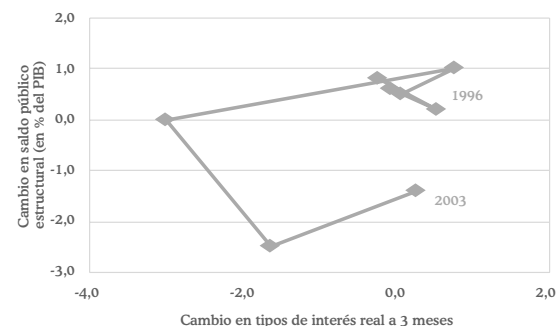
#### UEM. Tono de las políticas monetaria y fiscal



Fuente: OCDE, BCE y BBVA

Gráfico 3.2.

#### EE.UU. Tono de las políticas monetaria y fiscal



Fuente: OCDE, Reserva Federal y BBVA

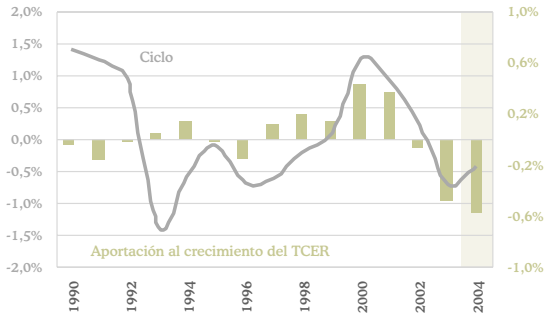
#### Cuadro 3.1. UEM. Cuadro macroeconómico y previsiones

Var. interanual	1tr03	2tr03	3tr03	4tr03	1tr04	2tr04	3tr04	4tr04	2002	2003	2004	2005
Consumo Privado	1,4	1,1	0,9	0,6	0,7	1,0	1,3	1,8	0,1	1,0	1,2	2,0
Consumo Público	2,0	1,8	1,9	2,2	1,4	1,4	1,4	1,5	2,9	2,0	1,4	1,6
Formación B.C. Fijo	-1,8	-0,6	-1,0	-0,7	0,6	1,6	2,8	3,4	-2,8	-1,0	2,1	3,5
Var. Existencias (*)	0,6	0,1	0,0	0,4	0,3	0,1	0,2	-0,3	0,2	0,3	0,1	0,0
<b>Demanda Interna(*)</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>
Exportaciones	1,5	-1,3	-0,3	0,4	3,4	4,4	4,8	7,4	1,5	0,1	5,0	5,7
Importaciones	3,7	1,0	1,0	1,8	3,2	3,4	5,0	7,2	-0,1	1,8	4,7	5,9
<b>Saldo Exterior(*)</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
<b>PIB</b>	<b>0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>
<b>Inflación</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>

(\*) Aportación al crecimiento del PIB

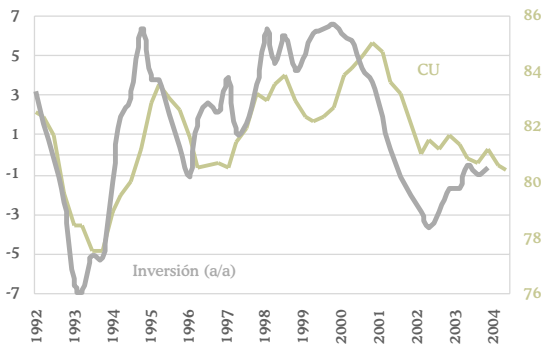
Fuente: Eurostat y BBVA

**Gráfico 3.3.**  
**UEM: ciclo y aportación del tipo de cambio al crecimiento**



Fuente: Eurostat, BCE y BBVA

**Gráfico 3.4.**  
**UEM. Inversión y capacidad utilizada**



Fuente: Eurostat

**Cuadro 3.2.**  
**Alemania. Cuadro macroeconómico y previsiones**

Variación interanual	2002	2003	2004	2005
Consumo Privado	-1,0	-0,1	0,2	1,2
Consumo Público	1,7	0,9	1,1	1,4
Formación B.C.F.	-6,5	-2,0	0,9	2,7
B. Equipo	-7,6	-0,5	2,1	3,8
Construcción	-5,6	-3,3	-0,2	1,8
Var.Existencias (*)	0,1	0,6	0,1	0,0
<b>Dd Nacional (*)</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,5</b>
Exportaciones	3,4	1,7	6,2	5,7
Importaciones	-1,6	3,4	4,9	5,7
<b>Saldo Exterior (*)</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>
<b>PIB a p m</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>
<b>Inflación</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>

(\*) Aportación al crecimiento del PIB.

Fuente: Bundesbank y BBVA

to, mientras que su apreciación desde 2002 ha contribuido a intensificar la desaceleración cíclica. Esta apreciación se puede explicar sólo en parte por fundamentos. Otra parte es atribuible a la percepción de que el dólar debía depreciarse para facilitar un ajuste del elevado déficit corriente de EE.UU., derivado del desahorro público y de las familias. Por último, la economía europea muestra un crecimiento tendencial inferior al de EE.UU. Asimismo, cabe recordar que la menor rigidez de los mercados de bienes y factores de EE.UU., y un sistema financiero más desarrollado ayudan a un ajuste más rápido de los shocks. En una perspectiva más de medio plazo se plantean las diferencias de crecimiento potencial en ambas economías, derivado no sólo de unas condiciones demográficas más adversas en la UEM, sino también de una evolución de la productividad más desfavorable (véase recuadro "Productividad, más que un problema "potencial" en la UEM").

En definitiva, no cabe esperar una fuerte reactivación económica en la UEM como la experimentada por EE.UU. A cambio, no ha acumulado en la misma medida los desequilibrios derivados, en parte, de unas políticas de demanda muy agresivas. Respecto al medio plazo, la recién estrenada ampliación de la Unión Europea, que culminará en una ampliación de la UEM, constituye una magnífica oportunidad para impulsar el crecimiento potencial del área. La incorporación de nuevos países con costes laborales sustancialmente más bajos, elevada preparación de la mano de obra, y en algunos casos, avances significativos en innovación y tecnología, puede actuar como catalizador de las reformas estructurales pendientes en la zona.

### ¿Qué le ocurre al consumo?

Por el momento, las cifras de PIB señalan una paulatina recuperación de la actividad desde la segunda mitad de 2003 que, sorprendentemente, parece haber cobrado fuerza en el primer trimestre de 2004. Sorprendentemente porque los indicadores de confianza, actividad y gasto eran más mixtos de lo que indica el 0,6% trimestral de crecimiento obtenido en la estimación preliminar. Sin datos todavía de los componentes, todo hace aventurar que la contribución del sector exterior puede explicar en buena parte esta cifra.

Las exportaciones están comportándose razonablemente bien pese a la pérdida de competitividad derivada de la apreciación acumulada del tipo de cambio. Pero la diferencia por países es importante. Mientras Italia, especializada en productos de baja cualificación, está sufriendo la dura competencia de los países asiáticos y del Este de Europa, Alemania mantiene una elevada cuota de exportaciones gracias a la significativa demanda mundial de bienes de capital, y a las ganancias de competitividad obtenidas con la deslocalización a los países del Este<sup>1</sup>. Para el conjunto del área se obtiene que en 2004 el incremento de la demanda mundial más que compensa la apreciación prevista en el tipo de cambio efectivo nominal.

Pero la sostenibilidad de la recuperación pasa por un fortalecimiento de la demanda interna. En inversión, tras el fuerte ajuste de los tres últimos años, se ha observado ya un repunte en el último trimestre de 2003. Y aunque los datos de producción de bienes de capital y pedidos industriales apuntan a una posible moderación en el primer trimestre de 2004, las perspectivas a medio plazo, apoyadas en la fortaleza del crecimiento mundial, en unas condiciones financieras más favorables y en el aumento de beneficios, son moderadamente optimistas. La evolución del consumo privado genera más preocupación. Actualmente presenta una atonía que parece ir más allá de lo que indicaría la evolución de sus determinantes macroeconómicos (renta disponible, riqueza, tipos de interés e inflación). Es posible que, tal y como apuntan el BCE y la Comisión Europea, la incertidumbre por el deterioro de

<sup>1</sup> Los productos que se produce a menor coste en estos países, se importan luego por Alemania como bienes intermedios para las exportaciones.

la situación fiscal y la implementación de reformas estructurales estén contribuyendo a esta atonía. El riesgo geopolítico tampoco parece ayudar. Y, si bien el empleo ha mostrado una singular resistencia en esta desaceleración, no se prevé una sustancial mejoría del mismo ni de las condiciones del mercado laboral en el corto plazo. Por este lado, por tanto, no cabe esperar más que un paulatino repunte del consumo privado.

Todo lo anterior apunta, como escenario más probable, a uno de gradual recuperación de la actividad, en el que la inversión va cobrando fuerza gracias al impulso internacional, y el optimismo se va trasladando poco a poco al consumo. Así, la economía europea podría crecer un 1,7% en 2004, para situarse en su potencial (2,3%) en 2005.

Pero este escenario no está exento de riesgos. El primero de ellos está ligado a la evolución del precio del petróleo. Otro factor de riesgo son los problemas por los que atraviesan algunos países grandes del área. Este es el caso de Alemania, que pese a verse favorecida por el impulso de la demanda externa afronta dos importantes obstáculos: el debilitamiento del vínculo entre inversión, empleo y exportaciones, debido al ya citado proceso de deslocalización de la producción, y la todavía delicada situación del sistema financiero alemán, que limita el acceso al crédito de las empresas. La situación de Italia también es preocupante, con una persistente pérdida de competitividad, baja productividad, y escasos avances en innovación y tecnología.

### Petróleo, ¿regreso al 2000?

Sin negar que el reciente incremento del precio del petróleo representa un riesgo para la recuperación en la UEM, cabe destacar que la situación actual es muy diferente de la del año 2000. Por entonces, el encarecimiento del precio del petróleo en dólares coincidió con una acusada depreciación del euro, lo que elevó el precio del barril en euros muy por encima de los niveles actuales (ver gráfico). Además, en aquella ocasión se trataba de un alza prácticamente ininterrumpida desde principios de 1999, que culminó en un incremento de más de 20 euros en el precio del barril. Por tanto, el movimiento no es comparable, por ahora, ni en magnitud (nivel actual respecto al promedio de los últimos años), ni en intensidad (número de trimestres en alcanzar el máximo) ni en duración.

Por otra parte, el incremento del precio del petróleo en 2000 coincidió también con la crisis del sector de telecomunicaciones, el pinchazo de la burbuja bursátil, y una desaceleración del crecimiento global que se reflejó en un colapso del comercio mundial. En la actualidad, las condiciones externas son más favorables. Pero la debilidad del consumo es mayor, por lo que se teme el efecto de este nuevo factor depresivo sobre el poder de compra de los consumidores. Se estima que el aumento de precios energéticos en 2000, que fue más duradero de lo previsto, restó un punto porcentual el poder de compra de las familias ese año, y casi medio punto en 2001.

Respecto a inflación, cabe recordar que el shock energético de 2000 se vio acentuado por un shock en alimentos frescos derivado de la crisis en el sector ganadero a principios de 2001.

### Inflación, vuelta “transitoria” al 2%

A pesar de iniciarse el primer trimestre del año con la inflación por debajo del 2% (1,8%) debido a un favorable efecto base energético en 2003, las expectativas inflacionistas para el conjunto de 2004 se han deteriorado en dos décimas hasta el 2%, fundamentalmente por el encarecimiento en los mercados internacionales de las materias primas y en especial por la persistencia de los precios del petróleo por encima de los 30\$/barril. En los dos primeros meses del año, estos efectos fueron compensados por la fuerte apreciación del euro,

Cuadro 3.3.

### Francia. Cuadro macroeconómico y previsiones

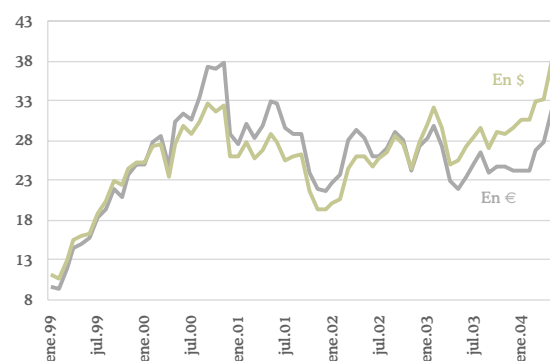
Variación interanual	2002	2003	2004	2005
Consumo Privado	1,8	1,7	2,3	2,4
Consumo Público	4,6	2,5	1,9	1,9
Formación B.C.F.	-1,8	0,2	3,3	4,0
Var.Existencias (*)	-0,2	-0,2	0,0	0,0
<b>Dd Nacional (*)</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>
Exportaciones	1,7	-2,7	3,9	5,6
Importaciones	3,3	0,3	4,9	6,1
<b>Saldo Exterior (*)</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>
<b>PIB a p m</b>	<b>1,1</b>	<b>0,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>
<b>Inflación</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>

(\*) Aportación al crecimiento del PIB.

Fuente: INSEE y BBVA

Gráfico 3.5.

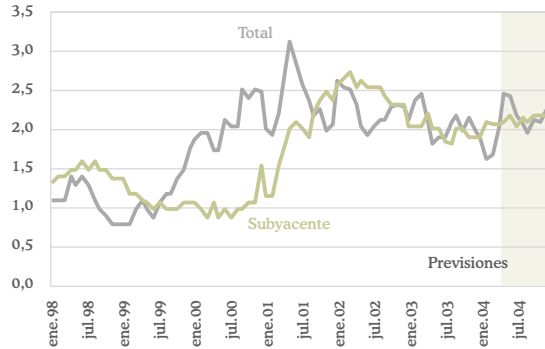
### Precio del petróleo Brent en euros y dólares



Fuente: BCE

**Gráfico 3.6.**  
**UEM. IPCA**

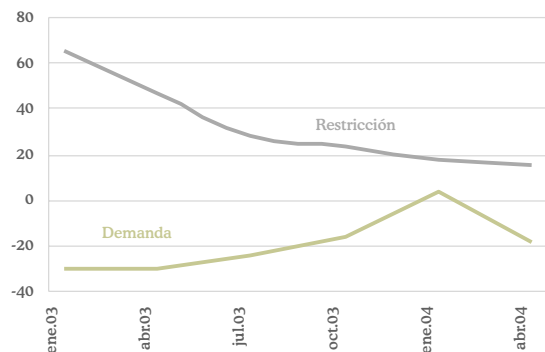
En tasa de variación interanual



Fuente: Eurostat y BBVA

**Gráfico 3.7.**  
**UEM. Demanda y restricción del crédito**

Encuesta bancaria



Fuente: BCE

pero a partir de marzo se ha iniciado un movimiento apreciatorio del dólar que ha provocado la tensión en los precios denominados en euros, y que dadas las previsiones del tipo de cambio, tendrá efectos de corto y medio plazo en la inflación. A su vez, la subida de los impuestos especiales sobre el tabaco fundamentalmente en Alemania (12,2%), Francia (9,7%), Italia (6,3%), y Países Bajos (9,2%) han contribuido a que la inflación interanual en la UEM sea 0,3 p.p. más alta en este primer trimestre. El segundo trimestre se va a iniciar con un fuerte repunte de la inflación que la llevará a superar el límite del 2% pudiendo llegar hasta el 2,4% en mayo-junio. Ello no es más que la conjugación del efecto base energético (caída del precio del petróleo tras la toma de Iraq por EE.UU. en 2003) junto con el encarecimiento actual de las materias primas en euros. Para el resto del año se espera que la inflación se estabilice alrededor del 2%. En definitiva, no parece que haya problemas de inflación en el área, aunque es significativo que no se consiga bajar del 2% en un contexto de relativa debilidad cíclica.

Las expectativas para 2005 señalan que la inflación, por fin, se situó por debajo del 2% (1,9%) por un recurso menos intenso a la subida de los impuestos especiales (tabaco, alcohol e hidrocarburos), con unos precios de las materias primas algo más baratos, sobre todo en petróleo, aunque con un tipo de cambio algo más depreciado.

### BCE, con cautela

Desde principios de año, el BCE ha ido expresando su preocupación por los sucesivos riesgos que planeaban sobre el crecimiento. Primero fue la fortaleza del euro, luego la debilidad del consumo y la confianza del consumidor, y más recientemente el aumento del precio del petróleo y otras materias primas. Desafortunadamente, durante todo este proceso el banco emisor ha vuelto a poner de manifiesto sus carencias en materia de comunicación. Su insistencia en alertar de la volatilidad de las divisas cuando el riesgo estaba en el nivel, el énfasis en ligar el estancamiento de la confianza de los consumidores con su elevada percepción de la inflación, o los mensajes contradictorios lanzados en un intervalo de escasos días son claros ejemplos de ello.

Conforme avanzaba el año se han ido clarificando algunas incertidumbres, sobre todo en lo referente al entorno internacional. Esto ha contribuido a que los mercados, que habían asignado cierta probabilidad a una bajada de tipos, hayan descartado finalmente esta posibilidad. Así, actualmente la atención se centra en cuándo empezará el BCE a subir tipos, algo que según descuentan los mercados sucederá antes de fin año. Con la Reserva Federal dispuesta a iniciar en breve el ciclo alcista de tipos, la economía mundial en franca expansión, y los últimos datos "más alentadores" de la UEM, el aumento del precio del petróleo ha pasado a inquietar más por los riesgos que puede generar sobre la estabilidad de precios, que por su impacto sobre el crecimiento.

Las perspectivas del mercado, sin embargo, parecen algo exageradas. Respecto al precio del petróleo, el BCE ya ha mostrado que no responde a movimientos puntuales de la inflación sino a las expectativas de medio plazo. Además, a pesar de su retórica antiinflacionista, el banco emisor se ha caracterizado hasta ahora por actuar de forma bastante pragmática. Un ejemplo de ello es el inicio del ciclo bajista de tipos en mayo de 2001, coincidiendo con una inflación que llegó a rebasar el 3%. De hecho, cabe esperar que en esta ocasión actúen con especial cautela, dado que en la escalada de precios del petróleo de los años 1999 y 2000 tendieron a sobreestimar el impacto en inflación, por los temidos efectos de segunda ronda, mientras que infraestimaron el impacto sobre el consumo. Por entonces se comprobó que las expectativas parecen bien ancladas en torno al 2%.

Efectivamente, de la situación económica interna y externa se desprende que, si se cumple este escenario, no habrá más recortes de tipos en la UEM. Pero pensar en subidas durante este año parece prematuro. La fragilidad de la demanda interna y la evolución prevista de sus determinantes no permite esperar más que una moderada y paulatina recuperación de la misma. Y aunque las condiciones financieras de empresas y familias, en general, son más favorables, todavía queda margen de mejora. En concreto, los préstamos bancarios a empresas siguen creciendo a tasas muy moderadas. Algo que, según las encuestas, se debe tanto a razones de oferta, porque los bancos siguen restringiendo las condiciones de crédito aunque cada vez menos, como de demanda. En este contexto, parece aconsejable un período prolongado de tipos bajos que permita apuntalar una expansión sostenida. Así, no se esperan subidas de tipos hasta mediados de 2005.

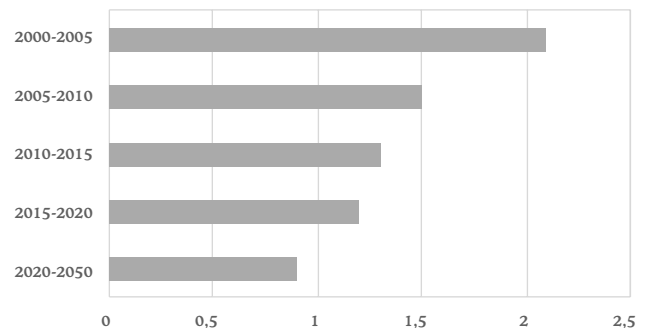
## Productividad, más que un problema “potencial” en la UEM

### Crecimiento de distintas medidas de productividad

	EE.UU.		UEM	
	1991-1995	1996-2003	1991-1995	1996-2003
Product.p/empleado	1,4	2,0	1,8	0,9
Product.p/hora	1,0	1,8	2,4	1,3
PTF	0,9	1,3	0,9	0,5

Fuente: Comisión Europea y Groninger Growth & Development Centre

### Proyecciones de crecimiento potencial de la UEM del FMI\*



\* Sin cambios en tasa de empleo, productividad por hora y horas trabajadas por empleado  
Fuente: FMI

Desde principios de los años noventa, la UEM ha registrado tasas de crecimiento bastante decepcionantes (por debajo del 2% en promedio) si se comparan con el comportamiento de la economía de EE.UU. durante este período (3% de incremento del PIB en promedio). Todo indica que el cambio estructural que se ha producido en EE.UU. ligado al desarrollo y difusión de las tecnologías de información, no ha tenido lugar en Europa. La dispar evolución de la productividad en ambas zonas parece avalar esta hipótesis. Como se observa en el cuadro 1, en EE.UU. la productividad por empleado se ha acelerado notablemente desde la segunda mitad de los noventa, mientras que en Europa la ralentización ha sido significativa. En términos de productividad por hora, aunque los movimientos son menos acentuados debido a la senda descendente de las horas trabajadas en la UEM, las tendencias son las mismas. Igual lectura se obtiene corrigiendo por las variaciones en el ratio capital-trabajo. Así lo muestran los datos de productividad total de los factores (PTF) que proporciona la Comisión Europea, a partir de un modelo neoclásico de crecimiento, que descompone el crecimiento del PIB en las aportaciones de los distintos factores de producción<sup>1</sup>.

Esta desfavorable evolución de la productividad en Europa resulta preocupante. A medio plazo, las proyecciones demográficas apuntan a un descenso de la fuerza laboral potencial de la UEM y a un envejecimiento de la población. Algo que, en caso de que no se produzcan cambios en el crecimiento de la productividad por hora, la tasa de empleo o el número de horas trabajadas por empleado, se traducirá en un deterioro del crecimiento potencial del área, actualmente estimado ligeramente por encima del 2%. Así, según cálculos del FMI<sup>2</sup>, el crecimiento potencial de la UEM podría caer por debajo del 1% a partir de 2020.

La corriente de opinión más optimista considera que la divergencia con EE.UU. es sólo transitoria, y que tarde o temprano los beneficios del shock tecnológico terminarán reflejándose también en la productividad europea<sup>3</sup>. Otros, en cambio, creen que es necesario que se produzcan cambios significativos en Europa ligados, principalmente, a procesos de desregulación, para poder aprovechar plenamente las ventajas que ofrecen las tecnologías de información y la comunicación (TIC). Ambas posturas tienen parte de verdad. En la literatura, se han utilizado básicamente dos enfoques para analizar el impacto de las TIC en productividad y crecimiento. Un primer enfoque, basado en la contabilidad de crecimiento, distingue de un lado la inversión en TIC, o su contribución a la acumulación de capital, y de otro su difusión o efecto sobre la PTF. De este enfoque se desprende que el problema de la UEM no es tanto de inversión en TIC como de aprovechamiento de esa inversión para aumentar la eficiencia. Bien es cierto que la inversión sólo se ha acelerado en los últimos años, y que no ha llegado a los niveles de EE.UU. Por tanto, el stock tecnológico es sustancialmente menor, lo que indica que por este lado hay margen para la convergencia. Pero las principales diferencias se producen en la traducción de la inversión en mejoras de eficiencia (medidas por la PTF). Este es un proceso que, efectivamente, puede requerir tiempo, pero que parece que se vería facilitado con la adopción de medidas orientadas a flexibilizar los mercados de productos y factores<sup>4</sup>.

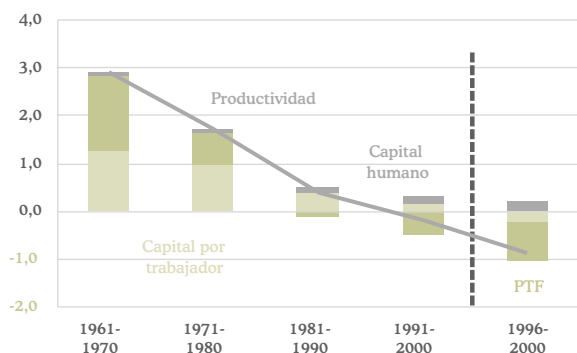
<sup>1</sup> Si se incorpora a la función de producción el capital humano también se observa la tendencia decreciente de la contribución de la PTF a la productividad en la UEM, y la notable mejoría que ha experimentado EE.UU. desde mediados de los 90. Véase Balmaseda, M. (2003): "La eficiencia, clave para una recuperación sostenible", artículo de "España-Europa: Distintas alternativas para el Crecimiento", Círculo de Empresarios.

<sup>2</sup> Véase FMI (2003): "Euro area: Selected issues" e "IMF country report n° 03/297".

<sup>3</sup> Es posible que se trate de un proceso que requiera tiempo, y que incluso pueda ser beneficioso no haber liderado. Dado que se trata de largo proceso de prueba y error, aprender de los errores de otro puede representar un ahorro de tiempo y recursos. Véase Davieri, F. (2002): "The new economy in Europe (1992-2001)", NBER Working paper n° 213.

<sup>4</sup> Según algunos autores, la existencia de barreras de entrada y las rigideces en los mercados de productos y factores europeos (límites en los horarios comerciales, restricciones a la contratación y despido, etc) han obstaculizado el aprovechamiento de las ventajas de las TIC. Aunque, en algunos casos, como en el desarrollo de la tecnología por cable, cierto grado de regulación ha tenido un efecto positivo.

## Diferencial de productividad UEM-EE.UU. y descomposición por componentes



Fuente: M. Balmaseda (2003)

## Crecimiento de productividad por sectores

	EE.UU.		UEM	
	1990-1995	1996-2000	1990-1995	1996-2000
Total	1,1	2,5	1,9	1,4
Productoras TIC	8,1	10,1	6,7	8,7
Manufacturas	15,1	23,7	11,1	13,8
Servicios	3,1	1,8	4,4	6,5
Usuaris intens. TIC	1,5	4,7	1,7	1,6
Manufacturas	-0,3	1,2	3,1	2,1
Servicios	1,9	5,4	1,1	1,4
Usuaris no intens. TIC	0,2	0,5	1,6	0,7
Manufacturas	3,0	1,4	3,8	1,5
Servicios	-0,4	0,4	0,6	0,2

Fuente: Van Ark, B., Inklaar, R. y McGuckin R. (2003)

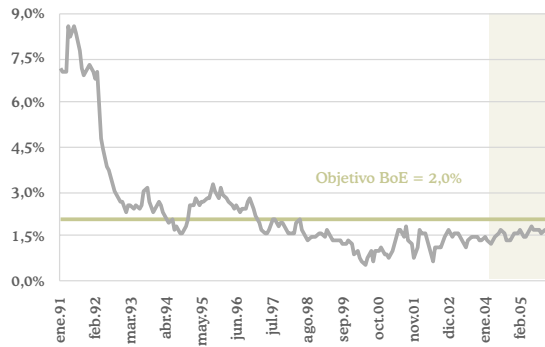
El segundo enfoque aborda la influencia de las TIC a través de un análisis por sectores, en el que se distingue entre las industrias productoras de TIC, las usuarias intensivas y las no intensivas. En algunos casos se diferencia también, dentro de cada grupo, entre industrias de manufacturas y de servicios<sup>5</sup>. Este análisis confirma que la ventaja en productividad de EE.UU. en los últimos años está muy ligada al mejor comportamiento de los sectores productores y los usuarios intensivos de TIC. En concreto, las industrias de servicios intensivos en TIC, entre los que destacan el comercio mayorista, minorista y los servicios financieros, han contribuido de forma notable a la aceleración de la productividad en EE.UU., mientras que en Europa su comportamiento ha sido más modesto. En lo que respecta a las productoras de TIC, aunque las europeas han registrado una mejoría de productividad parecida, o incluso en algunos casos, mayor que en EE.UU., su contribución al crecimiento de la productividad total ha sido menos importante por su peso relativamente menor sobre el total de la economía. Por otra parte, la fuerte desaceleración de la productividad que se observa en las industrias de la UEM, tanto de servicios como de manufacturas, no intensivas en TIC, pone de manifiesto que la desventaja de la UEM no responde exclusivamente al shock tecnológico.

La clave, por tanto, para incrementar la productividad de la UEM, y en general, aumentar el crecimiento potencial del área, está en crear un marco adecuado para que las empresas puedan desarrollar su actividad con la mayor eficiencia, así como generar las condiciones para que puedan aprovechar todas las ventajas de la innovación tecnológica. La receta es bien conocida. Entre otras cosas, se recomienda avanzar en los procesos de liberalización y desregulación de los mercados de productos y factores, fomentar unos mercados financieros más integrados y eficientes, impulsar la inversión en TIC (el stock tecnológico, además de contribuir al crecimiento directamente, genera una externalidad productiva positiva sobre el conjunto de la economía), capital humano e I+D<sup>6</sup>. En definitiva, se trata de aplicar las iniciativas acordadas en la cumbre de Lisboa.

<sup>5</sup> Véase Van Ark, B., R. Inklaar, y R. McGuckin (2003): "ICT and productivity in Europe and the United States. Where do differences come from?" Paper for the SOM PhD Conference, 29 January 2003, De Nieuwe.

<sup>6</sup> En "The EU Economy: 2003 Review" Capítulo 3. Comisión Europea, se identifican la inversión en I+D y la educación como uno de los principales determinantes de la productividad laboral. El nivel de regulación influye, principalmente, sobre la acumulación de capital físico.

**Gráfico 3.8.**  
**Reino Unido. IPCA**  
En tasa interanual



Fuente: Oficina de Estadísticas Nacionales

**Gráfico 3.9.**  
**Reino Unido. Precios de la vivienda**  
En tasa interanual



Fuente: Halifax

**Cuadro 3.4.**  
**Reino Unido. Cuadro macroeconómico y previsiones**

Variación interanual	2002	2003	2004	2005
Consumo Privado	3,4	2,5	3,0	2,6
Consumo Público	2,5	1,8	2,5	2,1
Form. B. C. Fijo	1,8	2,9	3,1	3,0
Var. Existencias (*)	-0,2	0,0	0,0	0,1
<b>Dd. Nacional (*)</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>
Exportaciones	-0,4	-0,1	4,0	4,1
Importaciones	4,0	0,9	3,4	3,7
<b>Saldo Exterior (*)</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>
<b>PIB a p.m.</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>
<b>Inflación</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>

(\*) Aportación al crec. del PIB.

Fuente: Oficina Nacional de Estadística y BBVA

## Reino Unido

### A contracorriente

En Reino Unido, la actividad se aceleró a lo largo de 2003 situándose en un crecimiento medio anual del 2,3% después de que se revisara al alza el crecimiento de la segunda mitad del año. Los principales motores del crecimiento fueron la evolución del consumo y el resurgimiento de las exportaciones, debido al mejor tono del escenario internacional que contribuyó a un saldo exterior positivo en el último trimestre de 2003.

La creciente fortaleza del consumo está precedida por unos datos de desempleo que en la actualidad se sitúan en niveles mínimos y de una fortaleza en las ventas que muestran el periodo más largo de crecimiento ininterrumpido desde hace 15 años en consonancia con los datos de confianza. La riqueza inmobiliaria sigue siendo un soporte para el consumo, con un crecimiento del precio de la vivienda del 18% en el primer trimestre de 2004<sup>1</sup>. Se espera que este mercado siga manteniéndose fuerte durante este año, con una desaceleración moderada a finales del mismo por una disminución de los ingresos y unos mayores niveles de tipos de interés. En los próximos meses se espera que el consumo tanto público como privado muestre un crecimiento elevado, soportado por la renta disponible y la riqueza, a pesar del aumento de los tipos de interés. Todo ello conduce a tasas de crecimiento del consumo en el entorno del 3% en 2004.

Por otra parte, existe cierto optimismo sobre la recuperación de la inversión empresarial después del dato del cuarto trimestre de 2003. Hay buenas razones para pensar que seguirá fortaleciéndose en los siguientes trimestres del año dada la mejoría de las perspectivas empresariales, el crecimiento de beneficios así como la mejoría de las perspectivas de recuperación internacional que pueden actuar como soporte de la inversión. En conjunto, cabe esperar una recuperación moderada de esta variable, que podría crecer un 3,1% en 2004.

El BoE, a diferencia del resto de Bancos Centrales, comenzó en noviembre el ciclo alcista de tipos. Esta decisión se basó en una previsión de aceleración de la inflación (IPCA) a un horizonte de dos años, en la fortaleza del mercado inmobiliario, y en un crecimiento económico por encima del potencial que además está basado en consumo. Cabe esperar aumentos de tipos adicionales de forma gradual y moderada, 25 puntos básicos a corto plazo y otros 50 en la segunda parte del año dejando los tipos de interés en 4,75% a finales de año. Las subidas serán graduales dado el temor a que subidas más agresivas puedan provocar un ajuste de los elevados niveles de deuda de las familias, en el sector inmobiliario, que constituye el principal riesgo a la baja actualmente para esta economía, o una notable apreciación adicional de la divisa.

<sup>1</sup> Medido por el índice Halifax.

## 4. Asia

### Japón, ¿a la tercera va la vencida?

La economía japonesa creció un sorprendente 2,6% anual en 2003, después de alcanzar en el cuarto trimestre un ritmo de crecimiento del 1,7% trimestral, la tasa más alta en 13 años. En el primer trimestre de 2004 el crecimiento volvió a situarse en una tasa muy superior a lo esperado, un 1,4% trimestral. Dicho crecimiento fue impulsado por las exportaciones y por la inversión.

La fortaleza actual de la actividad ha llevado a confiar en la posibilidad de que esta economía supere la situación de deflación-recesión. En la última década, Japón ha registrado dos recuperaciones fallidas. Un sector corporativo con problemas y la limitación del crédito, como resultado de la situación del sector financiero, han sido factores que han limitado el crecimiento. Además, en la primera de estas recuperaciones, a mediados de los noventa, la restricción fiscal, la apreciación del yen, la crisis del sudeste asiático y la crisis del sistema bancario japonés pusieron el fin a la expansión. En la segunda oportunidad, a finales de los noventa, el aumento de tipos de interés domésticos y la posterior desaceleración económica global, vinculada al ajuste tras la notable inversión en el sector tecnológico, determinaron el final de la recuperación.

Pero las características de este último repunte llevan a pensar que esta vez la recuperación parece ser definitiva. En efecto, la reactivación no está basada en consumo público, sino más bien en una recuperación de la inversión, dirigida básicamente por la inversión empresarial y ratificada por el índice Tankan de grandes empresas que alcanza su máximo desde 1997. El otro punto de apoyo de la expansión actual es el crecimiento de las exportaciones ayudadas por la recuperación internacional, en la que destaca el dinamismo de los vecinos asiáticos (especialmente la economía china, a la que Japón dirige el 20% de sus exportaciones), y por los esfuerzos de las autoridades japonesas para evitar una apreciación de su divisa.

La reestructuración empresarial ha venido acompañada de una recuperación de los beneficios, y, junto con los avances en la reforma del sector bancario, contribuye a dar solidez a la situación actual. La evolución bursátil, con aumentos de precios significativos en todos los índices japoneses, ha favorecido el acceso a la financiación por parte de las empresas. Además, un aumento de la flexibilidad laboral está permitiendo frenar el deterioro del mercado de trabajo observado en los últimos años. Como consecuencia de esto, la confianza de los consumidores está aumentando, y con ello, el consumo privado.

Los riesgos a la baja en el crecimiento están asociados a elementos externos, principalmente al impacto que podría tener sobre el yen un ajuste brusco del dólar, si llegará a producirse en EE.UU., o una posible disminución de la demanda china, si esta economía experimentase una moderación importante en el crecimiento como consecuencia del ajuste de una potencial sobreinversión, escenario al que se le otorga una reducida probabilidad. Además, en el plano interno, las autoridades niponas tienen pendiente superar el problema fiscal ocasionado por los múltiples paquetes fiscales de la última década y ajustar su política de tipos cero aumentando gradualmente los tipos de interés en los próximos años, porque un aumento drástico en los tipos a largo plazo podría poner en riesgo la estabilidad financiera.

El banco de Japón ha intensificado su política monetaria expansiva en los últimos meses, en un intento de superar la deflación, aprovechando el buen momento económico. Aunque, el éxito en modificar las expectativas de deflación es aún muy limitado, el mantenimiento del estímulo monetario es clave para conseguirlo.

En realidad, la deflación parece haberse atenuado en los últimos meses, como refleja la evolución de los índices de precios (próximos a un crecimiento cero en el caso de los precios de consumo). También han empe-

Gráfico 4.1.  
Japón. PIB

En tasa interanual



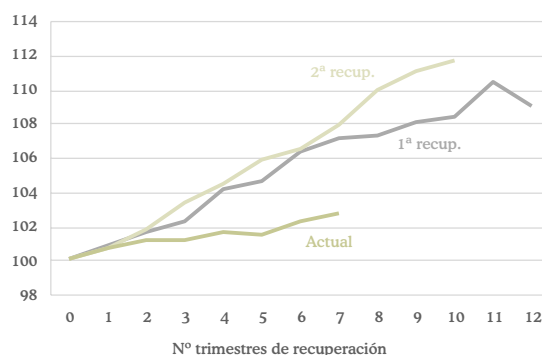
\* Sombreados los períodos de recuperación

Fuente: ESRI

Gráfico 4.2.

### Japón. Consumo público

Inicio de recuperación = 100



Fuente: ESRI y BBVA

Cuadro 4.1.

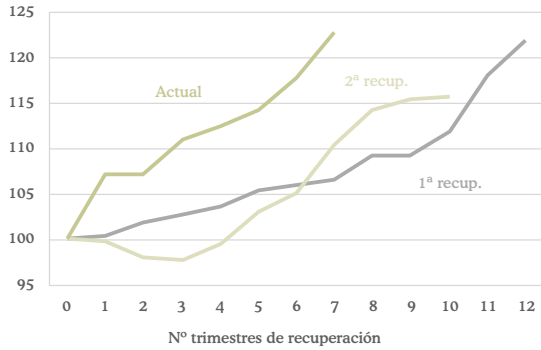
### Japón. Cuadro macroeconómico y previsiones

Variación interanual	2002	2003	2004	2005
Consumo Privado	0,9	0,9	2,3	1,5
Consumo Público	2,4	1,0	0,7	0,5
Form.B.C.Fijo	-6,1	3,2	6,5	5,5
Var.Existencias (*)	-0,2	0,3	0,1	0,2
<b>Dd. Nacional (*)</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>3,2</b>	<b>2,6</b>
Exportaciones	7,9	10,1	11,9	8,0
Importaciones	1,9	5,0	9,0	10,0
<b>Saldo Exterior (*)</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>
<b>PIB a p.m.</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,7</b>	<b>2,6</b>
<b>Inflación</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>

(\*) Aportación al crec. del PIB.

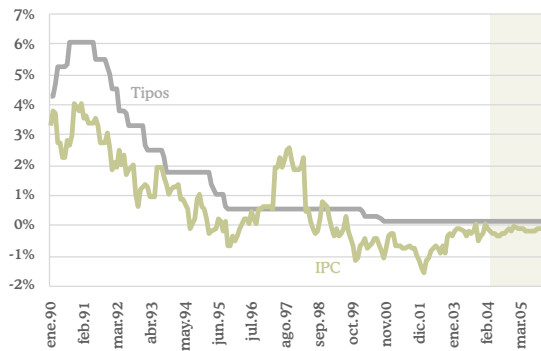
Fuente: ESRI y BBVA

**Gráfico 4.3.**  
**Japón. Exportaciones**  
Inicio de recuperación = 100



Fuente: ESRI y BBVA

**Gráfico 4.4.**  
**Japón. IPC general y tipos oficiales**  
En tasa interanual



Fuente: Banco de Japón

**Cuadro 4.2.**  
**PIB e inflación en los países asiáticos**

	Previsiones de crecimiento			
	2002	2003	2004	2005
NPI	5,1	3,0	4,8	4,5
ASEAN	4,3	5,0	5,4	5,4
China	8,0	9,1	8,5	8,0
<b>TOTAL*</b>	<b>6,8</b>	<b>7,3</b>	<b>7,3</b>	<b>6,9</b>

	Previsiones de inflación			
	2002	2003	2004	2005
NPI	1,0	1,4	2,1	2,3
ASEAN	6,1	4,0	3,7	3,3
China	-0,8	1,2	3,6	3,0
<b>TOTAL*</b>	<b>0,8</b>	<b>1,8</b>	<b>3,3</b>	<b>2,9</b>

\* Agregación de los países NPI, ASEAN y China.  
Nuevos Países Industrializados: Corea, Hong Kong, Taiwan y Singapur.  
Países ASEAN: Malasia, Tailandia, Indonesia y Filipinas.

Fuente: FMI y BBVA.

zado a cambiar las expectativas del mercado respecto a la evolución futura de las tasas de variación de los precios, como recoge la encuesta Tankan que revela menores expectativas de descenso de precios por parte de las empresas. Ahora bien, a pesar de las incipientes señales en este sentido, las expectativas de deflación no han sido completamente superadas y el propio Banco de Japón señala que para superarlas la economía debe alcanzar un crecimiento del 2-3% durante dos años consecutivos. Aunque en 2004, se alcanzará un crecimiento próximo al 4%, es previsible que la economía se desacelere en 2005, hacia tasas más moderadas, lo que mantiene abierta la incertidumbre sobre la salida de la deflación.

### China: ¿es sostenible un crecimiento tan elevado?

A lo largo de 2003, la economía china se consolidó como la economía más dinámica del mundo. El crecimiento medio en 2003 aumentó hasta el 9,1%, impulsado por el incremento notable de las exportaciones y las masivas entradas de inversión directa extranjera, y ayudado por unas políticas de demanda muy expansivas. En el primer trimestre de 2004 se alcanzan cifras del 9,5%. Algunas estimaciones sitúan el crecimiento de los últimos trimestres por encima de los dos dígitos. En este contexto de elevado crecimiento se plantean dos interrogantes interrelacionados sobre la economía china. El primero es si este país se encuentra en medio de un proceso de sobreinversión que podría provocar un ajuste futuro de su tasa de crecimiento. El menor ritmo de crecimiento de los beneficios empresariales y el aumento reciente de inventarios, aunque moderado, pueden sugerir que el crecimiento de la actividad está actualmente en máximos. En este sentido, el principal interrogante es la magnitud en la que el crecimiento puede moderarse en los próximos meses. Una corrección del crecimiento chino podría tener importantes consecuencias en el resto de mercados por distintos canales: menor demanda de exportaciones para el resto del mundo (China es hoy el tercer importador mundial) y en particular para la región asiática, limitando el crecimiento del área, menor demanda de materias primas (China es hoy el primer demandante de varias de estas materias) con efecto negativo sobre los países productores y menor demanda de bonos estadounidenses con el consiguiente aumento de rentabilidades de estos activos. Sin embargo, un escenario de ajuste importante de la actividad tiene una baja probabilidad. El reciente anuncio de las autoridades chinas de medidas de restricción del crédito parecen orientadas a racionalizar la política inversora y con ello, contribuyen a limitar la probabilidad de un escenario de ajuste importante. Por tanto, es previsible que la economía siga creciendo a un ritmo elevado, que aunque podría moderarse respecto a las cifras actuales, no experimentará un ajuste brusco.

El segundo, tiene que ver con la divisa y la posibilidad de que se produzca una revaluación de la misma. Es un escenario al que se le otorga baja probabilidad en el corto plazo, aunque es previsible que en el medio plazo se dote de mayor flexibilidad al régimen cambiario. En realidad, la divisa se está apreciando en términos reales como consecuencia de un aumento de la inflación en los últimos meses. Un ajuste del tipo de cambio nominal en este contexto no resulta una prioridad y podrá retrasarse para más adelante. No obstante, una divisa infravalorada puede estar teniendo un efecto expansivo sobre la economía que puede llevar a un ajuste del tipo de cambio más temprano.

En el escenario base de esta economía, su crecimiento seguirá siendo elevado en 2004 y 2005, mientras que la inflación se situará en torno al 3%, una vez abandonadas las cifras de crecimiento negativo de los últimos años.

A medio plazo, China tiene varios retos que abordar. Entre ellos, en primer lugar, destaca el saneamiento y reestructuración del sistema bancario y la liberalización de su sistema financiero y de su cuenta de capital. En segundo lugar, debe superar la desigualdad de la renta entre el sector rural y el industrializado que parece estar ampliando su brecha rápidamente y está teniendo impacto real en la eficiencia económica y en el crecimiento sostenible.

## 5. Mercados

### Tipos de interés y tipos de cambio

Tras varios meses de incertidumbre, el mercado se ha instalado en el paradigma de crecimiento. Las previsiones se revisan al alza, no sólo en EE.UU. sino también en el conjunto de países asiáticos, aunque las dudas persisten sobre la economía europea. El dato de empleo de EE.UU. en el mes de abril fue el catalizador del cambio de sentimiento sobre las perspectivas de la economía, mientras las sorpresas al alza en inflación alejaron los últimos temores de deflación. Este cambio se ha reflejado en movimientos al alza en las rentabilidades y aumentos iniciales de los precios bursátiles, que se han moderado posteriormente al aumentar las expectativas de tipos oficiales. En este contexto, el riesgo geopolítico y la incertidumbre generada tras la intensificación de los atentados terroristas permanecen en un segundo plano. Por el contrario, aumenta la preocupación entre los tenedores de bonos ante un movimiento al alza de los tipos de interés mayor del esperado, similar a lo que sucedió diez años atrás, temor agudizado a su vez ante el continuo aumento de los precios energéticos.

### Rápido aumento de los tipos de interés de la deuda en EE.UU.

En el mes de marzo, el ambiente en los mercados era bien distinto y las rentabilidades permanecían en niveles mínimos. En EE.UU., a pesar de las favorables cifras de crecimiento, preocupaba el retraso en la creación de empleo y las escasas presiones inflacionistas. A estos factores se añadía, a su vez, la fuerte demanda de activos de deuda estadounidense por parte de organismos oficiales extranjeros. En este contexto, no se esperaban aumentos en los tipos de los Fondos Federales hasta finales de año, y en una cuantía limitada.

La conjunción de varios datos positivos en EE.UU. fue el revulsivo que estaban esperando los mercados. Tras la sorpresa positiva del dato de empleo de marzo, los tipos de interés a diez años del Tesoro aumentaron más de 20 puntos básicos, el mayor cambio diario de los últimos años. Sorpresa que se repitió, aunque en una magnitud algo menor, con el dato de abril, con el consecuente aumento en los tipos de interés. En los últimos años, las sorpresas en empleo han sido la principal fuente de variación de los tipos de interés a largo plazo<sup>1</sup>, dada la preocupación derivada de la situación económica caracterizada como *jobless recovery*.

De esta forma, los buenos datos de empleo fueron el detonante que permitieron normalizar los tipos de interés a largo plazo en niveles más acordes con los fundamentos, tal y como estimaban los modelos de previsión de las rentabilidades estadounidenses (ver gráfico 5.4). El cambio de sentimiento respecto a EE.UU. ha permitido por un lado, un aumento notable de las perspectivas de política monetaria, y por otro lado, ralentizar las compras de deuda del tesoro de EE.UU. por parte de organismos oficiales no estadounidenses. En efecto, gracias al cambio de sentimiento con el dólar, las intervenciones en los mercados de divisas se han reducido notablemente. De hecho, en Japón, en el mes de abril, estas fueron nulas, en comparación con el fuerte volumen de intervenciones de los meses anteriores<sup>2</sup>. A un posible cambio en la política japonesa, se han unido las dudas existentes sobre la sostenibilidad del crecimiento de la economía china, que han reducido a corto plazo la presión apreciadora sobre su divisa y en consecuencia, la necesidad de intervenciones en los mercados. Estos elementos subyacen tras la corrección al alza de las rentabilidades estadounidenses.

En Europa, el movimiento al alza en los tipos de interés de la deuda ha sido menor, lo que ha comportado un aumento del diferencial entre ambas economías de 70 puntos básicos, hasta alcanzar los 50 pb de diferencial positivo para la economía de EE.UU. Otras economías como Japón,

Gráfico 5.1.

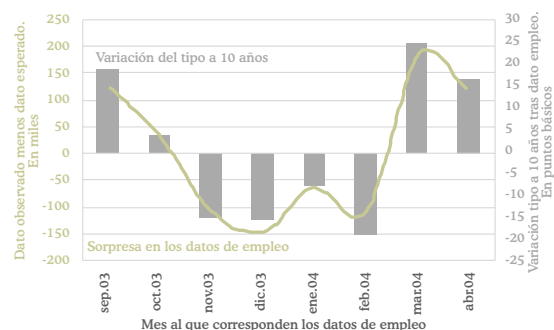
### EE.UU. Tipo a 10 años y volatilidad diaria anualizada



Fuente: Datastream y BBVA

Gráfico 5.2.

### EE.UU. Sorpresas en los datos de empleo y tipos de interés a largo plazo



Fuente: BEA, Datastream y BBVA

Gráfico 5.3.

### EE.UU. Tipos de interés de la deuda En puntos porcentuales

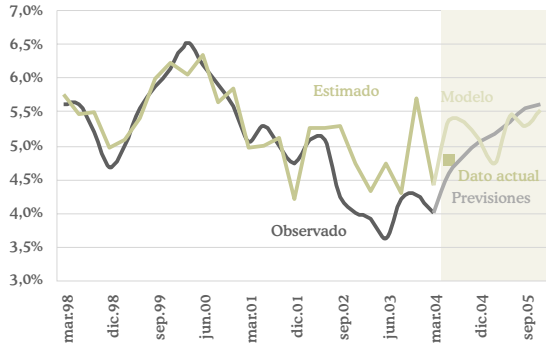


Fuente: Reserva Federal EE.UU.

<sup>1</sup> Véase Goldberg L. y Leonard D. (2003): "What moves Sovereign Bond Markets? The effects of Economic News on U.S. and German Yields", *Current Issues in Economic and Finance*, Reserva Federal de Nueva York, septiembre.

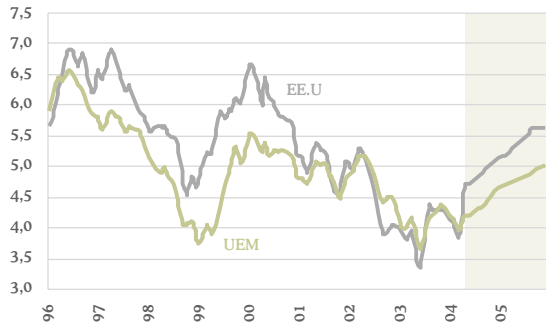
<sup>2</sup> Véase recuadro "Unos bancos centrales con "reservas"".

**Gráfico 5.4.**  
**EE.UU. Tipos de interés a 10 años**



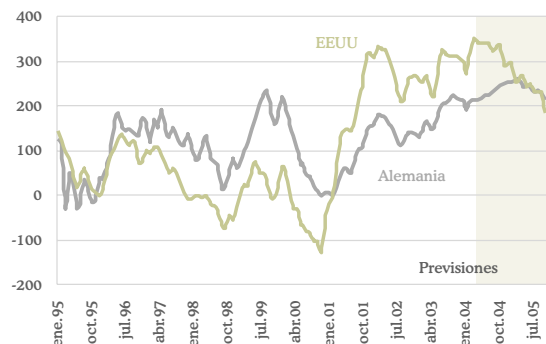
Fuente: Datastream y BBVA

**Gráfico 5.5.**  
**EE.UU. y UEM. Tipos de interés a 10 años y previsiones**



Fuente: Datastream y BBVA

**Gráfico 5.6.**  
**EE.UU. y UEM. Pendiente de la curva 10 años - 3 meses. En puntos básicos**



Fuente: Datastream y BBVA

también han experimentado un aumento de la rentabilidad de la deuda apoyado por una mejora de las perspectivas de crecimiento, pero en una cuantía menor, unos 30 puntos básicos, hasta situarse en el 1,5%.

En este contexto, las cuestiones que se plantean actualmente son: en primer lugar, en qué momento se va a producir el inicio del ciclo alcista de tipos oficiales y, en segundo lugar, la magnitud del mismo y sus repercusiones en el conjunto de la curva.

**La Fed primero, el BCE ¿después?**

Actualmente, el mercado apuesta porque la economía de EE.UU. se incorpore este mismo verano al grupo de países, como Reino Unido o Australia, que han iniciado el ciclo alcista de tipos de interés. En concreto, el mercado asigna una probabilidad próxima al 100% a que la Reserva Federal aumente los tipos en 25 pb tan pronto como a finales de junio. Para el conjunto del año, se descuentan aumentos de más de un punto porcentual. Para marzo de 2005, los tipos de interés en EE.UU. a corto plazo serían superiores a los de la UEM. El aumento de los tipos de interés en los tramos cortos de la deuda refleja estas expectativas. El tipo de interés a dos años ha aumentado alrededor de un punto respecto a los mínimos de mediados de marzo. Expectativas que parecen excesivas dado el gradualismo expresado por la Reserva Federal y el margen que proporciona la productividad y la baja utilización de recursos productivos.

El diagnóstico de la economía europea ofrece todavía sombras respecto a las perspectivas de crecimiento. Aunque la posibilidad de una nueva reducción de tipos de interés por parte del BCE ha desaparecido, el inicio del ciclo alcista de tipos no parece que vaya a producirse tan pronto como descuenta el mercado, esto es, finales de 2004, sino que lo más probable es que estos permanezcan estables hasta el próximo año.

**EE.UU. y UEM, desacopladas**

La reciente evolución de los mercados evidencia el distinto ritmo de crecimiento de EE.UU. y la UEM. En EE.UU., despejada la duda respecto al aumento de tipos de interés de la deuda, preocupa la magnitud del mismo. En concreto, preocupa que se repita una situación similar a la de 1994, cuando el aumento de los tipos de los Fondos Federales superó las expectativas de los inversores tanto en magnitud (300 pb) como en rapidez (en apenas doce meses), lo que comportó que el tipo de interés a diez años en EE.UU. alcanzase niveles próximos al 8%, 225 puntos básicos superiores a los de principios de año. La curva de deuda se aplanó de forma sustancial, con una pendiente nula en poco más de un año. El movimiento tuvo importantes consecuencias para los tenedores de bonos, así como para los países emergentes. A su vez, el dólar se depreció en un contexto de preocupación por la inflación.

Tras la normalización de los tipos de interés en EE.UU. hacia niveles acordes con los fundamentos, tal y como mostraban los modelos de previsión, se espera que su ascenso en el corto y medio plazo sea gradual. Los elementos que subyacen son varios. Por un lado, se espera un mantenimiento de las favorables perspectivas de crecimiento tanto para este año como para el próximo. Por otro lado, alejados los temores de deflación, y en un contexto de aumentos de los precios de las materias primas y de sorpresas al alza en las tasa de inflación, las perspectivas a medio plazo de crecimiento de los precios se convierten en un factor clave en la determinación de las variaciones de las rentabilidades. Aunque la mayor parte del aumento de los tipos largos es consecuencia de un aumento en los tipos reales, también se ha producido un aumento importante en las expectativas de inflación. El mercado de bonos indexados descuenta actualmente unas tasas de inflación casi un punto superiores a las de hace un año. Ello revela la percepción de un riesgo al alza en la inflación, que será limitado, pues las ganancias de productividad, a diferencia de la situación de hace diez años, permiten mantener unas perspectivas de inflación inferiores al 2% en media en los próximos dos años. Finalmente, otro factor de

riesgo sobre los tipos de interés, a más largo plazo, es el deterioro de las expectativas sobre las cuentas públicas.

En conjunto, tras la normalización observada en abril y mayo de 2004 en los tipos de interés a largo plazo en EE.UU. - donde incluso cabe la posibilidad de que exista cierta sobreacción a corto plazo, como consecuencia de unas expectativas de política monetaria excesivamente elevadas -, la evaluación de los fundamentos apunta a que a los tipos de interés mostrarán un paulatino aumento hacia niveles del 5,6% a finales del próximo año. En consecuencia, aunque a corto plazo la pendiente se va a mantener elevada, se espera un progresivo aplanamiento de la curva de deuda estadounidense respecto a los máximos actuales. El riesgo es de un mayor aumento de tipos, aunque la probabilidad de momento es reducida.

En la UEM, el repunte alcista de los tipos de interés es más limitado, dadas las dudas que todavía persisten sobre el crecimiento a medio plazo. El actual contexto de fuerte aumento de los costes energéticos supone un riesgo a la baja sobre la recuperación de la inversión y del consumo. Los últimos datos muestran un crecimiento medio de la UEM en 2004 del 1,7%, pero los riesgos a la baja persisten a medio plazo. En un contexto de tipos oficiales reducidos, las rentabilidades a largo plazo en la UEM se mantendrán en niveles inferiores al 5% en la mayor parte de 2005. Dado esto, el diferencial de tipos de interés entre EE.UU. y la UEM se mantendrá en niveles de medio punto porcentual. Los riesgos existentes apuntan a que este diferencial podría ampliarse incluso más de lo previsto.

### Dólar, la dinámica de los flujos asiáticos

El cambio de sentimiento respecto a la economía estadounidense y el aumento de los tipos de interés ha supuesto un cambio a su vez en la dinámica de los mercados de divisas, favoreciendo principalmente al dólar respecto al resto de divisas.

La situación difería sustancialmente a comienzos de año, con un dólar que se depreciaba de forma generalizada. Respecto al euro, el dólar alcanzó mínimos a principios de marzo, aproximándose a niveles de 1,30, mientras con el yen se situaba en mínimos de los últimos cuatro años. El mantenimiento de unos tipos de interés en niveles anormalmente reducidos, junto con las dudas que persistían sobre la sostenibilidad del crecimiento en EE.UU. dado el retraso en la creación de empleo, eran factores que debilitaban la divisa estadounidense. El dólar llegó a depreciarse más de un 12% en términos efectivos respecto a los máximos de principios de 2002.

En esta situación, destaca la importancia de los flujos asiáticos dentro de la dinámica de flujos mundiales. Como consecuencia de la continuada depreciación del dólar y de las favorables perspectivas sobre las economías asiáticas, las autoridades monetarias de dichos países han estado llevando a cabo una política de intervención en los mercados de divisas para frenar la consecuente apreciación de sus monedas. Entre estas economías destaca Japón, que, pese a mantener un régimen de flotación libre de su divisa, aumentó de forma sustancial el volumen de intervenciones a principios de año, así como China, con el objetivo de defender la paridad establecida. El mantenimiento de esta situación supuso una fuerte acumulación de reservas en las economías asiáticas, en su mayor parte denominadas en dólares, con las consecuentes compras masivas de deuda estadounidense. Así, EE.UU. se benefició de unas rentabilidades que se mantenían reducidas a la vez que recibía fuertes entradas de capital, mientras que las economías asiáticas conseguían mejorar su competitividad frenando la apreciación de su tipo de cambio. En este contexto, la presión depreciatoria del dólar se trasladó en su mayor parte sobre la divisa europea, ello a pesar de las dudas existentes sobre la recuperación de la actividad<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Véase Dooley, M., D. Folkerts-Landau y P. Garber. "An Essay on the Revived Bretton Woods System" NBER wp 9971, septiembre 2003 y "The Revived Bretton Wood System: The effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries" NBER wp 10332, marzo 2004.

Gráfico 5.7.  
Diferencial de tipos de interés EE.UU.- UEM

En puntos básicos



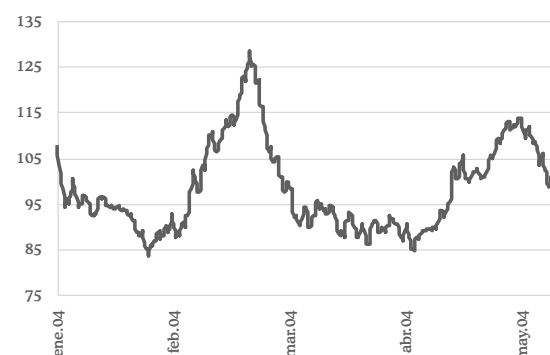
Fuente: Datastream y BBVA

Gráfico 5.8.  
Tipos de cambio dólar-euro y yen-dólar



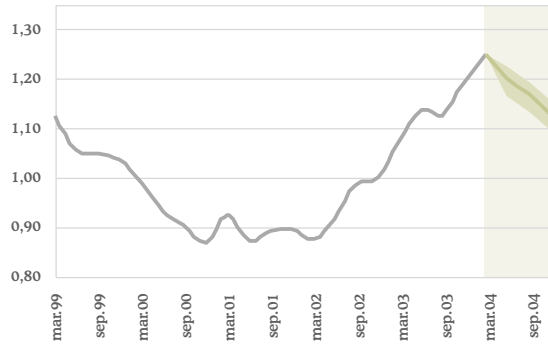
Fuente: Bloomberg

Gráfico 5.9.  
Dólar: Tipo de cambio efectivo real Broad Index



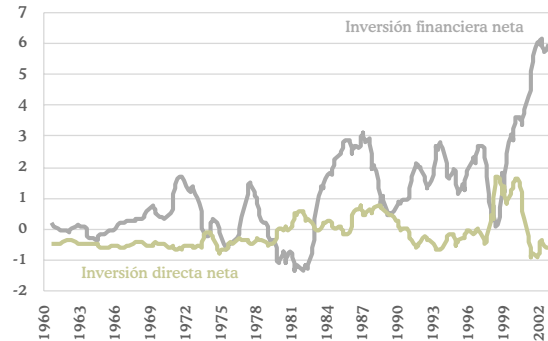
Fuente: Reserva Federal

**Gráfico 5.10.**  
**Dólar-euro**



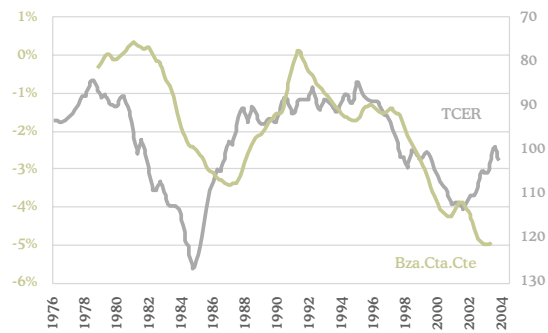
Fuente: BCE y BBVA

**Gráfico 5.11.**  
**EE.UU. Balanza de capital**  
**En porcentaje del PIB**



Fuente: BEA

**Gráfico 5.12.**  
**TCER dólar y saldo balanza por cuenta corriente EE.UU.**



Fuente: Reserva Federal y BEA

La apreciación del euro se convirtió en un elemento de riesgo ante la incipiente recuperación de la actividad en Europa.

Esta situación parecía sostenible en la medida que no aumentase la preocupación por la sostenibilidad del déficit estadounidense, se produjese un cambio de sentimiento respecto al dólar o preocupase el posible recalentamiento de las economías asiáticas. En mayor o menor medida, estos dos últimos factores son los que parecen haber cambiado la relación entre las divisas.

El aumento de rentabilidades en EE.UU., en parte por las sorpresas positivas en los datos de empleo, así como por la reducción de las compras de deuda por las autoridades monetarias asiáticas, ha sido el principal factor de apoyo para el dólar en el último mes. El dólar se ha apreciado más de un 4% en términos efectivos desde los mínimos de marzo, apreciación que ha sido generalizada con todas las divisas, a excepción de algunas, como la corona noruega, que se han beneficiado del aumento del precio del petróleo. El cambio de sentimiento con el dólar ha sido notable respecto al euro, divisa con la que se ha apreciado un 6%, en contra de las previsiones de la mayoría de analistas, que esperaban un cruce dólar-euro en niveles de 1,25-1,30 en la primera parte del año.

Ante el cambio en las perspectivas de tipos de interés y dada la ampliación del diferencial entre EE.UU. y la UEM, es posible a corto plazo una apreciación del dólar mayor respecto a la divisa europea. Los modelos de previsión del dólar-euro muestran que, en un contexto de ampliación del diferencial de rentabilidades y mantenimiento de las ganancias de productividad de la economía estadounidense, dado el sostenimiento de las tasas de crecimiento en EE.UU., junto con una progresiva recuperación del ritmo de actividad en la UEM, el dólar podría apreciarse con el euro hasta niveles de 1,13 en el último trimestre de 2004. No obstante, persisten las dudas sobre la capacidad de la economía estadounidense para seguir siendo destino del elevado volumen de flujos de capital necesarios para financiar el elevado déficit por cuenta corriente. Déficit que se espera alcance cifras del 5% en 2004 y del 4,9% en 2005, después de un 4,9% en 2003. Los flujos de capital del último trimestre de 2003 muestran que la mayor parte de las entradas de capital siguen siendo inversión financiera, mientras que la inversión directa sigue sin mostrar claras señales de recuperación. No obstante, en los primeros meses de 2004 se percibe una mejoría en los flujos hacia EE.UU. desde la zona euro. En conjunto, dado que persisten las dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento en EE.UU. el balance de riesgos para el dólar es de una potencial depreciación.

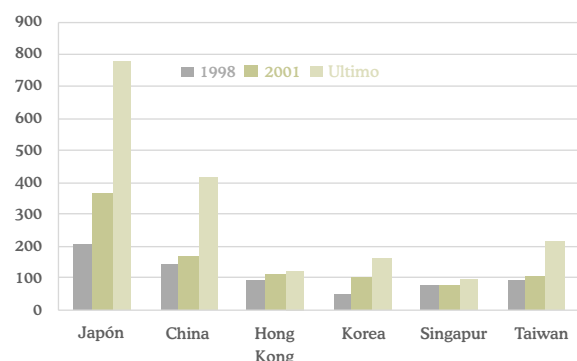
Incorporando estos elementos, si bien es cierto que los factores apuntan hacia un mantenimiento del apoyo sobre la divisa estadounidense respecto al euro, apoyo que incluso podría ser mayor del previsto en los próximos meses (con apreciaciones hacia niveles de 1,15), las dudas que persisten en el medio plazo sitúan al dólar-euro en el intervalo 1,10-1,25 a finales de año, con un tipo de cambio medio en 2004 de 1,20, un 6% superior al de 2003. En el próximo año, en la medida en que se confirme la sostenibilidad del modelo de crecimiento de la economía de EE.UU., el recorrido apreciator del dólar respecto al euro podría ser mayor, aproximándose hacia niveles más cercanos a la relación de largo plazo entre ambas divisas, que se sitúa en niveles próximos a 1,10.

Respecto al yen, la apreciación del dólar es menor. En términos de paridad del poder adquisitivo, actualmente el yen no parece encontrarse en una situación de sobrevaloración. Y más si se consideran las continuas revisiones al alza de las perspectivas de crecimiento de la economía nipona. No obstante, una apreciación del yen podría suponer perder la actual oportunidad de salir de la espiral deflacionista de los últimos años. Con el objetivo de mantener las condiciones monetarias relajadas, lo más probable es que el yen permanezca en niveles próximos a los actuales en la medida que no se confirme una salida de la deflación.

## Los bancos centrales asiáticos, con “reservas”

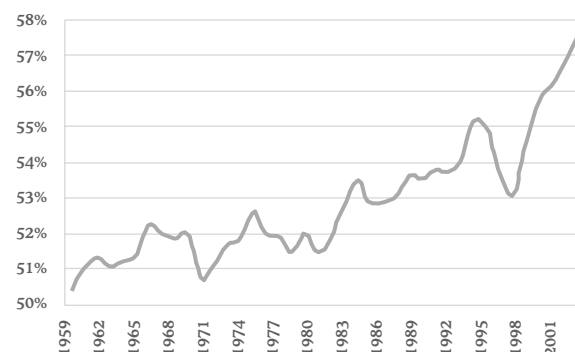
### Asia. Reservas bancos centrales

En miles de millones de dólares



Fuente: FMI

### Treasuries en manos de los países asiáticos en porcentaje del total en manos de no residentes



Fuente: Departamento del Tesoro de EE.UU.

El porcentaje de reservas internacionales localizado en las economías asiáticas ha aumentado de forma sustancial en los últimos años, dinámica que se ha intensificado recientemente. Como consecuencia de lo anterior, más del 60% del total de las reservas mundiales están actualmente en poder de las economías asiáticas, la mayor parte denominadas en dólares. De hecho, el peso del euro dentro del conjunto de reservas apenas ha variado en los últimos años: del 15,9% en 2000 al 18,7% en 2002. Por países, Japón es el principal poseedor de reservas, alrededor del 20% del total. En el mes de febrero, el volumen de reservas en divisas extranjeras alcanzó los 756 miles de millones de dólares, próximo al 20% del PIB de 2003, mientras en 2001 eran apenas la mitad. El ritmo de acumulación también ha sido notable en China, economía que posee actualmente alrededor del 12% del total.

La política de intervenciones en los mercados de divisas es la principal causante de esta dinámica. Como consecuencia de la continuada depreciación del dólar en los últimos dos años, las autoridades monetarias de las economías asiáticas han estado interviniendo en los mercados con el objetivo de frenar la apreciación de sus divisas respecto al dólar. Esta política se ha llevado a cabo con el objetivo de defender los regímenes de tipo de cambio establecidos, pero también en economías con libre flotación de su divisa como Japón. En concreto, en Japón, el volumen de intervenciones ha sido notable en los últimos meses. Las intervenciones realizadas en los dos primeros meses de 2004 superan la mitad de la totalidad de 2003<sup>1</sup>, magnitud que supera las necesidades medias mensuales de financiación del déficit por cuenta corriente de la economía de EE.UU.

Esta dinámica preocupa en la medida que conlleva distorsiones en los mercados financieros. Por una lado, afecta directamente a la formación de precios en los mercados de divisas. Las intervenciones, aunque no suelen suponer un cambio de tendencia, resultan exitosas si moderan la apreciación de la divisa<sup>2</sup>. Ello acentúa la asimetría en la depreciación del dólar entre las distintas divisas. Por otro lado, preocupa el posible efecto sobre los tipos de interés en EE.UU. El aumento de reservas ha intensificado la compra de activos de deuda del Tesoro de EE.UU. por parte de no residentes. Así, más del 36% del total de activos del Tesoro de EE.UU. se encuentra actualmente en manos de no residentes (la mayor parte en instituciones oficiales), mientras que a principios del año 2000 apenas suponían el 30% y a principios de los noventa eran inferiores al 20%. Por países, el 57% de la deuda en manos de no residentes se encuentra en poder de los asiáticos. Entre ellos, destaca Japón, con el 37% del total, seguido de China, cuyas tenencias se aproximan al 10%. La preocupación surge en la medida en que esta demanda creciente presiona a la baja los tipos de interés de EE.UU. Los modelos econométricos de los tipos de interés de los bonos de EE.UU.<sup>3</sup> muestran que entre el tipo de interés observado y el estimado con variables fundamentales existe un diferencial de alrededor de un punto porcentual. Parte de este diferencial podría explicarse por el aumento de la demanda asiática como consecuencia de las intervenciones. Sin embargo, es difícil cuantificar este efecto. De hecho, según el último informe del BIS, la evidencia empírica al respecto no es concluyente<sup>4</sup>.

En un principio, la política de intervenciones podría ser sostenible a corto y medio plazo. En Japón, en un contexto de tipos de interés cero y de elevado déficit público, una divisa apreciada es un freno para la economía a corto plazo. La situación actual de recuperación global y mejoría de las perspectivas es una buena oportunidad para salir de la espiral deflacionista y reducir los elevados volúmenes de deuda. El principal coste de esta política de intervenciones derivaría del riesgo de la fuerte acumulación de reservas en dólares en un contexto de presión depreciatoria sobre el dólar. En 2003, la pérdida de capital en Japón por este concepto fue del 0,5% del PIB (en comparación con el 0,06% de pérdida en porcentaje del PIB del BCE). Pérdidas que podrían duplicarse en el próximo año si la moneda japonesa se situase en niveles de 95 yenes por dólar<sup>5</sup>.

En el resto de economías asiáticas, existen otras consideraciones para seguir interviniendo además del factor de competitividad. Por una lado, todavía están presentes las turbulencias cambiarias sufridas en 1997 y 98, lo que genera cierto grado de aversión por parte de estas economías a depender en exceso de los flujos de capital externos. Por otro lado, el área depende en gran medida de la política cambiaria de China, que se ha convertido en un ancla para el resto de economías asiáticas. La presión sobre las autoridades chinas para que revalúen el renminbi ha aumentado considerablemente en los últimos meses. Pero una revaluación importante podría tener serias consecuencias para el conjunto del área, e incluso conllevar aumentos significativos de los tipos de interés de la deuda en EE.UU. En conjunto, un realineamiento de las divisas asiáticas podría suponer un choque deflacionista para las principales economías. Aunque las expectativas apuntan a un reajuste de estas divisas, ello no parece inmediato. En consecuencia, a pesar de la distorsión creada en los mercados financieros, todo a punta a que, si se intensificase la presión depreciatoria sobre el dólar, se mantendría la política de intervenciones de los bancos centrales asiáticos en el mercado de divisas.

<sup>1</sup> Según el MoF, el volumen de intervenciones en el mercado de divisas en los tres primeros meses del año asciende a 142 miles de millones de dólares. En el mes de abril, gracias a el cambio de sentimiento con el dólar, las intervenciones fueron nulas.

<sup>2</sup> Véase Spiegel, Mark M. (2003): "Japanese Foreign Exchange Intervention" Economic Letter, Dic. 2003, Reserva Federal de San Francisco.

<sup>3</sup> Véase *Informe Económico Anual 2003*, Servicio de Estudios BBVA.

<sup>4</sup> Véase BIS *Quarterly Review*, Marzo 2004.

<sup>5</sup> Véase "Forex Market Intervention: Benefits vs. Costs" Goldman Sachs, Febrero 2004.



## 6. Artículo 1

# Características cíclicas de la situación actual en la UEM

Rafael Doménech<sup>1</sup> y Mayte Ledo<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Universidad de Valencia

<sup>2</sup> Servicio de Estudios de BBVA

### 1. Introducción

A la fragilidad del crecimiento en la economía europea, se añaden dos elementos de presión a la baja sobre la actividad: la apreciación del euro y el impacto negativo sobre las confianzas del riesgo geopolítico (materializado recientemente en los atentados del 11-M). Por ello en los primeros meses de este año aumentó la presión para que el Banco Central Europeo redujera sus tipos de interés. A pesar de que los tipos de interés reales de corto plazo se situaban en niveles próximos a cero, una mayor relajación monetaria podría venir justificada por un descenso de la tasa de inflación y por el temor a un nuevo retraso en la recuperación de la actividad.

De hecho, durante los últimos tres años ha habido un amplio debate en la UEM sobre el uso de la política monetaria como política de estabilización cíclica, motivado por dos factores. En primer lugar, por la persistencia de la tasa de inflación, que se ha mantenido en niveles superiores al 2%, pese a la menor actividad. En segundo lugar, por las dudas sobre la magnitud de la desaceleración cíclica de la economía. En particular, se cuestionaba la descomposición del bajo crecimiento observado en sus componentes cíclico y tendencial, clave para determinar la respuesta de la política monetaria.

En esta situación, resulta útil poner en relación una serie de variables que proporcionan información más precisa sobre la posición cíclica de la economía y que permiten además poner en relación esta posición con la inflación y los tipos de interés. Para ello, en este artículo la habitual descomposición del output en sus componentes cíclico y tendencial se enriquece aprovechando una serie de regularidades empíricas. En primer lugar, la relación positiva entre la actividad y la tasa de inversión: esta última aumenta en las expansiones y disminuye en las recesiones. En segundo lugar, la relación negativa entre la desviación de la actividad de su nivel tendencial y la de la tasa de desempleo de su nivel estructural o NAIRU (relación conocida como ley de Okun). En tercer lugar, la relación positiva entre la inflación y el componente cíclico de la actividad (curva de Phillips). Finalmente, la relación inversa entre el componente cíclico de la actividad y la desviación de la tasa de interés real de su nivel "equilibrio" (*gap* de tipo de interés real).

El objetivo de este artículo es, por tanto, caracterizar el momento cíclico de la UEM, utilizando un modelo multivariante de componentes no observables que permite obtener una descomposición del output en su ciclo y tendencia, de forma compatible con las estimaciones de una tasa de inversión tendencial, una tasa de desempleo estructural, una tasa de inflación tendencial y una tasa de interés "de equilibrio". Se consigue así una ganancia de eficiencia en la estimación, dado que se usa más información pero además, esta metodología evita el uso de previsiones que en estimaciones alternativas sesgan los resultados al final del período muestral.

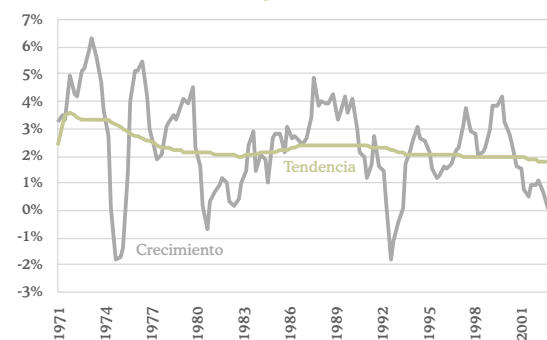
El artículo se organiza de la siguiente forma. En la sección 2 se describe el modelo utilizado. En la sección 3 se analizan la situación cíclica de la UEM, a partir de la información obtenida de la descomposición de estas variables en ciclo y tendencia. Finalmente, la sección 4 recoge las conclusiones.

### 2. El modelo de componentes no observables

La estimación de tendencias cambiantes en el tiempo para un conjunto de variables se ha abordado desde distintas perspectivas metodológicas. Así, para la UEM, Smets y Wouters (2002) elaboran un modelo de equi-

Gráfico A1.1.

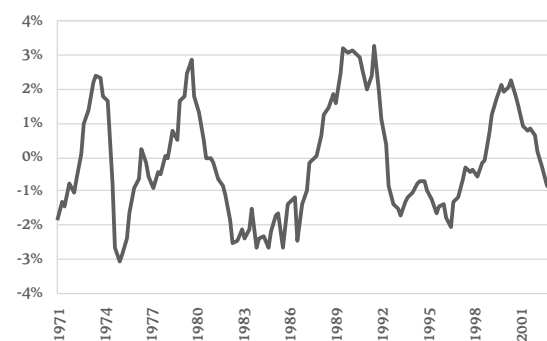
#### UEM. Crecimiento y su tendencia



Fuente: BBVA

Gráfico A1.2.

#### UEM. Componente cíclico del PIB



Fuente: BBVA

Cuadro A1.1.

**Estimación del modelo de componentes no observables**

	Coefficiente	Estadístico t
<b>Ley de Okun</b>		
$\beta_1$	0,69	26,8
$\beta_2$	0,086	3,3
$\beta_4$	-0,13	5,4
$\beta_y$	-1,92	25,3
<b>Tasa inversión</b>		
$\varphi_1$	0,82	23,9
$\varphi_{y0}$	0,21	13
$\varphi_{y1}$	-0,14	8,7
<b>C. Phillips</b>		
$\mu_1$	0,25	3,6
$\mu_3$	0,17	2,7
$\mu_4$	0,2	3,4
$\mu_y$	0,11	4,7
<b>Curva IS</b>		
$\delta_1$	0,98	30,2
$\delta_3$	-0,05	8,8
$\delta_r^*$	-0,68	15,4

\* La tasa de interés considerada es la tasa trimestral, por lo que el coeficiente hay que dividirlo por cuatro para compararlo con estimaciones que usan tasas anuales

Fuente: BBVA

Cuadro A1.2.

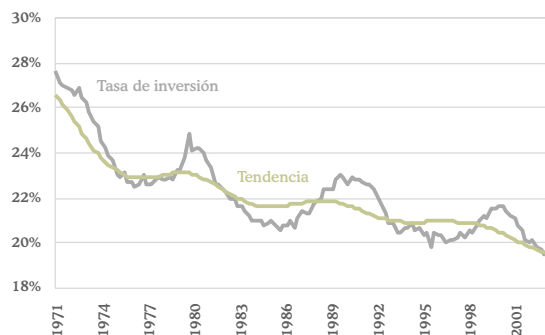
**Descomposición de la actividad en momentos de mínimo cíclico**

	Crecimiento	Crecimiento tendencial	Componente cíclico del PIB
jun.75	-1,7%	3,1%	-3,1%
jun.84	1,5%	2,1%	-2,7%
dic.93	0,1%	2,1%	-1,7%
dic.03	0,6%	1,7%	-1,0%

Fuente: BBVA

Gráfico A1.3.

**UEM. Tasa de inversión y su tendencia**



Fuente: BBVA

libro general estocástico que les permite obtener estimaciones del componente cíclico del output y de los tipos de interés. Esta última muestra una notable volatilidad que les lleva a concluir que su utilidad como instrumento para analizar el tono de la política monetaria es limitada. En el extremo contrario a esta modelización, se encuentran los filtros como el de Hodrick-Prescott, que sin incorporar estructura económica, permiten obtener una estimación sencilla de los componentes tendenciales.

Entre ambas posibilidades, un número creciente de autores sugieren la posibilidad de utilizar un modelo de componentes no observables, que tiene menor estructura que un modelo de equilibrio general, pero la suficiente como para convertirse en un instrumento útil para obtener conclusiones de política económica. Esto es, combina una cierta estructura con una mayor flexibilidad que los modelos más complejos. Así, Doménech y Gómez (2003) hacen un análisis para EE.UU., similar al que se propone en este artículo para la UEM, pero sin incluir la relación entre actividad y tipos de interés. Esta última tiene un papel relevante en Laubach y Williams (2001) que asumen que el tipo de interés “natural” está relacionado con el crecimiento tendencial del output, en Larsen y Mckeown (2003) que analizan el contenido informativo de los componentes cíclicos del output y de los tipos de interés en Reino Unido o en Crespo *et al* (2003) que estiman un tipo de interés “natural” para la UEM con una muestra que se inicia en 1990.

En nuestro caso, la metodología propuesta es un modelo multivariante de componentes no observables, que se estima por máxima verosimilitud, utilizando un filtro de Kalman. El modelo incluye una descomposición del output, la tasa de inversión, el desempleo, la inflación y el tipo de interés en sus componentes tendencial y cíclico. En particular para el output se especifica como:

$$y_t = y_t^* + y_t^c$$

donde  $y$  es el output,  $y^*$  su componente tendencial e  $y^c$  su componente cíclico<sup>3</sup>.

La relación negativa entre el componente cíclico del empleo y el de la actividad se recoge mediante la siguiente relación:

$$u_t = \sum_{i=1}^4 \beta_i u_{t-i} + (1 - \sum_{i=1}^4 \beta_i) u_t^* + \beta_y (L) y_t^c + \omega_{ut}$$

donde  $u$  es la tasa de desempleo y  $u^*$ , la tasa tendencial que puede interpretarse como estructural o NAIRU, cuya primera diferencia sigue el comportamiento de un paseo aleatorio.  $L$  es el operador de retardos, ya que en principio se permite que el componente cíclico de la actividad afecte al desempleo con varios retardos.

Además de esta relación, se incluye también la existente entre la tasa de inversión y el componente cíclico del output, que se expresa de la forma:

$$i_t = \sum_{i=1}^4 \varphi_i i_{t-i} + (1 - \sum_{i=1}^4 \varphi_i) i_t^* + \varphi_y (L) y_t^c + \omega_{it}$$

donde  $i$  es la tasa de inversión e  $i^*$  su componente tendencial, cuya primera diferencial al igual que la de la NAIRU sigue un comportamiento de paseo aleatorio.

Junto a estas relaciones entre las variables de actividad, el modelo incluye una curva de Phillips, que permite estimar la inflación tendencial. A través de ella se recoge la relación entre la tasa de inflación y el componente cíclico del output de la forma:

$$\pi_t = \sum_{i=1}^4 \mu_i \pi_{t-i} + (1 - \sum_{i=1}^4 \mu_i) \pi_t^* + \mu_y (L) y_t^c + \omega_{\pi t}$$

donde  $\pi$  es la tasa de inflación y  $\pi^*$  su componente tendencial, o la inflación que se espera que persista en el medio plazo. Si la actividad se situara en su nivel tendencial,  $\pi^*$  sería la inflación que se observaría en la economía. La primera diferencial de esta variable se modeliza como un paseo aleatorio.

Finalmente, el modelo incluye una curva IS, que permite relacionar el componente cíclico del output con el tipo de interés real, de la forma:

<sup>3</sup> La variación del componente tendencial sigue un paseo aleatorio, mientras que el componente cíclico sigue un proceso estacionario AR(2).

$$y_t^c = \sum_{i=1}^4 \delta_i y_{t-i}^c + \delta_r (r_{t-2} - \pi_{t-2}^* - rr_{t-2}^*) + \bar{\omega}_{yt}$$

donde  $r$  es el tipo de interés nominal y  $rr^*$  la tasa “de equilibrio” del tipo de interés real<sup>4</sup>. Respecto a esta última, cabe destacar que en este modelo se define como el tipo de interés real compatible con una actividad y una inflación en sus niveles tendenciales en una economía en la que hay rigideces nominales. De esta forma, no coincide exactamente con la definición de tasa “natural” de Wicksell (1936), o con la versión más reciente de Woodford (2002), según la cual, se trataría de una tasa de interés compatible con la estabilidad de precios en el largo plazo en una economía con perfecta flexibilidad nominal. En los últimos años, el desarrollo de una extensa literatura sobre reglas monetaria ha convertido al tipo de interés “natural” o “de equilibrio” en un elemento clave para identificar el grado de relajación o restricción monetaria de una economía. Más discutido es el uso del gap de tipo de interés, esto es, la diferencia entre el tipo de interés real y su nivel “natural” o como indicador adelantado de actividad o inflación.

Los principales resultados de la estimación del modelo se resumen en el Cuadro A1.1, en el que se pueden destacar algunas cuestiones. En primer lugar, el componente cíclico del PIB resulta significativo en todas las ecuaciones de las que forma parte, poniendo de relieve la información cíclica que contienen las variables consideradas. En segundo lugar, las desviaciones del tipo de interés real respecto a su tasa “de equilibrio” resultan significativas en la curva IS.

### 3. Características de la situación cíclica en la UEM

Con los resultados proporcionados por este modelo, se pueden aproximar las características del actual momento cíclico en la UEM. Es posible además analizar si la diferencia entre la inflación y su tendencia o entre el tipo de interés real y su tasa “de equilibrio” es similar al observado en otras desaceleraciones.

En el Gráfico A1.1, se recoge la relación entre la tasa de crecimiento del PIB y la de su nivel tendencial. Se observa que esta última ha descendido en los últimos años y que actualmente se sitúa por debajo del 2% (un 1,8% en promedio en 2003), frente al 2,4% a comienzos de los años noventa, o el 2,1% a mediados de esta década. Además de esta paulatina reducción del crecimiento tendencial en la UEM, destaca el hecho de que el componente cíclico de la actividad es negativo, pero moderado en magnitud, como muestra el Gráfico A1.2. Su magnitud, que alcanza un mínimo del 1% en el último trimestre de 2003, es menor que en desaceleraciones anteriores como muestra el Cuadro A1.2.

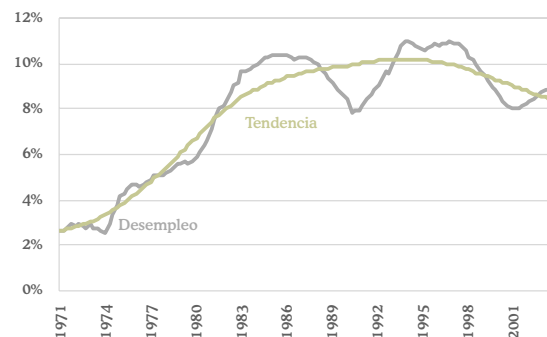
A la vista de esta situación preocupa la evolución del crecimiento tendencial en la UEM, ligada, como se observa en el Gráfico A1.3 a un notable descenso de la tasa de inversión, y significativamente, de su componente más estable. En efecto, la tasa de inversión tendencial se ha reducido 1,5 puntos porcentuales desde 2000, el mismo ajuste que después de la segunda crisis del petróleo a mediados de los años ochenta. El ajuste empresarial que ha caracterizado a la reciente desaceleración ha tenido, en consecuencia, un reflejo significativo en la tasa de inversión que se ha situado en mínimos de los últimos treinta años.

Más favorable ha sido la evolución de la tasa de desempleo, reflejo previsiblemente de algunos cambios estructurales abordados en el mercado de trabajo en los últimos años. La tasa de desempleo estructural o NAIRU, reflejada en el gráfico A1.4, ha continuado descendiendo hasta niveles no vistos desde mediados de los años ochenta y se sitúa actualmente en el 8,4%, casi dos puntos por debajo de su nivel máximo en 1995. Esta evolución de la NAIRU ha contribuido a que, en conjunto, la tasa de desempleo en la desaceleración actual haya aumentado menos de un punto porcentual, desde el 8% de 2001 hasta el 8,8% con el que ha cerrado el año 2003. El balance en términos de empleo en esta ocasión es más positivo que en desaceleraciones previas.

<sup>4</sup> En la curva IS aparece la inflación tendencial. En realidad debería ser la expectativa de inflación en el trimestre siguiente, pero dado que no es observable, se sustituye por la inflación tendencial, asumiendo que aproxima esta expectativa.

Gráfico A1.4.

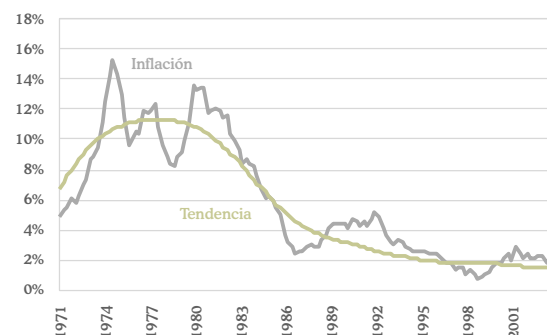
#### UEM. Desempleo y su tendencia



Fuente: BBVA

Gráfico A1.5.

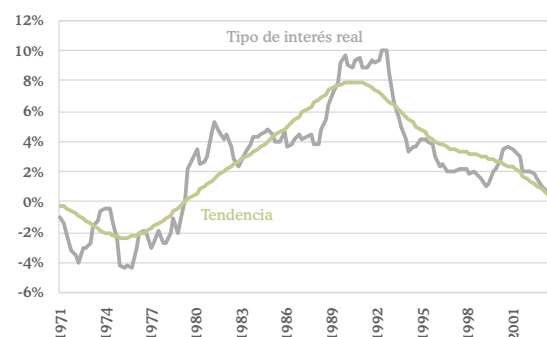
#### UEM. Inflación y su tendencia



Fuente: BBVA

Gráfico A1.6.

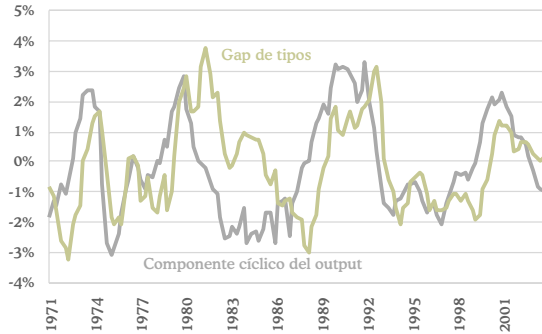
#### UEM. Tipo de interés real y su tendencia



Fuente: BBVA

Gráfico A1.7.

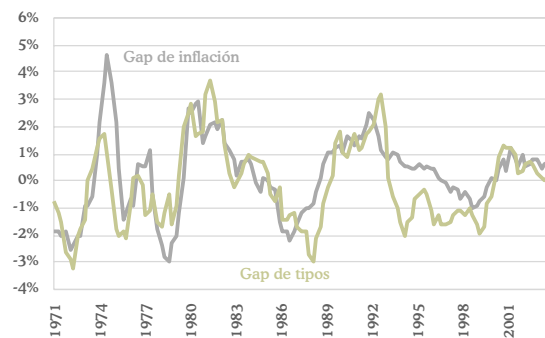
**UEM. Gap de tipos reales y componente cíclico del output**



Fuente: BBVA

Gráfico A1.8.

**UEM. Gap de inflación y de tipos reales**



Fuente: BBVA

Este escenario descrito para las variables de actividad tiene una traslación en términos de presiones inflacionistas. Como se observa en el Gráfico A1.5, la tasa de inflación en esta desaceleración se ha situado de forma persistente por encima de la tendencia estimada. Esta última se ha estado reduciendo hasta alcanzar tasas del 1,5% en promedio en 2003. El hecho de que, a pesar de este comportamiento de la inflación tendencial, la tasa de inflación se haya mantenido por encima del 2%, mostrando una notable inercia, revela la presencia de algunos factores específicos: la depreciación del euro, el efecto redondeo por el canje físico de la divisa europea, el aumento de los impuestos indirectos o de los precios de las materias primas. El agotamiento de algunos de estos factores podría favorecer un balance más positivo en inflación en 2004.

Esta evolución de la inflación ayuda a explicar el comportamiento de los tipos de interés reales. Como se puede observar en el Gráfico A1.6, éstos no han logrado situarse por debajo de su nivel “de equilibrio” en un momento de desaceleración de la actividad. Es significativo además que el nivel de tipos reales para el cual la inflación y el output se situarían en sus niveles tendenciales se ha reducido en los tres últimos años, descendiendo desde el 2,5% en 2000 hasta el 0,5% en 2003. Este descenso significa que se ha acelerado un proceso de reducción de la tasa “de equilibrio” de interés que se venía observando durante los años noventa.

Una forma de sintetizar estos resultados es observar los gap de actividad, de inflación y de tipos de interés reales en la UEM. Como se observa en los Gráficos A1.7 y A1.8, el gap de actividad ha sido negativo, pero no así los de tipos de interés reales y de inflación. Estas conclusiones podrían matizarse en un modelo más amplio que incorporase una regla monetaria. En este caso se estaría dando una ponderación al componente cíclico del output y al gap de inflación en la explicación del comportamiento del gap de interés real.

**4. Conclusiones**

La utilización de un modelo multivariante de componentes no observables permite analizar las características cíclicas de la UEM. La situación actual se caracteriza por la presencia de un componente cíclico del output menor que en otras desaceleraciones. El descenso de la tasa de desempleo estructural ha limitado el repunte de la tasa de desempleo, mientras que el balance en términos de tasa de inversión es negativo, situándose su componente tendencial en mínimos de los últimos treinta años. Se analizan además las razones por las cuales la tasa de interés real no ha descendido por debajo de su tasa “de equilibrio” en la reciente desaceleración. La evolución de la tasa de inflación, que se ha situado durante todo el periodo por encima de su componente tendencial, puede haber limitado el margen de maniobra para reducir los tipos de interés.

**5. Referencias**

Crespo-Cuaresma, J., E. Gnana y D. Ritzberger-Gruenwald (2003): “Searching for the natural rate of interest: a euro area perspective”, BIS Papers, nº 19, *Monetary policy in a changing environment*, pp. 60-80.

Doménech, R. y V. Gómez (2003): “Estimating potencial output, core inflation and NAIRU as latent variables” DT 2003-02. Ministerio de Hacienda.

Larsen, J. D. J. y J. Mckeown (2003): “The informational content of empirical measures of real interest rate and outptu gaps for the United Kingdom”, BIS Papers, nº 19, *Monetary policy in a changing environment*, pp. 414-442.

Laubach, T y J. C. Williams (2003): “Measuring the natural rate of interest”, *The Review of Economic and Statistics*, 85 (4).

Smets, F. y R. Wouters (2003):” An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area” *Journal of European Economic Association*, Vol 1 (5), pp. 1123-1175.

Wicksell, K (1936): *Interest and Prices* (tr. de la edición de 1898 por R. F. Kahn). London, Mcmillan.

Williams, J. C. (2003): “The natural rate of interest”, FRBSF, number 2003-32.

Woodford, M. (2002): “A neo-wicksellian framework” in *Interest and prices: foundations of a theory of monetary policy*, Chapter 4, Princenton University Press.

## 7. Artículo 2

### Tipo de cambio y precios, ¿una estrecha relación?

Sonsoles Castillo<sup>1</sup>, José Félix Izquierdo<sup>1</sup> y Elena Nieto<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Servicio de Estudios de BBVA

#### 1. Introducción

En el último año los movimientos en los mercados cambiarios han sido especialmente acusados. Factores como la incertidumbre geopolítica, las dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación en EE.UU. y, más recientemente, las intervenciones asiáticas en los mercados de divisas han afectado significativamente a los tipos de cambio, y en el caso del dólar y el euro, dos de las principales monedas internacionales, se han traducido en sendas divergentes. Desde principios de 2002, el dólar ha acumulado una depreciación cercana al 30% frente al euro. Unos movimientos tan significativos y sostenidos a lo largo de un período prolongado de tiempo plantean diversas cuestiones, entre las que destaca la evaluación del papel que el tipo de cambio tiene en las expectativas de crecimiento de los precios y, por tanto, en la reacción de los bancos centrales. La respuesta a esta pregunta depende del impacto que se estime que variaciones en el tipo de cambio tiene sobre los precios domésticos, es decir, el denominado *pass-through*<sup>1</sup>.

Como paso previo a la respuesta a esta cuestión, cabe hacer una matización relativa al tipo de cambio. Y se refiere a cuál es el tipo de cambio relevante para estimar el *pass-through*. En la literatura se han utilizado con diferente grado de éxito los distintos tipos de cambio efectivos (nominales versus reales, frente a todas las divisas versus principales divisas), aunque el más habitual ha sido el tipo de cambio efectivo nominal (TCEN). Teniendo en cuenta este índice, las variaciones del tipo de cambio han sido mucho más moderadas que las anteriormente citadas. La depreciación del dólar superaría apenas el 10% y la apreciación del euro sería inferior al 18%.

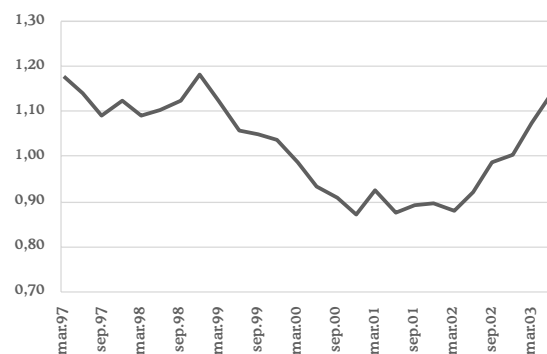
Dicho esto, la divergente evolución de los tipos de cambio efectivos en los últimos dos años parece haber sido "favorable", en términos de inflación, para ambas economías. Así, en el caso de EE.UU., en un contexto de bajo crecimiento de los precios como el observado en estos meses pasados, la depreciación del dólar podría haber sido un factor de contrapeso frente a las presiones desinflacionistas. En la UEM, donde la inflación se ha mantenido por encima del 2% en la reciente desaceleración, la apreciación acumulada por el euro habría favorecido la contención de las presiones inflacionistas. No obstante, actualmente, superadas las tasas mínimas de inflación en EE.UU., la depreciación del dólar unida al encarecimiento de las materias primas ha sido considerada como un factor que podría generar tensiones inflacionistas, lo que podría llevar a la Reserva Federal a iniciar el ciclo alcista de tipos. En el caso de la UEM, la cuestión es en qué medida las presiones al alza derivada de los precios de materias primas podrían verse compensadas por las presiones desinflacionistas de una moneda apreciada.

Así, el objetivo de este artículo es presentar evidencia empírica del *pass-through* en la UEM y EE.UU. tratando de extraer conclusiones sobre cómo el tipo de cambio puede estar afectando actualmente a las expectativas de inflación en ambas economías y a la toma de decisiones del BCE y de la Reserva Federal. Para ello, en el apartado 2 se hacen unas consideraciones previas sobre el *pass-through*. En el apartado 3 se revisa la evidencia empírica para EE.UU. y la UEM. En apartado 4 se presentan los resultados de estimar el *pass-through* en estas dos economías obtenidos a partir de dos enfoques metodológicos alternativos. Y finalmente, en apartado 5 se resumen las conclusiones.

<sup>1</sup> *Pass-through* en sentido amplio. En la literatura el *pass-through* se define como el cambio porcentual que experimentan los precios de importación en moneda local como resultado de una variación del 1% en el tipo de cambio.

Gráfico A2.1.

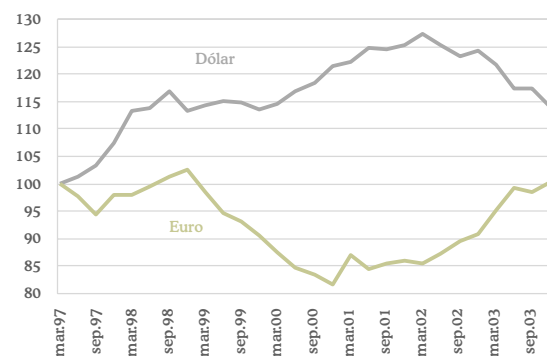
#### Tipo de cambio dólar-euro



Fuente: BCE

Gráfico A2.2.

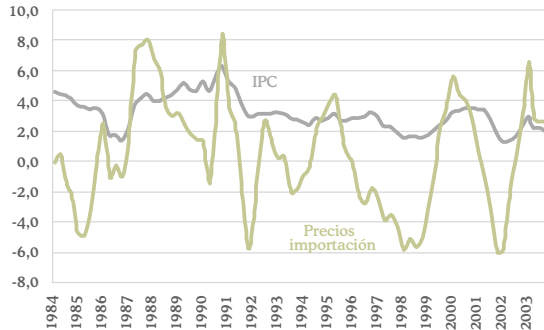
#### Tipo de cambio efectivo nominal del dólar y del euro



Fuente: BCE y Reserva Federal

Gráfico A2.3.

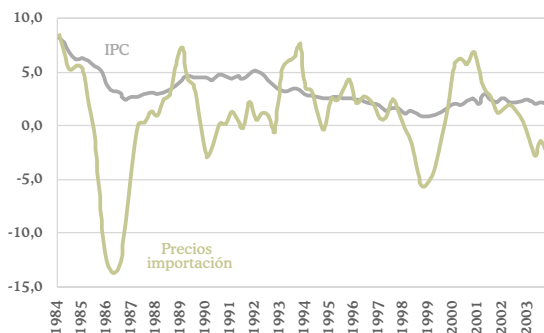
## EE.UU. Precios de importación y de consumo



Fuente: BEA y BLS

Gráfico A2.4.

## UEM. Precios de importación y de consumo



Fuente: Eurostat y BBVA

## 2. Algunas consideraciones previas

La evidencia empírica muestra que, en promedio, en las economías desarrolladas el *pass-through* es incompleto y no es inmediato, sino que se produce con cierto retardo. Asimismo, se observa que cuanto más se avanza en la cadena de distribución de precios, menor y más lento es el *pass-through*. Así, ante un movimiento del tipo de cambio, la reacción observada en los precios de importación es mayor y más rápida que la que tiene lugar en los precios de producción, y ésta última es más significativa y menos gradual que la que experimentan los precios de consumo.

Existen varias explicaciones de por qué el *pass-through* es incompleto y se produce con retardo. Entre ellas destacan i) la existencia de rigideces nominales en la economía, derivadas, por ejemplo, de los costes de ajuste de los precios, y ii) la posibilidad de exportadores/importadores de absorber parcialmente las variaciones del tipo de cambio ajustando márgenes<sup>2</sup>. Una decisión sobre la que influyen factores como el tamaño del shock sobre el tipo de cambio, o la persistencia esperada del mismo, cuestión ésta última relacionada en parte con la credibilidad de la política monetaria. La disponibilidad de instrumentos financieros de cobertura (contratos de futuro, opciones y swaps de divisas) limita la exposición de exportadores e importadores a las variaciones de corto plazo del tipo de cambio, y les permite esperar para obtener más información sobre el carácter más o menos permanente del shock antes de variar los precios. Asimismo, cabe esperar que la traslación a precios sea menor cuanto más competitivo sea el mercado en el que operan, y menor poder de fijación de precios, por tanto, tengan las empresas. Otros factores que pueden influir en el *pass-through* son la posición cíclica de la economía, su estructura productiva, el tamaño y grado de apertura de los países de origen y de destino del producto, o estrategias puntuales de las empresas para entrar en nuevos mercados o aumentar su cuota.

Del mismo modo, el carácter decreciente del *pass-through* (tanto en tamaño como velocidad) a lo largo de la cadena de distribución de precios se explica por varios motivos. Para empezar, el porcentaje de productos sensibles a un shock de tipo de cambio (por ejemplo, bienes comerciables) es muy superior en las etapas previas de la distribución, que en las finales, donde los servicios y bienes domésticos tienen un peso relevante. Además, las razones que explican que el *pass-through* sea incompleto y con retardos son válidas no sólo en la primera etapa de distribución, sino en todas, de forma que por simple acumulación se produce un descenso del tamaño y ritmo de la traslación a precios.

## 3. Revisión de la literatura

Los trabajos que analizan el *pass-through* del tipo de cambio en la economía estadounidense han sido numerosos. Según la metodología utilizada, podrían dividirse en cuatro grandes grupos. En primer lugar, están una serie de trabajos recopilados de forma sistemática en Goldberg y Knetter (1997) y basados fundamentalmente en estimaciones mínimocuadráticas<sup>3</sup> de la inflación. Con carácter general, estos trabajos estimaban un *pass-through* del tipo de cambio a los precios de importación cercano al 60 por ciento. En segundo lugar, muchos de los trabajos más recientes se han centrado en el *pass-through* a nivel de ramas de actividad. Estos trabajos (Olivei (2002), Pollard y Coughlin (2003)) encuentran que el *pass-through* medio del tipo de cambio a los precios de importación oscila entre el 36 por ciento a corto plazo y el 48 por ciento a largo plazo. Esto es, algo inferior al previamente estimado a nivel macroeconómico, si bien la variabilidad del *pass-through* por ramas de actividad y a corto plazo es muy elevada. En tercer lugar, y también en trabajos recientes se ha analizado el *pass-through* del tipo de cambio con modelos macroeconómicos más completos. Algunos de estos tra-

<sup>2</sup>Es decir, que tienen cierto "pricing-to-market" behaviour (PTM)

<sup>3</sup> Los resultados alcanzados con estos métodos no suelen considerarse como robustos dado que no se solía hacer un correcto tratamiento de las series temporales utilizadas.

bajos como Gagnon e Ihrig (2002) y Campa y Goldberg (2002), lo analizan directamente incorporando el tipo de cambio en la estimación de la variación de los precios de consumo y de los precios de importación. Así, se estima un *pass-through* del 3 por ciento a precios de consumo (Gagnon e Ihrig) y de entre el 26 y 41 por ciento a precios e importación (Campa y Goldberg). Por último, otra serie de trabajos, McCarthy (2000) y Faruqe (2004), utilizan la metodología VAR para estimar el *pass-through*. Según Faruqe el impacto del tipo de cambio en los precios de importación alcanza el 30 por ciento tras un periodo de 18 meses. Según McCarthy, el impacto es más elevado: el *pass-through* a precios de importación se aproxima al 60 por ciento y a precios de consumo está próximo al 10 por ciento, tras un periodo de dos años.

En el caso de la UEM, la estimación del *pass-through* cuenta con la dificultad añadida de la corta historia del área monetaria única<sup>4</sup>. De hecho, la propia creación de la UEM podría haber contribuido a un descenso del *pass-through* en la zona. Con la adopción del euro, los países miembros pasaron a formar parte de un área mayor y, por tanto, más aislada de las variaciones del tipo de cambio. La mayor importancia relativa del euro respecto a las divisas de origen de los países participantes, hacía más probable que exportadores e importadores denominaran sus precios en euros. Pero el número de años transcurridos desde el inicio de la UEM es todavía insuficiente para contrastar la posible existencia de un cambio estructural. La reducción del *pass-through*, además, podría haber comenzado antes del inicio de la UEM, conforme los distintos países aspirantes ligaban sus divisas entre sí, y orientaban sus políticas hacia un entorno de inflación baja y estabilidad macroeconómica.

Dejando a un lado estas dificultades, los resultados de la literatura más reciente sobre *pass-through* en la UEM muestran ciertas regularidades. Tanto McCarthy (2000)<sup>5</sup>, como Hahn (2003) y Faruqe (2004) encuentran que el *pass-through* del tipo de cambio disminuye a lo largo de la cadena de distribución de precios. Así, el impacto sobre los precios de importación oscilaría entre el 50% de Hahn (2003) y casi el 100% de Faruqe (2004). Además, más de la mitad de la traslación se produciría durante los primeros trimestres que transcurren tras el shock (según Anderton (2003), durante el primer trimestre). Sobre los precios de consumo el impacto del tipo de cambio sería sensiblemente menor, entre el 8% de Hübner y Schroeder (2000) y el 16% de Hahn (2003). Asimismo, la traslación a precios de consumo es considerablemente más lenta, alcanzando el máximo pasados tres años. A corto plazo, el *pass-through* sobre los precios de consumo resulta prácticamente despreciable.

La mayoría de los estudios coinciden, por tanto, en que el *pass-through* del tipo de cambio en la UEM es incompleto<sup>6</sup>. De hecho, varios autores encuentran que en la UEM, la influencia de los precios internos en los precios de importaciones (PTM) es significativa. En concreto, Warmendinger (2004) estima que este impacto en la UEM es de 55% a largo plazo, y en torno al 80% a corto. Anderton lo cifra entre el 30% y 50%, aunque encuentra diferencias significativas según el país de procedencia de las importaciones. Así, este efecto en las importaciones procedentes de países UE (Reino Unido, Suecia y Dinamarca) es sensiblemente mayor al de las procedentes de países no-UE. Un resultado que, según el autor, puede explicarse por la posible mayor convergencia en precios de los países de la UE, derivada de la creciente competencia dentro de unos mercados cada vez más integrados. Otro factor que influye en este resultado es el elevado poder de monopolio

<sup>4</sup> Ligado a todo esto, se plantea la posibilidad de utilizar series agregadas para el cálculo del *pass-through*, o estimarlo a partir del *pass-through* de los países. Algunos autores, como Hübner et al (2002), se han decantado por la primera opción. Pero la mayoría, como Hahn (2003), Faruqe (2004) o Anderton (2002) han optado por utilizar directamente series del agregado. Los resultados obtenidos con uno y otro método no difieren demasiado.

<sup>5</sup> El trabajo de McCarthy no se analiza la UEM en su conjunto, sino sólo algunos países (Alemania, Francia, Holanda y Bélgica).

<sup>6</sup> La excepción es Faruqe (2003), que estima un *pass-through* a los precios de importación casi unitario en el largo plazo.

Cuadro A2.1.

**UEM. Contribución del tipo de cambio a la inflación**

Obtenida a partir de la curva de Phillips

	1999-01	2002	2003	2004
Dólar-euro	0,96	0,95	1,13	1,22
Inflación	1,9	2,3	2,1	1,8
Contribución del tipo de cambio	0,2	-0,2	-0,5	-0,2

Fuente: BBVA

Cuadro A2.2.

**EE.UU. Contribución del tipo de cambio a la inflación**

Obtenida a partir de la curva de Phillips

	1999-01	2002	2003	2004
Dólar-euro	0,96	0,95	1,13	1,22
Yen-dólar	114	125	116	110
Inflación	2,8	1,6	2,3	1,8
Contribución del tipo de cambio	-0,2	0,1	0,6	0,3

Fuente: BBVA

que se aprecia en los exportadores de un país grande como EE.UU., cuyas importaciones a la UEM tienen un *pass-through* estimado de cerca del 90%.

En el análisis por países, se observa un mayor *pass-through* en naciones como Irlanda, Bélgica y Países Bajos, que en países meridionales como Francia, España e Italia<sup>7</sup>. Este resultado, según Campa y González Mínguez (2003), está más relacionado con el grado de apertura a las importaciones de fuera del área euro que con la composición por productos de dichas importaciones.

#### 4. Estimación del *pass-through* en la UEM y EE UU a partir de la curva de Phillips y de la metodología VAR

En este artículo, el análisis del *pass-through* se ha realizado fundamentalmente a través de dos tipos de instrumentos. El primero de ellos, basado en la curva de Phillips, es un enfoque que se centra específicamente en la determinación de los precios a nivel doméstico. Así, a través de la curva de Phillips derivada para una economía abierta, el crecimiento actual de los precios de consumo se hace depender, no sólo de la propia inercia de los precios y del output gap, sino también de la variación del tipo de cambio. Un segundo enfoque es la metodología VAR. Entre sus ventajas destacan que permite analizar las interrelaciones dinámicas entre los precios en las diferentes etapas de la cadena de distribución y otras variables macroeconómicas. Adicionalmente, a través de las funciones de respuesta a un impulso, permite obtener el impacto que sobre cada variable tiene un shock concreto. Esto es, se puede obtener una aproximación del tamaño y velocidad del *pass-through*. A continuación se presentan los resultados empíricos obtenidos a partir de estos dos enfoques.

##### Curva de Phillips

Se utiliza una curva de Phillips que relaciona las variaciones de la inflación ( $\pi$ ) con la inflación pasada, los precios internacionales de los bienes y servicios no energéticos (PIMPne), los precios de la energía (aproximados por el precio del petróleo, oil) y la posición cíclica de la economía. Esto es:

$$\Delta\pi_t = w(L) \Delta\text{PIMPne}_t + k(L) \Delta\text{oil}_t + s(L) (y - y^*)_t + \eta_t$$

donde  $w(L)$ ,  $k(L)$ ,  $s(L)$  son filtros dinámicos que recogen la dependencia de las variaciones de la inflación a cambios en las variables exógenas, y  $\eta_t$  es una perturbación estacionaria, que recoge la influencia de la inflación pasada. Se distingue entre precios de la energía y precios de importación no energéticos por la diferente traslación a precios de consumo: más inmediata en el caso de la energía. Dado que los precios internacionales de bienes y servicios no energéticos dependen, a su vez, del tipo de cambio, se puede extraer de aquí el impacto del tipo de cambio sobre la inflación, es decir, el *pass-through* final a los precios de consumo.

Los precios internacionales de bienes y servicios se aproximan con el deflator de las importaciones. Para corregirlo del precio de la energía se estima:

$$\text{PIMP}_t = f(\text{oil}, \text{tc}, \text{otros...}) = u(L) \text{oil}_t + p(L) \text{tc}_t + N_t$$

siendo tc el tipo de cambio dólar-euro para el caso de la UEM, y los tipos de cambio de dólar-euro y dólar-euro en el caso de EE.UU. Así se obtiene una estimación de los precios internacionales de bienes y servicios no energéticos a partir de:

$$\text{PIMPne}_t = \text{PIMP}_t - u(L) \text{oil}_t$$

Por tanto, de los filtros  $p(L)$  y  $w(L)$  se puede obtener una estimación del *pass-through* del tipo de cambio a los precios finales de consumo.

<sup>7</sup> Resultado de Campa y González Mínguez (2003). McCarthy (2000) encuentra un *pass-through* considerablemente mayor en Bélgica y Países Bajos que en Francia y Alemania. Por su parte, Hüfner y Schroeder (2000) obtienen, que si bien el *pass-through* es mucho más rápido en Países Bajos, el impacto de largo plazo es mayor en Francia e Italia.

Para el caso de la UEM, el tipo de cambio dólar-euro tiene efectos contemporáneos, con uno y dos trimestres de retardo sobre el deflactor de las importaciones de bienes y servicios no energéticos, con una ganancia de largo plazo de 0.22. Es decir, por cada variación del 10% del tipo de cambio, el deflactor de las importaciones presenta una variación de 2,2% al cabo de dos trimestres. De otro lado, los precios de importación no energética tienen una influencia sobre la inflación de precios de consumo ( $w(L)$ ) que suele distribuirse a lo largo de cuatro trimestres con una ganancia global del 0.14, es decir, la variación del 10% en el tipo de cambio, que se quedó en el 2,2% en los precios de importación, aporta 0,3 puntos porcentuales (p.p.) en la variación de la inflación de precios de consumo al cabo de un año.

Para el caso de EE.UU., el tipo de cambio dólar-euro presenta una dinámica con efectos contemporáneo, a uno y dos trimestres sobre el deflactor de las importaciones de bienes y servicios, con un efecto total de 0.14. Y el tipo de cambio yen-dólar presenta efectos contemporáneo y a un trimestre de retardo sobre el deflactor de las importaciones, con una ganancia total de 0.07. Es decir, por cada 10% que se deprecia el dólar respecto al euro y respecto al yen, el deflactor de las importaciones presenta un aumento del 2,1% (1,4% respecto al euro y 0,7% respecto al yen). De otro lado, los precios de importación no energética presentan un efecto total de 0.18 sobre la variación de la inflación que se distribuye a lo largo de 4 trimestres. Por tanto, si el dólar se deprecia un 10% respecto al euro y al yen tendrá un efecto sobre la variación de la inflación de 0,4 p.p. al cabo de un año.

Como se observa en el cuadro A2.1, en los últimos años las variaciones del tipo de cambio del dólar-euro han contribuido a reducir la inflación en la UEM. Así el año 2002 la apreciación del euro tuvo una incidencia de 0,2 p.p. a la inflación mientras en 2003 contribuyó a restar medio punto. Para 2004 se espera que siga ayudando a contener los precios restando 0,2 puntos porcentuales a la inflación de la UEM. Lógicamente el caso inverso se ha registrado en EE.UU. donde la depreciación del dólar ha tenido un efecto positivo sobre la inflación de precios de consumo en los últimos dos años, y se espera que en 2004 aporte 0,3 p.p.

### Estimación del *pass-through* a partir de un VAR

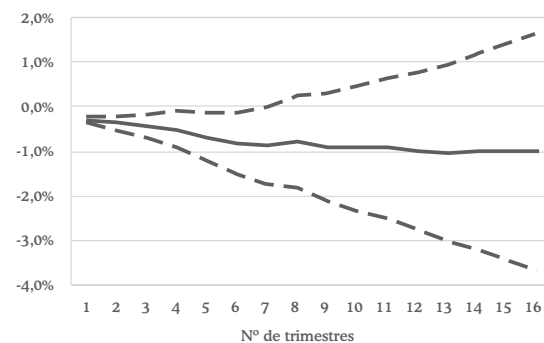
El enfoque VAR es más completo en la medida que captura la dinámica entre tipo de cambio e inflación teniendo en cuenta las interacciones que subyacen entre ésta y el resto de variables macroeconómicas de actividad, financieras y de precios. Una vez estimado el VAR, esta metodología permite evaluar el impacto a lo largo del tiempo de un shock en una variable sobre el resto. En este caso permite estimar la respuesta de los precios ante un shock en el tipo de cambio.

Para el caso de la economía estadounidense, siguiendo el trabajo de McCarthy (2000), se estima el *pass-through* del tipo de cambio a los precios de importación, de producción y de consumo a partir de un VAR en el que se incluyen ocho variables. Además de los tres índices de precios en cada una de las etapas de formación de precios: precios de importación, producción y consumo y del tipo de cambio –tipo de cambio efectivo nominal broad-, se incluyen el precio del petróleo y el output gap, como *proxy* de los *shocks* de oferta y demanda, respectivamente. Adicionalmente, se incluyen los tipos de interés de los fondos federales, para incorporar la reacción del banco central y el agregado monetario M2. Las variables se incorporan en diferencias de logaritmos, excepto el tipo de interés y el output gap. La identificación se hace a través de la descomposición de Choleski y el orden de las variables es el siguiente<sup>8</sup>: precio del petróleo, output gap, tipo de cambio nominal, precios de importación, de producción y de consumo, tipos de interés de los fondos federales y M2. El VAR se estima con datos trimestrales para el período 1990:1-2003:4. En el caso de la UEM, no se incluye una variable monetaria ni el precio del petróleo. Siguien-

<sup>8</sup> Con carácter general, el sistema de ecuaciones se ordena con arreglo al grado de exogeneidad de las variables: las más exógenas, las primeras.

Gráfico A2.5.

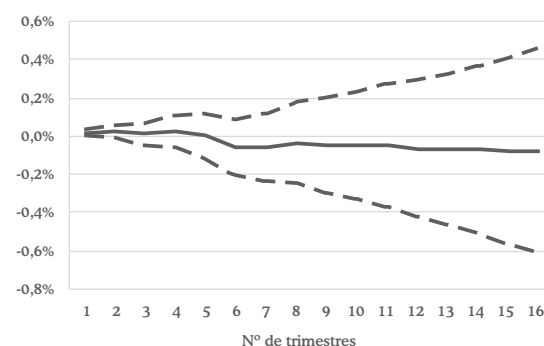
### EE.UU. Respuesta de los precios de importación a un shock del 1% en el TCEN



Fuente: BBVA

Gráfico A2.6.

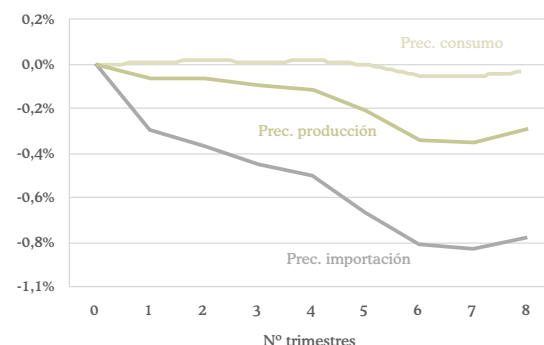
### EE.UU. Respuesta de los precios de consumo a un shock del 1% en el TCEN



Fuente: BBVA

Gráfico A2.7.

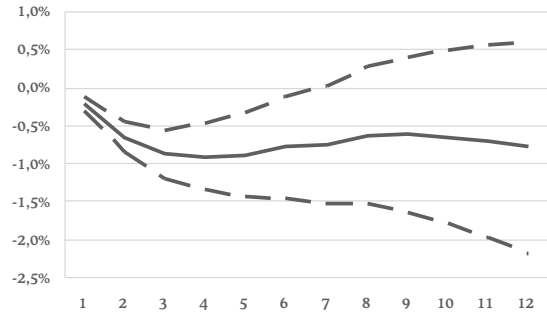
### EE.UU. Respuesta de los precios a un shock del 1% en el TCEN



Fuente: BBVA

Gráfico A2.8.

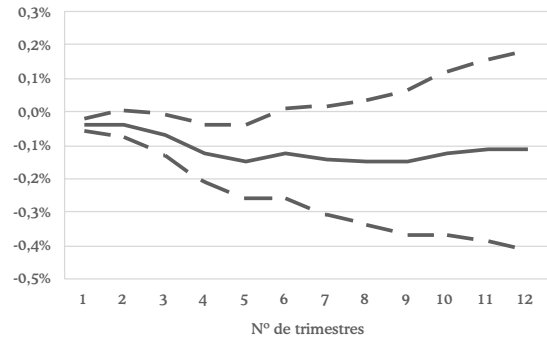
**UEM. Respuesta de los precios de importación a un shock del 1% en el TCEN**



Fuente: BBVA

Gráfico A2.9.

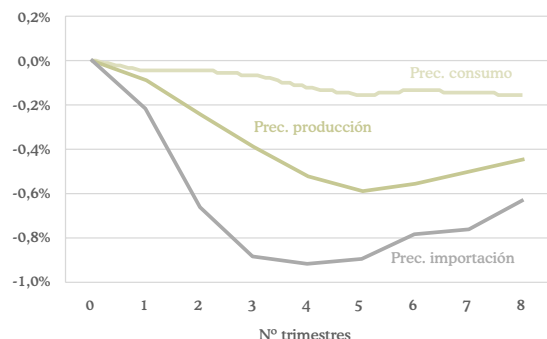
**UEM. Respuesta de los precios de consumo a un shock del 1% en el TCEN**



Fuente: BBVA

Gráfico A2.10.

**UEM. Respuesta de los precios a un shock del 1% en el TCEN**



Fuente: BBVA

do a Hahn (2003), situamos en el VAR en primer lugar el tipo de interés, seguido del output-gap, el tipo de cambio, los precios de importación, los precios de producción y finalmente los precios de consumo. El período muestral abarca de 1982:1 a 2003:4.

En los gráficos A2.5 a A2.7 se recogen las funciones de respuesta acumulada de los distintos índices de precios a un shock del TCEN en EE.UU. Los resultados muestran que el *pass-through* del tipo de cambio a los precios de importación es creciente en el tiempo y ya al cabo de un trimestre alcanza niveles superiores al 30 por ciento. Transcurridos dos años el *pass-through* tiende a estabilizarse y se eleva al 80%. El impacto en precios de consumo se produce con más retraso. Inicialmente el impacto es nulo, y empieza a tener efecto sobre los precios a partir de cinco trimestres, estimándose que puede alcanzar niveles del 6-8 por ciento al cabo de dos años.

En la UEM, como se observa en el gráfico A2.8, el *pass-through* a los precios de importación es elevado, del orden del 70-80%, con cierta sobrerreacción a finales del primer año. El impacto durante el primer trimestre es del 20-25%, y ya en el segundo trimestre se ha producido buena parte del efecto total. En los precios de producción el impacto de largo plazo se sitúa en torno al 30-40%, también con cierta sobrerreacción durante el primer y segundo año. Como muestra el gráfico A2.9, el *pass-through* a los precios de consumo es el más limitado, situándose entre el 10-15%. A corto plazo, el impacto es muy pequeño (apenas cuatro décimas el primer trimestre), y alcanza el máximo aproximadamente en un año.

**5. Conclusiones**

Los acusados movimientos del tipo de cambio dólar-euro en los últimos años ha llevado a plantear si éstos pueden tener un impacto significativo sobre variables macroeconómicas como los precios domésticos. Los resultados aquí presentados, en línea con los alcanzados en la literatura, muestran que el *pass-through* del tipo de cambio a los precios de importación es incompleto (80%) y con efectos retardados significativos especialmente en el caso de EE.UU. Sin embargo, el impacto en los precios de consumo es mucho más modesto, inferior al 10% en EE.UU. y al 15% en la UEM.

En definitiva, el tipo de cambio parece desempeñar un papel relativamente modesto en la evolución de los precios domésticos, y por esta vía no parece ser, en el contexto actual, un factor relevante para las decisiones de política monetaria. Otra cuestión es si este *pass-through* es bajo por cuestiones transitorias o permanentes, un tema sobre el que no parece haberse llegado a una conclusión. En la literatura existe un debate abierto al respecto. Los defensores de que la reducción del *pass-through* es permanente aluden a que éste obedece a factores microeconómicos (estructura de mercado, grado de diferenciación de productos, etc.). Mientras que los detractores aluden a que el bajo *pass-through* es consecuencia del contexto de baja inflación alcanzado por estas economías y que, por tanto, puede ser transitorio si cambian las expectativas de inflación. La conducción de la política monetaria en las últimas décadas, encaminada a la reducción de la inflación, así como el anclaje de las expectativas de inflación, son dos factores que apoyarían el cambio de carácter permanente.

**6. Referencias**

Anderton, B. (2003): "Extra-euro area Manufacturing Import Prices and Exchange Rate *Pass-through*", *Working paper n° 219*, Banco Central Europeo.

Campa, J. M. y J. M. González Mínguez (2003): "Differences in Exchange Rate *Pass-Through* in the Euro Area", *Documento de Trabajo n° 0219*, Banco de España.

Campa, J.M. y L. Goldberg (2002): "Exchange Rate *pass-through* into import prices: a macro or micro phenomenon?" *NBER*, working paper 8934, mayo.

- Gagnon, J. y J. Ihrig (2002): "Monetary policy and exchange rate pass-through", *International Finance Discussion Paper, Board of Governors of the Federal Reserve System, no. 704*.
- Goldberg, P. y M. Knetter (1997): "Goods prices and exchange rates: what have we learned", *Journal of Economic Literature*, 35, sept.
- Hahn, E. (2003): "Pass-through of external shocks to euro area inflation", *Working paper n° 243*, Banco Central Europeo.
- Hüfner, F.P. y M. Schroeder (2002): "Exchange Rate Pass-Through to Consumer Prices: A European Perspective", *Discussion Paper 02-20*, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung.
- Faruqee (2004): "Exchange rate pass-through in the euro area: the role of asymmetric pricing behaviour", *Working Paper n° 04/14*. FMI.
- MacCarthy, J. (2000): "Pass-Through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies", *Staff Reports 111*, Federal Reserve Bank of New York.
- Olivei, G. (2002): "Exchange rates and the prices of manufacturing products imported into the United States", *New England Economic Review*, first quarter, 2002.
- Pollard, P. y C. Coughlin (2003): "Pass-through estimates and the choice of an exchange rate index", Federal Reserve Bank of St. Louis, working paper 2003-004B.
- Warmendinger, T. (2004): "Import prices and pricing-to market effects in the euro area", *Working paper n° 299*, Banco Central Europeo.



# Resumen de previsiones

## Variables macroeconómicas

	PIB (%). En promedio anual				IPC (%). En promedio anual			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
EE.UU.	2,2	3,1	4,1	3,3	1,6	2,3	2,4	2,0
UEM	0,9	0,4	1,7	2,3	2,3	2,1	2,0	1,9
Alemania	0,2	-0,1	1,3	1,8	1,4	1,0	1,7	1,8
Francia	1,1	0,5	2,1	2,5	1,9	2,1	2,1	1,6
España	2,0	2,4	2,5		3,5	3,1	2,9	
Italia	0,4	0,4	1,0	2,0	2,5	2,7	2,4	2,0
Reino Unido <sup>1</sup>	1,5	2,2	3,1	2,7	1,3	1,4	1,6	1,9
Japón	-0,3	2,6	3,7	2,6	-0,9	-0,3	-0,4	-0,1
Países asiáticos <sup>2</sup>	6,8	7,3	7,3	6,9	0,8	1,8	3,3	2,9
América Latina <sup>3</sup>	-0,5	1,3	4,4	3,4	9,2	10,8	6,2	6,2

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
EE.UU.	-1,5	-3,5	-4,0	-3,0	-4,5	-4,8	-5,1	-4,7
UEM <sup>4</sup>	-2,3	-2,7	-2,8	-2,6	0,8	0,4	0,1	0,5
Reino Unido	-1,6	-3,2	-3,0	-2,9	-1,7	-1,7	-2,1	-2,0
Japón	-7,6	-7,8	-6,8	-6,2	2,8	3,2	3,0	3,0

<sup>1</sup> La inflación no incluye los tipos de interés hipotecarios.

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

<sup>3</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

<sup>4</sup> Sólo sector público, sin incluir ingresos por la venta de las UMTS.

## Tipos de interés y de cambio<sup>5</sup>

	Tipos Oficiales					Tipos a 10 años				
	may-04	sep-04	dic-04	mar-05	jun-05	may-04 <sup>6</sup>	sep-04	dic-04	mar-05	jun-05
EE.UU.	1,00	1,25	1,50	2,00	2,50	4,69	4,90	5,10	5,20	5,40
UEM <sup>7</sup>	2,00	2,00	2,00	2,00	2,25	4,27	4,35	4,60	4,70	4,80
Reino Unido	4,25	4,50	4,75	5,00	5,25	5,09	5,20	5,30	5,40	5,50
Japón	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	1,49	1,70	1,80	1,90	2,00

	Tipos de cambio				
	may-04 <sup>6</sup>	sep-04	dic-04	mar-05	jun-05
Dólar/Euro	1,20	1,18	1,18	1,17	1,15
Libra/Euro	0,67	0,68	0,69	0,69	0,69
Yen/Dólar	112	110	108	106	104

<sup>5</sup> Datos de fin de período.

<sup>6</sup> Media hasta la fecha de cierre.

<sup>7</sup> Los tipos de interés a 10 años corresponden a Alemania.

## Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

Depósito Legal: M-31256-2000

## otras publicaciones



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.