

# Situación Global

---

Julio 2002



- EE.UU.: ¿una empresa difícil?
- UEM: recuperación
- La Fed espera que pase septiembre
- El euro hace el trabajo del BCE
- El dólar también se toma unas vacaciones



Fecha de cierre: 12 de Julio, 2002

## Indice

1. Valoración global	1
2. Estados Unidos	3
Recuadro: "EE.UU.: las existencias en la última desaceleración"	7
Recuadro: "EE.UU.: beneficios empresariales, márgenes y productividad"	8
3. Unión Europea	9
UEM	9
Recuadro: "UEM: medidas de inflación subyacente"	12
Recuadro: "UEM: cuestión de sincronía"	13
Reino Unido	14
4. Asia	15
Recuadro: "Asia del sur y del este: salida de la recesión de 2001"	17
5. América Latina	18
6. Mercados	19
Tipos de interés	19
Tipos de cambio	21
Materias primas	23
Recuadro: "El dólar y la balanza por cuenta corriente"	24
Artículo: "El papel del ciclo económico en la política monetaria y fiscal" Mayte Ledo y Miguel Sebastián	25
Resumen de previsiones	

### Han elaborado esta publicación:

Miguel Sebastián  
David Taguas

Mayte Ledo	34 91 374 40 75	<a href="mailto:teresa.ledo@grupobbva.com">teresa.ledo@grupobbva.com</a>
Sonsoles Castillo	34 91 374 44 32	<a href="mailto:s.castillo@grupobbva.com">s.castillo@grupobbva.com</a>
Gerardo Izquierdo	34 91 537 99 87	<a href="mailto:gizquierdo@grupobbva.com">gizquierdo@grupobbva.com</a>
Jose Félix Izquierdo	34 91 374 42 00	<a href="mailto:jfelix.izquierd@grupobbva.com">jfelix.izquierd@grupobbva.com</a>
Montserrat Martínez	34 91 374 39 98	<a href="mailto:montse.martinez@grupobbva.com">montse.martinez@grupobbva.com</a>
Elena Nieto	34 91 537 37 76	<a href="mailto:enieto@grupobbva.com">enieto@grupobbva.com</a>
Xavier Torres	34 91 537 76 93	<a href="mailto:vj.torres@grupobbva.com">vj.torres@grupobbva.com</a>

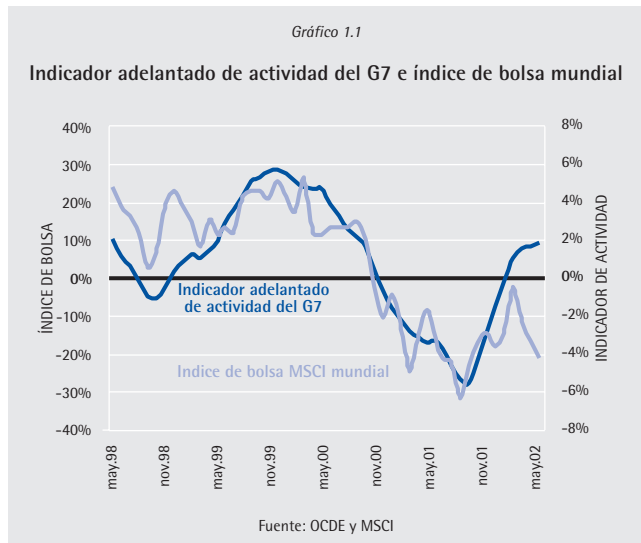
# 1. Valoración global

## Divergencias entre el mercado y la economía

Los últimos indicadores de actividad y de expectativas anticipan que las principales economías industrializadas, superado el período de desaceleración, están iniciando una etapa de expansión de su actividad. Ahora bien, las crecientes dudas sobre la intensidad y duración de esta nueva etapa y, en particular, sobre su traducción en términos de expectativas de beneficios empresariales, están impidiendo que esta recuperación se traslade a la evolución de los mercados financieros. Así, a diferencia de lo que debería ocurrir en el inicio de una expansión, los precios del mercado bursátil no están repuntando sino que, por el contrario, se sitúan en mínimos anuales y, en algunos casos, por debajo de los niveles alcanzados el pasado mes de septiembre tras el ataque terrorista.

A su vez, las expectativas de inicio de un ciclo alcista de los tipos de interés se han retrasado significativamente. En los primeros meses de 2002, un conjunto de datos macroeconómicos que sorprendieron positivamente y el aumento de precios del petróleo, que pasó de 21 dólares por barril en el primer trimestre a 25 en el segundo, provocaron repuntes en los tipos de interés de todos los países y plazos. De hecho, en algunas economías, como Australia, Canadá o Nueva Zelanda, los tipos de interés de intervención empezaron a aumentar. Pero, desde mayo, el creciente pesimismo frustró la recuperación de los precios bursátiles y provocó una reducción generalizada de las rentabilidades. Así, en EE.UU., los tipos a 10 años se situaron por debajo del 5%, y las expectativas de inicio del ciclo alcista de tipos de intervención se desplazaron desde el verano hasta fin de año. En contra de las expectativas, el diferencial de tipos de largo plazo volvió a ser positivo para Europa y la igualación de las rentabilidades de corto plazo entre ambas áreas, prevista en principio para mediados de 2003, se retrasó significativamente. En conjunto, se puede señalar que, en el contexto actual, los mercados descuentan que las condiciones monetarias permanecerán relajadas durante más tiempo del que se había previsto a principios de año.

Además, la menor rentabilidad esperada en EE.UU., en relación a otras áreas, como la UEM, es uno de los factores que ha presionado a la baja al dólar. Se ha cuestionado, además, la confianza de los inversores internacionales en EE.UU. en un momento especialmente vulnerable, ya que el déficit de la balanza por cuenta corriente, que se ha mantenido por encima del 4% del PIB, revela la notable dependencia de la financiación exterior que tiene esta economía. La divisa estadounidense, que alcanzó en febrero su valor máximo en términos efectivos reales, se depreció primero lentamente y luego a un mayor ritmo des-



de abril. Especialmente destacable fue su depreciación frente al euro, divisa con la que se situó en mínimos de los últimos 28 meses, y con el yen, aunque en este último caso provocó una inmediata reacción de las autoridades japonesas, con intervenciones en el mercado cambiario en un intento de frenar la apreciación de su divisa.

## Incertidumbres en EE.UU.

Esta creciente divergencia entre la evolución de la economía y la de los mercados estuvo ligada a la acumulación de incertidumbres, que afectaron principalmente a la economía de EE.UU. Estas incertidumbres fueron una combinación de factores tanto macroeconómicos como microeconómicos.

Entre los primeros, los de carácter macroeconómico, se cuestionó la posibilidad de que el ajuste de la economía en la última desaceleración hubiese sido insuficiente. En gran medida, esta preocupación vino ocasionada por la notable fortaleza que el consumo había mostrado en meses anteriores, inusual en un período de recesión. Dado que gran parte de la misma se consideraba ligada a las medidas expansivas de demanda, monetaria y fiscal, se temía que esta fortaleza no fuera sostenible. Ahora bien, aunque una moderación del crecimiento del gasto privado no era descartable, dado que el ahorro de las familias se mantenía, pese a la recesión, en niveles históricos mínimos, la probabilidad de un ajuste brusco de esta variable era limitada. Una preocupación adicional derivaba de que, pese al notable ajuste que había experimentado la inversión en equipo, siguiera existiendo un importante exceso de capacidad, en especial en algunos sectores. Algo que parecía matizarse ante la recuperación de la capacidad utilizada desde el mínimo de diciembre de 2001. Por último entre los interrogantes macroeconómicos, se añadía la posibilidad de que la expansión fiscal, tras los planes presupuestarios aprobados en 2002, se estuviera convirtien-

do en "excesiva". Pero, de nuevo, esta preocupación quedaba matizada por el hecho de que no se estaba observando un repunte de los tipos reales que pudiese provocar una expulsión de la inversión del sector privado. El déficit estructural americano sigue siendo inferior al europeo.

En conjunto, las incertidumbres macroeconómicas pueden resolverse si las ganancias de productividad se mantienen a medio plazo. En este sentido, las previsiones apuntan a que sería posible mantener, un crecimiento de esta variable, de, al menos, un 2%<sup>1</sup>. Ello podría permitir a la economía conseguir unas tasas de crecimiento del 3% en 2003, esto es, inferiores en un punto a las de finales de los noventa, pero similares a las observadas en las últimas dos décadas en esta economía. En este contexto, pese a tener las presiones inflacionistas bajo control, la Reserva Federal iría aumentando paulatinamente sus tipos de interés hasta situarlos a finales de 2003 en el 4%.

Para algunos, la evolución esperada de la productividad no parece suficiente para resolver el segundo conjunto de incertidumbres, esto es, las relativas a factores microeconómicos como los problemas de contabilidad de las empresas, tras el caso Enron y el reciente de Worldcom, o como la decepción en las expectativas de beneficios. Por ello, el principal escenario de riesgo para los próximos meses consiste en que este pesimismo se mantenga y se traslade, a través de una corrección de la riqueza financiera de los consumidores o de un aumento del coste del capital, a un ajuste del consumo y a un retraso de los planes de inversión. En estas circunstancias, probablemente los tipos de interés se mantendrían bajos durante un largo período de tiempo, más dilatado de lo que actualmente descuenta el mercado, incluso con la probabilidad de nuevos recortes en los próximos meses. La falta de confianza podría, además, traducirse en una depreciación adicional de la divisa estadounidense, que, se mantendría a fin de año, por encima de la paridad con el euro.

<sup>1</sup> Véase, en este sentido, Jorgenson, D.W., Ho, M.S. y K.J. Stiroh (2001): "Projecting productivity growth: lessons from the US growth resurgence", Reserva Federal de Atlanta o Oliner, S.D. y D.E. Sichel (2002): "Information technology and productivity: where are we now and where are we going", Reserva Federal de Atlanta.

Frente a este escenario de riesgo, es probable que los acontecimientos de los últimos meses en el sector empresarial constituyan, de hecho, un factor que desencadene un aumento de la transparencia y de la regulación, facilitando un aumento de la confianza y, con ello, una reducción del pesimismo de los mercados.

### Europa ¿recupe-flación?

La perspectiva para Europa es de una recuperación paulatina de la actividad, sin grandes incertidumbres, a diferencia de lo que ocurre en EEUU. Ahora bien, en un contexto de crecimiento moderado del comercio mundial, será probablemente difícil conseguir en 2003 un crecimiento superior al potencial, un 2,3%. Europa afronta esta recuperación con una tasa de inflación que se sitúa por encima del objetivo del Banco Central Europeo, y con un sensible deterioro de las expectativas de crecimiento de los precios en los últimos meses. Ello revela que algunos de los choques que se planteaban como transitorios sobre la inflación puedan tener un carácter más duradero, como el efecto sobre los precios de la introducción física del euro.

Este escenario de recuperación económica, con deterioro de las expectativas de inflación, debería conducir a un aumento de los tipos de interés, de forma que se corrija antes de mediados del 2003 el tono relajado de la política monetaria. Esto es, los tipos de intervención regresarán a niveles del 4%. Sin embargo, algunos factores nuevos se están añadiendo a este escenario. En primer lugar, la apreciación del euro puede reducir la presión sobre los precios y contribuir a sesgar a la baja las previsiones de actividad. En segundo lugar, el deterioro de los precios bursátiles que, en un contexto de aversión al riesgo, muestran una notable correlación con los de EE.UU. y se encuentran presionados adicionalmente por las incertidumbres en países emergentes, como Brasil. Si estos factores se mantienen en los próximos meses, se retrasarán las subidas previstas de los tipos de interés.

**Cuadro 1.1. Previsiones de crecimiento mundial**

	2000	2001	2002	2003
OCDE	3,9	1,1	1,3	2,6
EEUU	4,1	1,2	2,0	3,2
UEM	3,5	1,5	1,0	2,3
RU	2,9	2,4	1,9	2,8
Japón	2,2	0,4	-0,8	1,0
Paises en desarrollo	5,4	4,1	4,4	5,1
Latinoamérica	4,1	0,4	0,1	3,6
Paises en transición	6,3	4,9	3,9	4,2
MUNDIAL	4,7	2,4	2,6	3,7

Fuente: FMI y BBVA

**Cuadro 1.2. Previsiones de inflación mundial**

	2000	2001	2002	2003
OCDE	2,5	2,3	1,6	2,0
EEUU	3,4	2,8	1,6	2,5
UEM	2,3	2,5	2,4	2,4
RU	2,1	2,2	2,3	2,5
Japón	-0,3	-0,7	-0,9	-0,5
Paises en desarrollo	5,4	5,6	6,2	5,1
Latinoamérica	6,8	6,0	9,8	10,3
Paises en transición	22,0	18,1	10,7	10,1
MUNDIAL	4,2	3,9	3,3	3,2

Fuente: FMI y BBVA

## 2. EE.UU.

### La micro domina en los mercados

En los últimos meses, la economía estadounidense ha depurado sorpresas mixtas, aunque las malas noticias parecen haber dominado sobre las buenas, en especial durante la última parte del trimestre. Concretamente, en el último mes el balance ha sido negativo, tal y como se comprueba por la fuerte corrección a la baja protagonizada por los mercados de renta variable, que han estado dominados por una ola de pesimismo. Simultáneamente, se han retrasado las expectativas de subidas de tipos y han caído las rentabilidades de los mercados de deuda al actuar como refugio. Este pesimismo, que en un principio fue interpretado como el reflejo de las dudas sobre la recuperación de la economía estadounidense, es más bien fruto de factores microeconómicos, relacionados con la calidad de la contabilidad empresarial o la decepción en las expectativas de beneficios. De hecho, el escenario de riesgo que se plantea para EE.UU. deriva de la posibilidad de que este pesimismo se mantenga y termine por deteriorar las expectativas macroeconómicas.

Las noticias no han sido tan negativas en términos macroeconómicos<sup>1</sup>. Si bien es cierto que no es previsible que, a corto plazo, se repitan tasas de crecimiento tan elevadas como la registrada en el primer trimestre (6,1% en tasa trimestral anualizada), los datos confirman que la economía está en medio de una, a corto plazo, "modesta" expansión. Aunque también hay incertidumbres en las variables macro. Algunas se refieren a la magnitud del ajuste, otras al diseño de las políticas. En cuanto a las primeras, hay argumentos para descartar un ajuste brusco de la economía, vía consumo o inversión. En cuanto a las segundas, se ha producido un fuerte deterioro de la situación fiscal en el que el déficit podría superar el 1% del PIB, lo que junto al elevado déficit por cuenta corriente (4,1% en el primer trimestre) sitúa a la economía estadounidense ante una situación que algunos califican de retorno de los "déficit gemelos". Sin embargo, hay diferencias notables con la situación que se produjo a mediados de los años ochenta, fundamentalmente el saldo fiscal estructural que se sitúa en el -0,8% frente al -5% de dicho período.

### Superación de incertidumbres macroeconómicas

La reciente desaceleración, que se inició oficialmente en marzo de 2001 y que finalizó en diciembre, ha presentado algunas diferencias destacables respecto a recesiones anteriores que han llevado a dudar sobre su verdadero fin. En primer lugar, ésta ha sido una desaceleración relativamente más suave, ya que, desde el máximo cíclico hasta el mínimo, el PIB apenas habría caído un 0,3% en tasa interanual, un punto menos que la caída promedio en anterio-

<sup>1</sup> De hecho, en el último trimestre el consenso de analistas revisó de forma continuada, la previsión de crecimiento para 2002.

res desaceleraciones. En concreto, las recesiones de principios de los ochenta y de los noventa son buenos ejemplos de recesión-recuperación fuerte y suave, respectivamente, lo cual algunos pretenden extrapolar a la situación actual. Sin embargo, con datos de las seis últimas décadas, no se encuentra una relación estadísticamente significativa de ningún signo entre la severidad de la recesión y la fortaleza de la recuperación que la sigue.

Otra nota distintiva de la desaceleración de 2001 ha sido la diferente composición del crecimiento y las dudas que ella ha suscitado sobre la necesidad de ajustes adicionales. Lo que se ha observado en 2001 es que el consumo privado, y concretamente el consumo de bienes duraderos, no se ha ajustado como lo hiciera en anteriores recesiones<sup>2</sup>. Ello ha suscitado la duda sobre si su ajuste está pendiente, dado que dicha fortaleza se ha apoyado en algunos factores transitorios.

Pero esta posibilidad queda matizada si se tiene en cuenta que el consumo se ha beneficiado del margen de actuación de la política económica y, que además, las variables relevantes para el consumo, sí parecen haberse ajustado.

Además, un ajuste brusco del consumo sería necesario si hubiese un "exceso" de consumo, algo que no se constata, dado que el creciente peso del consumo privado en el PIB se ha visto compensado por un peso decreciente del consumo público. También representaría un riesgo si hubiese una "inflación de activos" que provocara subidas agresivas de tipos y que, dado el nivel de endeudamiento de las familias, desencadenara un ajuste brusco. Pero, en el contexto actual, no se observa claramente ninguna de estas situaciones.

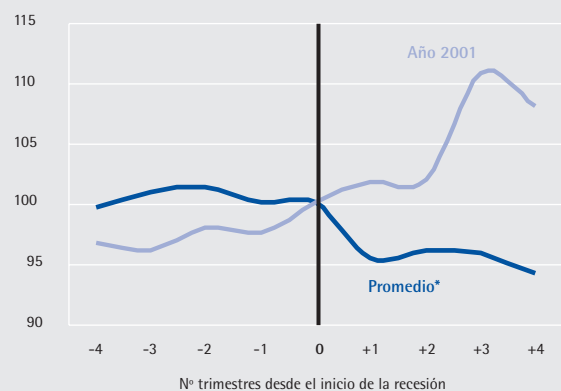
Con respecto a la inversión en equipo, su corrección en esta desaceleración ha sido una de las más severas. Pero surgen dudas sobre la necesidad de un ajuste adicional,

<sup>2</sup> Algo que se agudizó de forma significativa en el cuarto trimestre, como resultado de las agresivas campañas de descuento en la compra de vehículos.

Gráfico 2.1

#### EE.UU.: consumo duradero

Inicio recesión = 100



\* Promedio de las seis recesiones anteriores fechadas por el NBER

Fuente: BEA, NBER y BBVA

dada la posibilidad de que siga habiendo un exceso de capacidad en la economía estadounidense –algo que, por otro lado, parece haberse constatado en sectores concretos como el de telecomunicaciones– como resultado de un proceso de sobreinversión en la segunda mitad de los noventa<sup>3</sup>. En este punto, la recuperación de la capacidad utilizada, desde niveles mínimos, permite ser optimistas respecto a la inversión. Ya que ésta, una vez iniciada la recuperación, no suele presentar un perfil de "W".

### Regreso a crecimientos más moderados

El escenario base para EE.UU., una vez matizadas las dudas que puedan derivar de los factores macroeconómicos, sigue siendo una recuperación paulatina de la actividad hacia su crecimiento potencial. Nuestro indicador general de actividad indica una considerable ralentización del crecimiento en el segundo trimestre, tras el sorprendente crecimiento en los tres primeros meses del año, 6,1% t/t anualizado. En la segunda mitad del año el crecimiento se mantendría en torno al 2% t/t anualizado.

El consumo privado se ralentizará de forma paulatina. Y ello básicamente como resultado de la moderación de la renta disponible –ligada en buena parte a la evolución del mercado de trabajo– y de la riqueza –que terminará por verse negativamente afectada por la caída de las bolsas–. Con todo, el consumo crecerá por encima del 2% en promedio en los próximos trimestres. Los últimos indicadores de ventas y confianza muestran una corrección desde las tasas alcanzadas en el primer trimestre, y más en línea con un agotamiento de los recortes impositivos y de las ga-

nancias derivadas de la refinanciación de hipotecas tras las agresivas bajadas de tipos.

La inversión no residencial, tras haber tocado fondo en el primer trimestre, recuperará tasas de crecimiento positivas a finales de año. En este sentido apuntan la aportación positiva al crecimiento de la inversión en equipo y software en el primer trimestre y el elevado nivel del índice de confianza empresarial (ISM), que se situó en junio por encima del nivel de 50 por quinto mes consecutivo.

La inversión residencial ha seguido sorprendiendo positivamente, siendo el sector que se ha mostrado más inmune a la desaceleración. La construcción residencial y las ventas, tanto de viviendas nuevas como de existentes, alcanzaron niveles récord en 2001, y continúan creciendo este año a tasas elevadas. El crecimiento del precio de la vivienda, cercano al 4% en términos reales, ha contribuido a elevar la riqueza inmobiliaria de las familias, compensando en parte la negativa evolución de su riqueza financiera. Pese al crecimiento de los precios, hay variables fundamentales que permiten descartar la existencia de una burbuja inmobiliaria, entre ellas una mayor accesibilidad a la vivienda o la evolución demográfica. Sin duda, el descenso de los tipos hipotecarios desde marzo constituye, en el corto plazo, un claro soporte para el sector. De hecho, el volumen de solicitudes de hipotecas sigue creciendo, a pesar de estar en máximos, representando la refinanciación más del 50% de las solicitudes totales.

En definitiva, y dado que los indicadores de actividad no registran un deterioro de las perspectivas de crecimiento, mantenemos para 2002 un crecimiento promedio del 2%. Para 2003, se prevé que la actividad retorne a tasas de crecimiento más próximas a su potencial, esto es, un crecimiento del 3,2%. Los indicadores apuntan a una composición del crecimiento en la que la demanda interna se

<sup>3</sup> En "Is there still an investment overhang, and if so, should we worry about it?", Chicago Fed Letter, Reserva Federal Chicago, mayo 2002, nº 177<sup>a</sup>, se aborda el exceso de capacidad desde cuatro perspectivas diferentes – capacidad utilizada, decisiones de inversión de las empresas, stock de capital y la tendencia reciente de la inversión–. Se concluye que aunque todavía existe cierto grado de sobrecapacidad, éste es mínimo y que la capacidad utilizada ha empezado a darse la vuelta y, con ello, la inversión.

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

Variación interanual	1tr01	2tr01	3tr01	4tr01	1tr02	2tr02	3tr02	4tr02	2000	2001	2002	2003
Consumo privado	3,5	3,2	2,4	3,1	3,2	2,8	2,9	1,8	4,8	3,1	2,7	2,3
Consumo público	2,8	2,9	3,4	5,1	5,5	5,0	5,0	3,0	2,7	3,6	4,6	2,8
Formación B.C.F.	3,6	-1,4	-3,7	-6,8	-7,6	-5,1	-3,3	0,9	7,8	-2,2	-3,9	5,0
Inversión residencial	-1,2	0,5	3,9	2,9	4,3	1,5	0,4	1,6	0,8	1,5	1,9	2,4
Inversión no residencial	4,9	-2,0	-5,8	-9,4	-10,8	-7,0	-4,4	0,6	9,9	-3,2	-5,5	5,9
Variación de existencias (*)	-0,6	-1,3	-1,2	-1,7	0,0	0,4	0,8	1,0	-0,1	-1,2	0,5	0,2
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>2,9</b>	<b>1,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>5,0</b>	<b>1,1</b>	<b>2,5</b>	<b>3,2</b>
Exportaciones de b.y s.	4,4	-2,0	-9,2	-10,9	-10,0	-6,0	1,0	6,6	9,5	-4,5	-2,2	8,0
Importaciones de b.y s.	5,6	-0,6	-6,8	-8,5	-5,5	-2,0	3,5	6,8	13,4	-2,7	0,6	5,9
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>
PIB a p.m.	2,5	1,2	0,5	0,5	1,7	1,8	2,5	2,5	4,1	1,2	2,0	3,2
<b>PIB tr/tr anualizado</b>	<b>1,3</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>6,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>				
IPC	3,4	3,4	2,7	1,9	1,2	1,3	1,6	2,4	3,4	2,8	1,6	2,5

(\*) aportación al crecimiento del PIB

Fuente: Departamento de Comercio y BBVA

recupera, pero fundamentalmente gracias a la inversión, mientras que el consumo continúa moderándose. Por su parte, la depreciación del dólar podría permitir que el sector exterior dejara de contribuir negativamente al crecimiento del PIB.

### ¿Vuelta a la situación de "déficit gemelos"?

El deterioro que están mostrando las cuentas públicas es un factor de preocupación. Al progresivo aumento del gasto público se ha sumado la aprobación en marzo del último Plan de Estímulo Fiscal, cuyo impacto sobre el déficit público se estima en torno al 0,5% del PIB. Así, la previsión de déficit público para el presente año fiscal supera el 1%, cuando hace apenas unos meses se preveía una situación de equilibrio presupuestario. El último paquete aprobado ha suscitado ciertas críticas, no sólo por el momento en el que llega, sino sobre todo porque puede dar lugar a una expulsión de recursos desde el sector privado productivo (*crowding out*). Sin embargo, teniendo en cuenta el déficit estructural y comparando con anteriores desaceleraciones, no parece que éste se pueda calificar de "excesivo" (cercano al 1% en 2002) respecto a desaceleraciones anteriores (4-5%, en promedio). Además, la Oficina Presupuestaria del Congreso en sus estimaciones más recientes prevé la vuelta de las cuentas públicas a una situación de superávit en torno a 2004.

La coincidencia de un déficit público con un momento en el que persisten las dudas sobre la ampliación del déficit corriente hace temer que se retorne a una situación como la vivida a mediados de los ochenta ("déficit gemelos"). Sin embargo, las diferencias con la situación de la economía estadounidense a mediados de los ochenta son más que notables. A diferencia de lo ocurrido entonces, y a pesar de la política fiscal expansiva, los tipos de interés reales no están aumentando y el dólar se está depreciando. La balanza por cuenta corriente se ampliará pese a la

recuperación. Es más, en nuestro escenario base el ahorro privado se recuperará en 2003, compensando la caída del ahorro público, algo que no se observó en aquel momento. Por tanto, los déficits tienden a dejar de ser "gemelos".

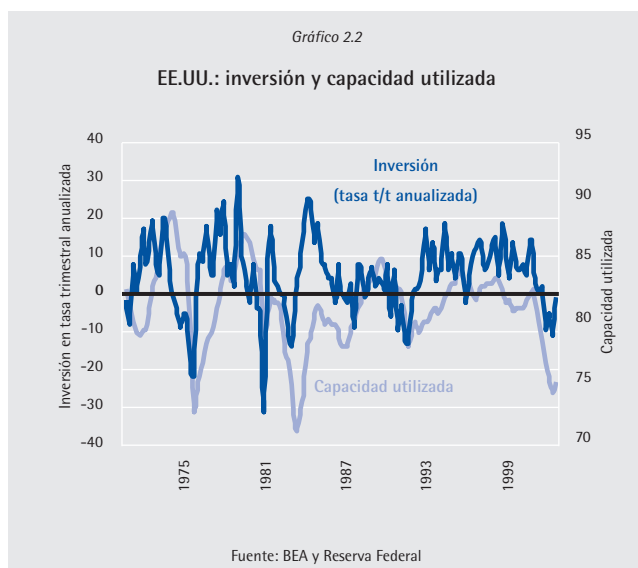
### Riesgos por el mantenimiento de las incertidumbres microeconómicas

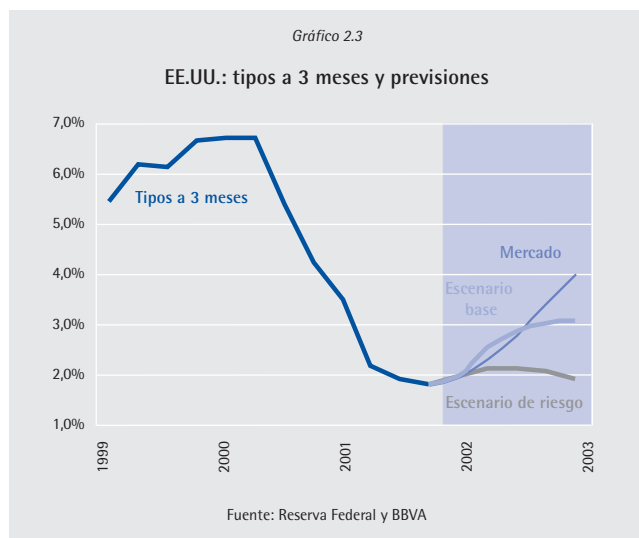
El decepcionante comportamiento de los mercados financieros en los últimos meses, ajenos a los indicadores reales de actividad que no muestran señales de deterioro, se convierte en un factor de riesgo para la recuperación económica. Aunque ligado a factores microeconómicos, especialmente relacionados con las dudas sobre la calidad de la contabilidad empresarial o la decepción en las expectativas de beneficios, cuanto más tiempo se mantenga el pesimismo, mayor será la probabilidad de que se deterioren las expectativas macroeconómicas. El descenso de los precios bursátiles puede conducir a la economía a un "círculo vicioso". Podría afectar negativamente al consumo, a través del efecto riqueza, y a la inversión, a través de un aumento del coste del uso del capital. Lo cual a su vez retrasaría la creación de empleo y conduciría a un nuevo ajuste del consumo. Todo ello deterioraría las previsiones macro, aumentando el pesimismo. Simultáneamente esta situación provocaría una pérdida de la confianza de los inversores externos en una situación vulnerable, pues en 2001 la mayor parte de la financiación de la balanza por cuenta corriente se realizó con inversión financiera y no con inversión directa, en principio, más estable. Esta situación es muy diferente a la que había en la segunda mitad de los ochenta, cuando los flujos de inversión directa financiaban la mitad de los déficit corrientes. El resultado de todo ello es que se produciría un ajuste de la balanza por cuenta corriente y una depreciación del dólar.

Frente a este escenario de riesgo, la moderación salarial que se viene observando en los últimos meses y el fuerte crecimiento de la productividad, que se estima que puede seguir creciendo a tasas de al menos el 2% durante la próxima década, constituyen el principal soporte para una recuperación duradera de la actividad. Estos son los fundamentos a los que se espera que regresen los mercados, una vez dejen fijar su atención exclusivamente en las malas noticias empresariales.

### La inflación no es un problema para la Fed

Las perspectivas de inflación apenas han experimentado cambios en el último trimestre. La economía estadounidense se ha mantenido hasta el momento sin presiones inflacionistas. El efecto salida del aumento del precio del petróleo en 2001 ha permitido a la inflación situarse en mínimos históricos (muy cercanos al 1% en los primeros meses del año). Las perspectivas a medio plazo contemplan que habrá





un repunte del índice general de precios hasta tasas cercanas al 3%, una vez agotado este efecto deflacionista de la energía, más acordes con la inflación subyacente que se mantiene prácticamente estable en torno al 2,5%. En este mismo sentido apuntan los indicadores de precios que incorporan los índices de confianza (componente de precios del ISM), que han repuntado en los últimos meses.

A medio plazo, y a pesar de las expectativas de recuperación de la actividad, la inflación no parece representar ningún problema para la Reserva Federal, dado el fuerte crecimiento de la productividad y el exceso de capacidad existente todavía en la economía.

Los potenciales riesgos para la inflación pueden provenir de dos frentes: una continuada depreciación del dólar y un repunte del precio del petróleo. Las presiones inflacionistas que puedan derivarse de la depreciación del dólar parecen ciertamente limitadas, dado el limitado *pass-through* del tipo de cambio a precios en la economía estadounidense<sup>4</sup> y dada la previsible caída en los precios internacionales. El repunte del precio del petróleo se entiende que debería ser de una cierta magnitud y mantenerse durante cierto tiempo para desencadenar tensiones inflacionistas fuertes. De hecho, la National Association for Business Economics (NABE) menciona el aumento del precio del petróleo como un potencial riesgo, que se materializaría en caso de situarse en el entorno de los 30\$/b durante varios meses. Con todo, el petróleo se menciona como factor que podría dañar más al crecimiento que a la inflación. En nuestro escenario base el petróleo se man-

tiene relativamente estable, cerrando este año en 24 \$/b y 2003 ligeramente por debajo, en 23 \$/b.

### La Fed tendrá que esperar

La Reserva Federal mantuvo en su reunión del 26 de junio los tipos de interés oficiales en el 1,75%, nivel en el que permanecen desde el 11 de diciembre pasado, cuando se produjo la última bajada. A pesar de la ausencia de movimientos en los tipos oficiales, la Reserva Federal ha lanzado señales claras acerca de su percepción sobre el entorno económico. Por un lado, en su reunión del 19 de marzo se produjo un cambio de sesgo en la política de "bajista" a "neutral" al considerar que se había restablecido el balance de los riesgos en términos de inflación y de crecimiento. Pero, por otro lado, y a pesar de ello, la Fed se ha mostrado bastante cauta respecto a la fortaleza del crecimiento, advirtiendo insistentemente de la existencia de incertidumbres sobre la recuperación. En consecuencia, a pesar de reconocer que las condiciones monetarias son ciertamente relajadas, sobre todo tras la depreciación del dólar, no se aprecia ninguna urgencia en subir tipos.

Ello se confirma en la evolución de las expectativas sobre tipos de interés, medidas a través de los mercados de futuros. Desde mitades de marzo, los tipos descontados por los futuros a tres meses han experimentado una fuerte corrección a la baja. Inicialmente, este movimiento no hizo sino corregir un exceso de optimismo que los mercados tenían sobre la recuperación. Pero, posteriormente, los tipos acusaron bruscamente un cúmulo de incertidumbres ligadas, principalmente, a los factores microeconómicos.

El resultado es un retraso en el calendario previsto de subidas de tipos en EE.UU. En marzo, el mercado llegó a descontar con una alta probabilidad que el inicio del ciclo alcista tendría lugar en mayo, pero actualmente éste se retrasa al cuarto trimestre. Los futuros sobre tipos a tres meses están en mínimos y la corrección, por ejemplo, en los contratos a diciembre de 2002 ha sido de casi 200 puntos básicos. También los futuros sobre los fondos federales descuentan tipos estables hasta diciembre. Incluso se ha barajado la posibilidad de que se produzcan nuevos recortes en los tipos oficiales.

La actual coyuntura económica, caracterizada por una decepcionante evolución de unos mercados dominados por el pesimismo y la ausencia de tensiones inflacionistas, conduce a desplazar las subidas de tipos hasta el cuarto trimestre. En nuestro escenario base, en el que se resuelven las incertidumbres microeconómicas y se confirma la recuperación, se asumen subidas muy graduales de los tipos de interés. Nuestra previsión es que los tipos oficiales se situarían a finales de año en el 2,25%, 50 puntos básicos por encima de su nivel actual y en el 3,25% en junio de 2003. El riesgo es que las incertidumbres se mantengan. En este caso, los tipos permanecerían estables y podrían incluso bajar.

<sup>4</sup> En "Exchange rates and the prices of manufacturing products imported into the United States", Federal Reserve Bank of Boston. *New England Economic Review*. Q 1, 2002 - p. 3 - 18, 2002 se documenta que el *pass-through* del tipo de cambio a los precios de importación se ha reducido a la mitad en la última década (0,25 frente a 0,50 en los ochenta).

<sup>5</sup> De hecho, en un artículo reciente de la Reserva Federal a raíz de la experiencia de la economía japonesa a principios de los noventa (*Preventing Deflation: Lessons from Japanese's experience in the 1990's*, Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Paper* nº 729, jun 02) se concluye que el estímulo fiscal y monetario rápido e importante reduce la probabilidad de que ocurra un episodio deflacionista.

## EE.UU.: las existencias en la última desaceleración

La variación de existencias suele tratarse como un componente completamente residual de la demanda, lo que tiene sentido si se tiene en cuenta que su contribución al crecimiento es, en promedio, prácticamente nula a lo largo del ciclo económico. Sin embargo, en la actual fase cíclica de la economía estadounidense, esta variable ha tenido especial interés y ello, básicamente, por dos motivos. En primer lugar, por la fuerte volatilidad mostrada en la última desaceleración. En concreto, la extraordinaria caída que registró resulta difícil de compatibilizar con las supuestas mejoras que la nueva economía habría permitido introducir en la gestión de inventarios. Y en segundo lugar, por el notable soporte que está suponiendo, al menos a corto plazo, para la recuperación.

Con respecto a la gestión de los inventarios, hay que empezar diciendo que las existencias, en la práctica y contrariamente a lo que sugiere la Teoría Económica, no actúan como amortiguador del ciclo, sino que se mueven en la misma dirección que las ventas. Es más, la evidencia parece sugerir que las empresas se fijan como objetivo mantener un ratio inventario/ventas (I/V) más o menos constante - ratio deseado-, de forma que la acumulación de inventarios termina siendo fuertemente procíclica. En las dos últimas décadas se ha observado por un lado, una tendencia decreciente de este ratio y, por otro, una menor desviación respecto al ratio deseado. Por tanto, ambos hechos sugieren que se ha producido un avance en la gestión de inventarios. Una consecuencia de esta mejor gestión de inventarios es una mayor estabilidad de la economía<sup>1</sup>. De hecho, la reducción de la variabilidad del PIB en las dos últimas décadas viene explicada en más de un 40% por la menor variabilidad de los inventarios<sup>2</sup>.

La liquidación de inventarios en 2001 fue, en términos absolutos y reales, la más intensa desde que se dispone de datos trimestrales y concentrada fundamentalmente en el cuarto trimestre - sólo en los tres últimos meses del año se desacumularon tantas existencias como en los nueve meses anteriores-. Un comportamiento que ha sorprendido dada la tendencia hacia una mayor estabilidad de los inventarios. El ciclo de inventarios de la última desaceleración presenta algunas características distintivas respecto al de anteriores desaceleraciones. En primer lugar, tal y como se observa en el gráfico adjunto, la liquidación de inventarios en esta desaceleración se ha iniciado antes que la recesión, mientras que lo habitual era que no comenzase hasta después de que se hubiese iniciado la desaceleración. Es decir, las empresas parecen haber anticipado -entre uno y dos trimestres- la caída de la actividad, lo que les permitió bajar el ritmo de producción e ir abasteciendo la demanda decreciente con los stocks acumulados. En segundo lugar, a pesar del fuerte ajuste de inventarios, la desviación del ratio I/V respecto del nivel deseado no ha sido mucho mayor que en otras desaceleraciones. Además se pueden observar algunas diferencias en la evolución y signo de este ratio respecto al promedio de recesiones anteriores. En concreto, la desviación del ratio mostró, en promedio, un perfil crecientemente positivo, es decir, sistemáticamente el ratio se situaba por encima del nivel deseado, llegando a acumular una desviación de más de dos puntos al final de la fase contractiva. Sin embargo, en 2001, las desviaciones positivas de los primeros trimestres se compensaron con desviaciones de signo contrario en los trimestres finales, como consecuencia de la fortaleza de las ventas en el cuarto trimestre de 2001, que sorprendió a las empresas<sup>3</sup>. Así, en el período que dura una recesión, casi cuatro trimestres en promedio, la desviación del ratio I/V respecto de su nivel objetivo fue en promedio de las anteriores desaceleraciones de 0,8 puntos porcentuales, mientras que en 2001 la desviación se ha reducido a la cuarta parte, un 0,2%.

Por último, la fuerte caída de inventarios en el cuarto trimestre de 2001, marca una gran diferencia con otras desaceleraciones que tiene implicaciones interesantes para la recuperación. En efecto, dado que el ratio I/V parte de niveles mínimos, la recomposición de existencias para acercar este ratio a un nivel más acorde con el objetivo representa en sí misma un revulsivo para la actividad, aunque sólo sea a corto plazo. De hecho, esto es lo que se ha observado en el primer trimestre del 2002, en que la aportación de las existencias al crecimiento trimestral ha sido de 3,4 puntos porcentuales, casi dos terceras partes del crecimiento del PIB. Para el conjunto del año 2002, y bajo ciertos supuestos de crecimiento de las ventas finales y de que se produzca una paulatina corrección del gap<sup>4</sup>, las existencias podrían aportar cerca de un punto al crecimiento de la economía.

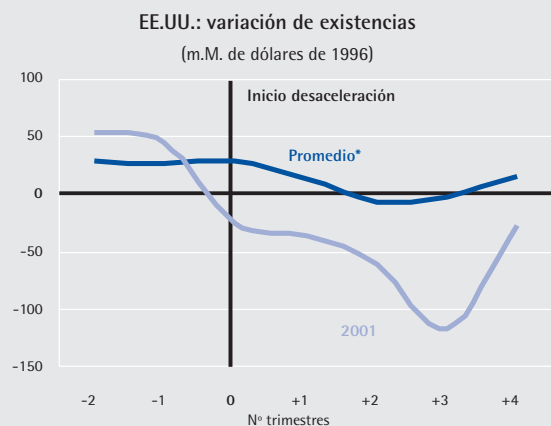
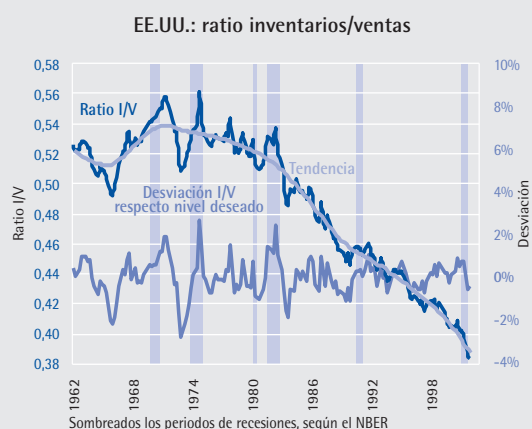
En definitiva, un análisis en detalle del comportamiento de las existencias en el último ciclo y su comparación con otros momentos similares del ciclo económico permiten concluir: i) por un lado, que su volatilidad no implica que se haya producido un retroceso en la mejora de la gestión de inventarios observada en las dos últimas décadas, sino que sólo hubo una sorpresa en las ventas del cuarto trimestre y, ii) por otro lado, que la magnitud y el carácter no deseado de la desacumulación del cuarto trimestre de 2001 supondrán un impulso a corto plazo a la recuperación de la actividad.

<sup>1</sup> Véase Kahn, McConnell y Perez-Quiros (2002) "On the causes of the increased stability of the US economy", Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, mayo 2002.

<sup>2</sup> Véase Koenig, Siems y Wynne (2002): "New Economy, New Recession?", Federal Reserve Bank of Dallas, Southwest Economy, mar/abr 2002, se estima que de los 2,2 puntos porcentuales que se ha reducido la variabilidad del PIB en estos dos subperiodos, los inventarios han contribuido en casi un punto.

<sup>3</sup> En Kahn y McConnell se estima que aproximadamente la mitad de la caída del 4t01, 119,3 mm de \$, fue no deseada.

<sup>4</sup> Se contempla un escenario de crecimiento moderado de las ventas finales de bienes (2,2% anual), sobre el cual se está calculado el ratio Inventario/Ventas y un paulatino cierre del gap que todavía separa esta ratio del nivel deseado.



## EE.UU.: beneficios empresariales, márgenes y productividad

La reciente desaceleración de la economía estadounidense puede calificarse desde un punto de vista agregado como bastante suave. Sin embargo, esta visión global enmascara una situación bastante más negativa para algunos sectores de la economía. Este ha sido el caso de los beneficios empresariales, cualquiera que sea la forma en que se midan<sup>1</sup>. Tomando como base los datos de contabilidad nacional, los beneficios tanto antes como después de impuestos, registraron en 2001 la mayor caída desde la Segunda Guerra Mundial, cerca de un 30% en términos anuales. La recuperación de las expectativas de beneficios empresariales es un factor clave para la recuperación, no sólo de los mercados de valores, sino también de la inversión y la actividad. Por ello, ante la reciente evolución de los beneficios surgen algunas cuestiones relativas a los factores que ha habido detrás de su comportamiento. Pero, sobre todo, se plantean algunas dudas sobre su recuperación y, concretamente, sobre cómo ésta puede estar ligada a la evolución de la productividad y la inflación.

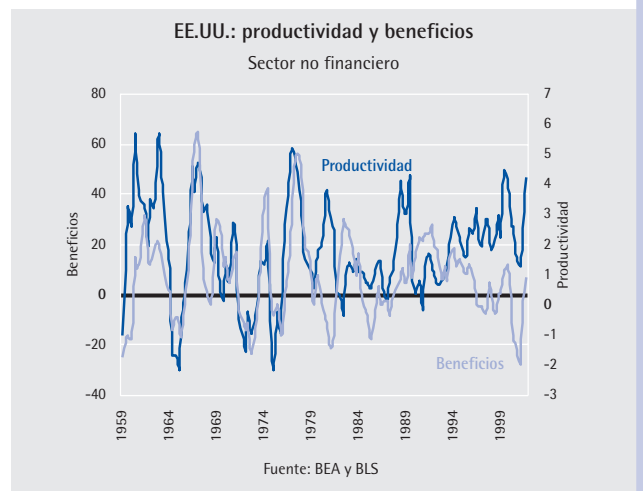
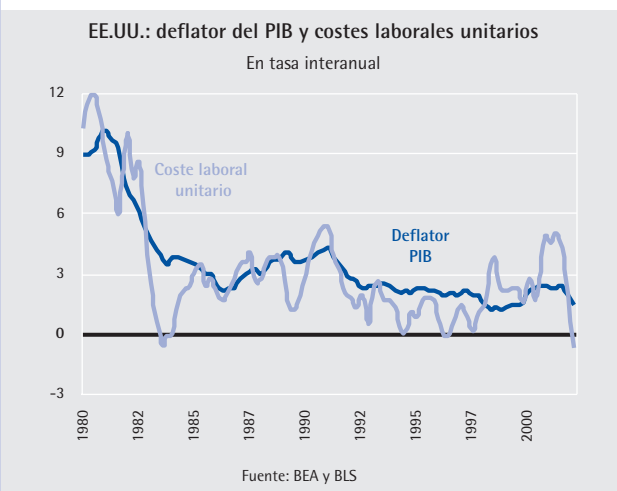
Los beneficios empresariales, desde un punto de vista estrictamente contable, resultan de la diferencia entre los ingresos por ventas y los costes, laborales y no laborales. Tomando como referencia los beneficios empresariales de las empresas no financieras se comprueba que la acusada caída que registraron los beneficios en el tercer trimestre de 2001 vino fundamentalmente explicada por una desaceleración de las ventas que no se vio compensada por una desaceleración proporcional de los costes, especialmente los laborales, ya que la partida de intereses sí que se ajustó. Sin embargo, esta tendencia se ha revertido en los dos últimos trimestres de los que se tiene datos disponibles. Por un lado, los ingresos por ventas están recuperando paulatinamente tasas de crecimiento más elevadas y por otro, a pesar de que el pago de intereses aumenta, los costes laborales se han desacelerado notablemente. Para los próximos trimestres, el diferencial entre la evolución de las ventas y los costes laborales unitarios constituye un factor positivo para la recuperación de las expectativas de beneficios empresariales y, por tanto, para la inversión.

En la definición contable de beneficios aparecen de forma implícita dos variables. Por un lado, los precios, ya que las ventas se valoran en términos corrientes. Y por otro, la productividad, ya que el crecimiento de los costes laborales depende de la diferencia entre la remuneración de los asalariados y la productividad. Uno de los factores de incertidumbre sobre la recuperación de los beneficios es que las empresas estadounidenses carecen de poder de fijación de precios, tal como evidencia el estrecho margen con el que han operado en los últimos años, en los que el crecimiento de los costes ha sido superior al del deflador del PIB. Algunos argumentan que la recuperación de los beneficios exige más inflación. Este argumento carece de fundamento económico, ya que es previsible que la mayor inflación genere a su vez mayores costes y, por tanto, el efecto sobre los beneficios no es tan claro. De hecho, se comprueba que, incluso a largo plazo, no hay correlación positiva estadísticamente significativa entre inflación y beneficios. Es más, incluso en el más corto, lo que se ha observado históricamente, teniendo en cuenta las últimas seis desaceleraciones, es que en el primer año de recuperación los precios se moderaron con respecto al período previo a la recesión, a excepción de las crisis de los setenta provocadas por los choques energéticos. Esto mismo se ha observado en la reciente desaceleración. Por el contrario, sí se observa un alto grado de correlación entre los beneficios y los componentes de costes. La correlación es positiva y cercana al 65% en el caso de la productividad y negativa en el caso de los costes, -51% la remuneración salarial y -20% los intereses. En definitiva, ello pone de manifiesto que el control de los costes y las ganancias de productividad son los factores que guían la recuperación de los beneficios empresariales.

Lo habitual, por tanto, es que períodos de alta productividad hayan estado correlacionados con fuertes crecimientos de los beneficios. Sin embargo, en la última fase expansiva de la economía estadounidense han surgido dudas respecto a esta relación. Esta cuestión se suscita, tal y como se aprecia en el gráfico, a raíz del diferencial en la segunda mitad de los noventa entre las ganancias de productividad, que han sido muy importantes, y los beneficios. Una diferencia que se produce en torno a mediados de los noventa cuando la productividad aceleró su crecimiento (casi un punto respecto al promedio de la primera mitad de los noventa) y los beneficios empezaron a moderarse de forma paulatina y a perder peso en el PIB<sup>2</sup>. De ello se deduce que buena parte de las ganancias de productividad de los últimos años no han ido a las empresas sino a los trabajadores y consumidores. Pero esto, que parece normal en una fase de innovación tecnológica, no implica que en los próximos meses las empresas no se aprovechen de estas ganancias a corto plazo y dado que es probable que el empleo siga ajustándose es previsible que los beneficios empiecen a recuperarse, tal y como muestran los últimos datos. A medio y largo plazo, tal y como hemos visto, la productividad y los costes laborales siguen siendo las variables que guiarán la recuperación de los beneficios empresariales.

<sup>1</sup> Dado que el análisis que se hace de los beneficios es macroeconómico, en adelante, y salvo indicación en contra, no referiremos a los beneficios empresariales en términos de contabilidad nacional. Esta medida de beneficios presenta diferencias conceptuales importantes- cobertura, representación de distintos sectores económicos y principios contables- con respecto a otras medidas alternativas como la de S&P 500, y de hecho su evolución ha sido bastante distinta en los últimos años. Para una comparación exhaustiva de las ganancias según cuentas nacionales (NIPA) y S&P 500 véase Petrick (2001): "Comparing NIPA profits with S&P 500 profits", Survey of Current Business, abril 2001, Bureau of Economic Analysis.

<sup>2</sup> Esta evolución choca con las cifras de beneficios publicadas por las empresas incluidas en el S&P 500 que siguieron creciendo durante la segunda mitad de los noventa.



## 3. Unión Europea

### UEM

#### Recuperación con inflación

Mientras en los últimos meses se producían revisiones en el crecimiento de EE.UU., en la UEM los cambios han sido menores, en la percepción de que se trata de una economía con una volatilidad muy reducida y con poca capacidad de sorprender en uno u otro sentido. Las perspectivas siguen siendo de recuperación moderada, a pesar de que en los primeros meses del año la demanda interna se ha mostrado algo más débil de lo previsto. Un riesgo importante para la economía europea proviene del deterioro de la inflación. La reciente apreciación del euro ha supuesto una buena noticia, aunque sus efectos positivos sobre la inflación pueden ser limitados, dado que no se espera que la apreciación de la divisa europea sea muy duradera.

En el plano estructural, los resultados son poco alentadores. No se aprecian avances significativos en los objetivos de Lisboa, sigue pendiente el rediseño de las instituciones europeas y la financiación de la ampliación al Este y Centro de Europa continúa siendo motivo de controversia. Todo esto se traduce en crecimientos de la productividad reducidos (0,4% en 2001) y limita el crecimiento a medio plazo de la economía. En política fiscal, ante las dificultades de algunos países para cumplir el objetivo de déficit cero en 2004, se ha suavizado este compromiso, supeditándolo, en algunos casos, al logro de "tasas de crecimiento razonables". Una medida que podría tener costes de credibilidad importantes.

#### Las exportaciones impulsan el crecimiento

Los datos de contabilidad nacional del primer trimestre confirman que la economía europea tocó fondo en el último trimestre de 2001, y que el crecimiento de la primera mitad del año se va a basar fundamentalmente en el sector exterior. Las cifras de consumo privado, inversión e importaciones, muestran que la desaceleración de la demanda interna ha sido más profunda de lo esperado, y que de su reactivación va a depender la intensidad de la recuperación. Distintos indica-

dores (ISA-BBVA, Indicador de la Comisión Europea), que incluyen encuestas de confianza e indicadores parciales de consumo y actividad industrial apuntan a que tras el 0,3% trimestral del primer trimestre habrá crecimientos mayores del PIB en lo que resta de 2002.

En el comportamiento del consumo privado, peor del previsto, además del entorno de incertidumbre económica parece estar pesando la aceleración de los precios. Las perspectivas de empleo de los consumidores y su percepción acerca de la situación económica han mejorado respecto a finales de 2001. Sin embargo, no esperan que su situación financiera mejore en los próximos meses, y de hecho consideran que su capacidad de ahorro ha empeorado. Con todo, cabe esperar que el consumo aumente a lo largo del año impulsado por unos tipos de interés reales bajos y un aumento de la renta real disponible (derivado de incrementos salariales mayores y un aumento de la creación neta de empleo). Los recortes impositivos previstos en algunos países del área (Francia, Italia) y una evolución menos desfavorable de la riqueza financiera contribuirán a la reactivación del consumo, que en 2003 crecerá a tasas de cerca del 2%.

La recuperación de la inversión, tras cinco trimestres de caídas consecutivas, se ve limitada por una capacidad utilizada en niveles bajos y unas perspectivas de beneficios poco optimistas. No obstante, se espera que en la segunda mitad del año, diluidas las dudas sobre el entorno internacional, se empiece a notar la significativa mejoría de la confianza empresarial. En efecto, las expectativas empresariales, y en concreto las del sector industrial, pese a las incertidumbres del entorno internacional y la apreciación del euro, han mejorado significativamente desde principios de año<sup>1</sup>. Y aunque esta mejoría está tardando en trasladarse a los datos reales, se aprecian ciertos signos prometedores, como el incremento de los pedidos de manufacturas en Alemania, la evolución de la producción industrial en el conjunto de la UEM, que creció un 0,5% en el primer trimestre del año, o los indicios de repunte de la producción de bienes de capital. La necesidad de recomponer existencias, después de las fuertes caídas registradas en 2001 y principios de 2002 puede servir de estímulo adicional a la actividad.

Cuadro 3.1. UEM: cuadro macroeconómico y previsiones

Variación interanual	1tr01	2tr01	3tr01	4tr01	1tr02	2tr02	3tr02	4tr02	2000	2001	2002	2003
Consumo Privado	1,9	1,7	1,7	1,5	0,7	0,4	0,6	1,0	2,5	1,7	0,7	1,9
Consumo Público	2,1	2,2	2,4	2,2	2,2	2,0	1,8	1,2	1,9	2,2	1,8	1,3
Formación B.C. Fijo	1,4	0,1	-1,5	-2,0	-1,6	-1,0	-0,3	1,4	4,7	-0,5	-0,4	2,8
Var. Existencias (*)	-0,1	-0,2	-0,4	-1,3	-0,8	-0,7	-0,1	0,3	0,1	-0,5	-0,3	0,0
<b>Demanda Interna(*)</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>1,9</b>
Exportaciones	7,7	4,3	1,0	-2,7	-2,0	-0,2	1,7	5,0	12,2	2,5	1,1	6,9
Importaciones	6,0	3,4	-0,8	-5,1	-4,0	-3,0	0,0	3,5	10,9	0,8	-0,9	6,5
Saldo Exterior(*)	0,7	0,4	0,7	0,8	0,7	1,0	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,4
P.I.B. p.m.	2,4	1,6	1,4	0,4	0,3	0,7	1,2	2,0	3,5	1,5	1,0	2,3
<b>Inflación</b>	<b>2,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>

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

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

Variación interanual	2000	2001	2002	2003
Consumo Privado	1,6	1,2	0,0	1,5
Consumo Público	1,2	1,7	1,4	1,1
Formación B.C. Fijo	2,9	-4,5	-2,6	2,0
B. Equipo	9,7	-3,1	-4,7	3,2
Construcción	-2,1	-5,5	-1,0	0,9
Var. Existencias (*)	0,3	-0,9	-0,4	0,0
<b>Demanda Nacional (*)</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,4</b>
Exportaciones	13,9	5,2	2,9	6,1
Importaciones	10,6	0,5	-1,6	5,2
Saldo Exterior (*)	1,1	1,6	1,5	0,6
PIB a p.m.	3,2	0,7	0,8	2,0
<b>Inflación</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>

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

Las exportaciones han sido el componente más dinámico de la economía en la primera mitad de 2002, con un crecimiento trimestral del 0,5% en el primer trimestre del año. Este buen comportamiento del sector exterior se prolongará durante el resto del año en la medida en que mejore el escenario internacional. En este sentido, no se espera que la reciente apreciación del euro tenga un impacto muy negativo sobre las exportaciones, toda vez que se trata de un movimiento de magnitud no demasiado elevada (una apreciación de aproximadamente el 10% respecto al dólar desde principios de año, y del 4% del tipo de cambio efectivo nominal), que, previsiblemente, se corregirá parcialmente<sup>2</sup>.

En definitiva, se espera que durante 2002 las exportaciones lideren una recuperación que llevará a la economía a crecer a su potencial (2,3%) en 2003, con una aportación de la demanda interna del 1,9% (similar a la del período 94-97) y una aportación del sector exterior del 0,4%, superior a la del promedio de los noventa. Por supuesto, detrás de estas cifras hay un comportamiento muy dispar de los países, con un peso mayor de la demanda interna en Francia y un protagonismo mayor del sector exterior en Alemania.

Resulta difícil compartir las previsiones que sitúan el crecimiento de la UEM en el próximo año en torno al 3%. Estas previsiones contemplan la posibilidad de que, la UEM, como ya hizo EE.UU. en la segunda mitad de los 90, logre aumentar su crecimiento potencial gracias al aprovechamiento del cambio tecnológico. Sin embargo, la lentitud de las reformas estructurales y la fragmentación que todavía existe en los mercados financieros, de trabajo y servicios otorgan poca probabilidad a este escenario.

### Se "relajan" los compromisos fiscales

En los últimos meses se han producido algunos hechos que generan dudas sobre la credibilidad de los compromisos en

<sup>1</sup> Las excepciones son el sector de la construcción, que no muestra una clara recuperación, y el comercio minorista, cuyas expectativas se han ido deteriorando a lo largo del año en línea con la atonía de la demanda interna.

<sup>2</sup> Diversas estimaciones muestran que una apreciación "duradera" de esta magnitud restaría entre 0,1%-0,4% décimas al PIB en los dos primeros años.

**Cuadro 3.3. Francia: cuadro macroeconómico y previsiones**

Variación interanual	2000	2001	2002	2003
Consumo Privado	2,8	2,8	1,7	2,3
Consumo Público	2,9	2,4	1,9	1,6
Formación B.C. Fijo	8,3	2,6	1,7	3,5
Var. Existencias (*)	0,4	-1,0	-0,3	0,0
<b>Demanda Nacional(*)</b>	<b>4,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>2,4</b>
Exportaciones	13,6	1,4	0,9	6,7
Importaciones	15,0	0,7	1,2	6,6
Saldo Exterior(*)	-0,1	0,2	-0,1	0,1
PIB p.m.	4,2	1,8	1,4	2,5
<b>Inflación</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>

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

materia fiscal en la UEM. La desaceleración de la economía y el año electoral en algunos países como Alemania y Francia han llevado al incumplimiento de los objetivos de déficit de los programas de estabilidad. La primera señal en este sentido fue la posibilidad de que Alemania y Portugal rebasaran este año el límite de déficit del 3% fijado en el Pacto de Estabilidad. Ambos países lograron, en contra de la opinión de la Comisión Europea, evitar que se activara el mecanismo de alarma preventiva comprometiéndose a no rebasar el límite impuesto, y a tratar, en la medida de lo posible, de obtener el equilibrio presupuestario en 2004. Recientemente, en Francia, las estimaciones indican que el déficit podría alcanzar en 2002 el 2,6% del PIB, frente al 1,8%-1,9% previsto en su programa de estabilidad, todo ello sin considerar el efecto de los recortes impositivos prometidos por Chirac en la campaña electoral. Además, el gobierno francés ha planteado dificultades para alcanzar el objetivo de déficit cero en el año 2004 (objetivo que en principio se fijó para 2002 y que posteriormente fue pospuesto). Esta situación se ha solventado con el compromiso de Francia de acompañar la rebaja de impuestos directos con similares recortes en el gasto y con la reformulación del objetivo que los países deben cumplir a medio plazo: ahora se trata de alcanzar una situación presupuestaria "cercana al equilibrio" en 2004 (una desviación de medio punto se considera aceptable). En el caso de Francia, además, se supedita este objetivo al logro de una tasa de crecimiento del 3% en 2003 y 2004. Un supuesto que parece demasiado optimista. Esta "flexibilización" de los objetivos fiscales, ha sido aprovechada por el gobierno italiano para anunciar recortes impositivos, renunciando así a su objetivo de déficit cero en 2003. En definitiva, los hechos que se han producido en los últimos meses reflejan una disminución del peso de la consolidación fiscal como objetivo de las políticas y generan serias dudas sobre la credibilidad y sostenibilidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en el medio y largo plazo.

### Deterioro de las expectativas de inflación a medio plazo

Los precios en la UEM no están evolucionando como se preveía a principios de año. Las subidas de los impuestos indirectos

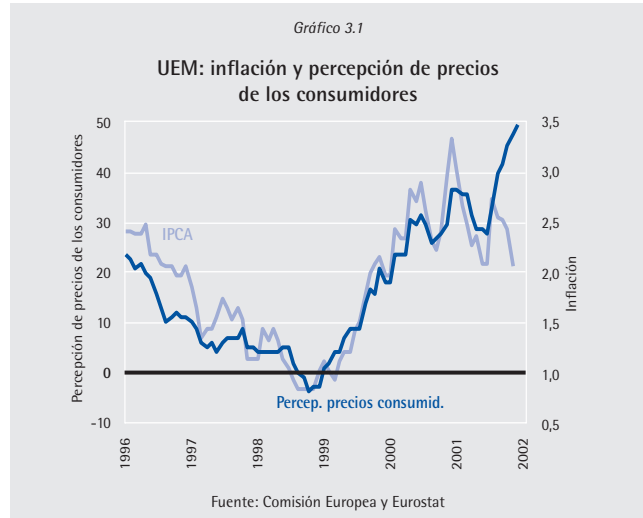
tos, las adversas condiciones meteorológicas, un petróleo más caro de lo previsto y el efecto redondeo del euro han provocado una revisión generalizada al alza de las previsiones de inflación para este año. Incluso el BCE parece asumir que en 2002 la inflación se situará, por tercer año consecutivo, por encima del techo del 2%. Pero el verdadero problema es que las expectativas para 2003 también se están deteriorando. Las tensiones que, desde 2000, han ido afectando sucesivamente a los componentes más volátiles del índice (primero el encarecimiento del petróleo, luego la crisis alimentaria), y la depreciación acumulada del euro desde su introducción, se han filtrado a los componentes más estables de la inflación, como muestran las distintas medidas de inflación subyacente (véase recuadro "Medidas de inflación subyacente"). En concreto, la inflación descontando alimentos frescos y energía se situó en mayo en el 2,7%, máximo desde 1995.

Todo esto, además, se produce en un momento en el que la población percibe que la introducción del euro ha impulsado un aumento de los precios superior a lo que indican las cifras de inflación. Algo que podría traducirse en una mayor agresividad salarial, especialmente después de que en los últimos años los trabajadores se hayan visto sorprendidos por aumentos de la inflación por encima de sus expectativas. De hecho, en algunos sectores se aprecian indicios de una mayor agresividad salarial (especialmente en Alemania), y existe el temor, manifestado por el BCE, de que esta mayor agresividad se extienda a otros sectores y países. La situación de las cuentas públicas en Europa es otro factor que puede presionar al alza la inflación. Dada la dificultad de algunos países para alcanzar sus objetivos presupuestarios y la tendencia a reducir la imposición directa, no se pueden descartar nuevas subidas de impuestos indirectos en los próximos meses. Por último, parece que el efecto "redondeo" del euro podría dilatarse más en el tiempo de lo que se pensaba. Eurostat ha estimado que su impacto directo sobre la inflación en los primeros meses del año ha sido de 0,16 puntos. Pero en muchos casos se percibe que los precios aún no se han ajustado por completo a la nueva unidad de cuenta. La lenta ralentización del crecimiento de M3, que se mantiene muy por encima del 4,5% de referencia, junto a los indicios de que la moderación del crédito al sector privado parece estar tocando a su fin, apuntan también a riesgos sobre la inflación a medio plazo.

En definitiva, se espera que la inflación de la UEM se sitúe en el 2,4% en 2002 y 2003. En materia de inflación, se ha retrocedido a la situación de 1995. Únicamente una apreciación sostenida del euro por encima de la paridad frente al dólar y un precio del petróleo a la baja (volviendo a niveles de 20 dólares por barril) podría llevar las previsiones de inflación para 2003 por debajo del 2%.

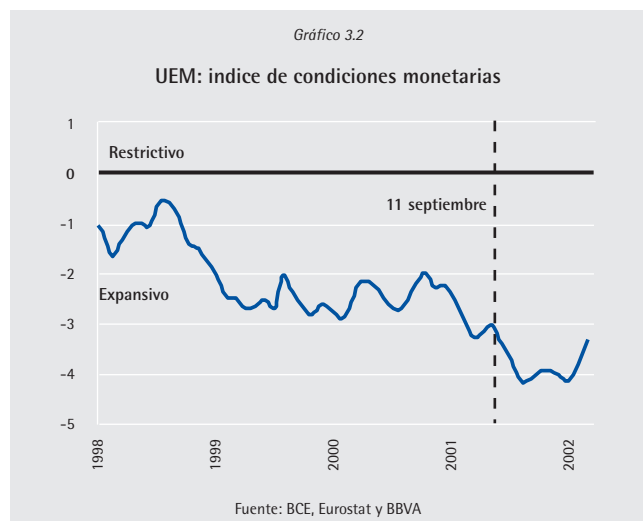
### El euro hace el trabajo del BCE

En cuanto a la política monetaria, a pesar del fuerte deterioro de las expectativas de inflación en la UEM, es poco proba-



ble que el BCE decida subir los tipos antes del cuarto trimestre. Al contexto de debilidad de la demanda interna y a las dudas sobre la recuperación del entorno internacional, se ha añadido en los últimos meses la apreciación del euro. Desde febrero, momento en el que se alcanzó el mínimo, el tipo de cambio efectivo real se ha apreciado un 4,5%, correspondiendo la mayor parte de esta subida (un 3,6%) a los últimos dos meses. Esta apreciación equivale a una subida de tres cuartos de punto de los tipos de interés, lo cual lleva al índice de condiciones monetarias (ICM), estimado con la inflación subyacente, a los niveles de verano de 2001. Por lo tanto, la relajación de las condiciones monetarias inducida por la bajada de tipos del BCE tras el 11 de septiembre (de 100 puntos básicos), que es uno de los argumentos para subir tipos, quedaría prácticamente corregida con esta apreciación.

En este contexto, se espera que el BCE no modifique los tipos hasta el cuarto trimestre, en el que probablemente éstos subirán 25 puntos básicos. Posteriormente, con una economía creciendo a su potencial y la inflación por encima del objetivo, seguirán las subidas de tipos hasta el 4,5% al final de 2003.



## UEM: medidas de inflación subyacente

El Banco Central Europeo (BCE) tiene como objetivo prioritario la estabilidad de precios en el medio plazo, definida como un aumento interanual del Índice de Precios de Consumo Armonizados (IPCA) inferior al 2%. El objetivo cuantitativo es claro, pero su plazo es ambiguo al no existir una referencia temporal del medio plazo en términos de inflación. Es decir, a corto plazo es posible que la inflación supere el 2%, ya que pueden darse desviaciones transitorias o movimientos sectoriales que reflejen cambios en los precios relativos. En este contexto, resulta útil un concepto de inflación subyacente, del que no existe una definición formal plenamente aceptada entre los analistas, pero que permite obtener una idea aproximada de la tendencia inflacionista a medio plazo. La inflación subyacente es la evolución de los precios eliminando los factores erráticos y transitorios, esto es, la inflación subyacente debe ser persistente y duradera. A su vez también se interpreta como el componente común a las variaciones de precios de los distintos bienes y servicios, es decir, la inflación subyacente debe recoger los aumentos de precios de forma generalizada de toda la cesta. Es claro, por tanto, que la definición de inflación subyacente es relevante para el seguimiento de la evolución de los precios por parte de los responsables de la política monetaria, ya que evita señales falsas sobre las posibles desviaciones del objetivo y permite identificar movimientos idiosincrásicos de los precios u otras fuentes de variabilidad. Además, debe servir de indicador contemporáneo de las tendencias inflacionistas actuales y como indicador adelantado de la evolución futura del IPCA, es decir, a medio y largo plazo la inflación y su medida subyacente deben converger.

La mayoría de las medidas de inflación subyacente que se han desarrollado han seguido enfoques empiricistas. Dentro de éstos se pueden clasificar en técnicas de sección cruzada o basadas en series temporales, y ambas metodologías inciden en la naturaleza persistente y generalizada de los movimientos de precios. En los últimos años se han desarrollado otras medidas con soporte de la Teoría Económica a partir de los Vectores Autorregresivos, en los que se incluyen otras variables económicas, y permiten identificar la inflación subyacente como la parte de la inflación que no tiene efectos acumulativos sobre las variables reales a largo plazo. Pero las variables reales que se necesitan presentan mayores desfases en su publicación que las del IPC, por lo que los modelos no suelen ser muy flexibles ni operativos. Entre las medidas de inflación subyacente basadas en técnicas de sección cruzada de mayor difusión se encuentran las de exclusión de componentes, ajustadas de variabilidad y las medias truncadas. Las técnicas de exclusión, consisten en eliminar del cálculo del IPC los componentes más erráticos y volátiles atendiendo fundamentalmente a parámetros estadísticos. Normalmente se suelen eliminar los alimentos sin elaborar y los componentes energéticos para obtener la inflación subyacente. El razonamiento económico es que los alimentos sin elaborar son muy dependientes de las condiciones meteorológicas y de oferta, y que la energía es un sector que ha estado bastante regulado y en los casos en que no, sus precios están altamente presionados por la imposición indirecta y, además, dependen de los precios internacionales y del tipo de cambio, ambos con elevada volatilidad, y fuera del control del BCE. En su favor, se puede decir que son fáciles de calcular, son comprensibles por el público en general, su historia no cambia con nueva información, y son buenos predictores del IPC. En su contra, que se pueden estar eliminando componentes potencialmente relevantes para determinar el núcleo inflacionista al realizarse *ad hoc*. Si el criterio es la volatilidad, una forma de no eliminar componentes es mediante las técnicas basadas en el ajuste de la variabilidad. El índice de Edgeworth pondera la variación de cada componente por la inversa de su varianza en un período de tiempo. El problema surge a la hora de decidir cuál es el período de tiempo relevante para el cálculo de las varianzas y de valorar con la misma importancia los productos que tienen igual erraticidad pero distinto peso en la cesta. Por último, se encuentran las técnicas de medias truncadas que consisten en ordenar las variaciones de todos los componentes de la cesta y eliminar las colas de las distribuciones, es decir, eliminar del cálculo de la inflación subyacente los productos que más suben y los que más bajan en un porcentaje delimitado *ad hoc*. Así una inflación subyacente truncada al 15% dejará fuera del cálculo de la inflación subyacente las variaciones de precios más altas cuya importancia en términos de gasto suma el 7,5% y de igual forma para los precios que más descienden. Casos particulares son, la mediana simple, que no es más que la variación que se encuentra en la mitad de la distribución, y la mediana ponderada que es la que deja el 50% de la importancia de la cesta a cada lado de la distribución.

Desde el enfoque de series temporales, las técnicas más relevantes tienen que ver con el concepto de tendencia y de suavización a partir de "medias móviles" de la historia pasada y corriente. El principal inconveniente de estos procedimientos es que son lentos en captar los cambios de tendencia en los nuevos datos. Una técnica que combina las propiedades de la sección cruzada y de las series temporales es el índice factorial dinámico, que permite identificar los movimientos idiosincrásicos de los precios y las tendencias comunes a todos los precios. El inconveniente de esta técnica reside en que la historia de la inflación subyacente cambia con cada nueva información, lo cual es de gran importancia para el BCE y su política de comunicación con los agentes.

La situación actual de las distintas medidas de inflación subyacente para la UEM presenta unas tasas que son dispares respecto a las registradas hace un año, si bien todas ellas sobrepasan el techo marcado por el BCE. En este sentido e independientemente de la capacidad predictora de cada una de las distintas medidas, la situación actual revela que, a medio plazo (esto es, en 2003), la inflación medida por el IPCA posiblemente esté de nuevo por encima del 2%, incumpliendo de nuevo el objetivo del BCE.

### UEM: medidas alternativas de inflación subyacente

En tasa interanual	abr.01	abr.02
IPC "sin energía ni alimentos sin elaborar"	2,0	2,5
Media ponderada (15%)	2,6	2,1
Mediana ponderada	2,4	2,2
Mediana simple	2,3	2,3
Filtro de Coogley	1,9	2,1
Filtro HP	2,0	2,3

Fuente: BBVA

## UEM: Cuestión de sincronía

Con la reciente desaceleración económica, ha resurgido en la UEM la preocupación por el escaso margen de política de demanda existente en los países de la zona para afrontar choques específicos. Dado que la política monetaria es común y se centra en la evolución de las variables del conjunto del área, el debate se centra en la política fiscal, la herramienta a priori para contrarrestar choques diferenciales de los países. En este sentido, la propia Comisión Europea recomienda a los países de la zona reducir las medidas fiscales discrecionales al mínimo. Considera que estas medidas sólo son aconsejables en casos muy concretos (además, difíciles de identificar) y que su efectividad ha sido históricamente limitada en comparación con los riesgos que entraña su incorrecta aplicación<sup>1</sup>. En su lugar, propone que simplemente se dejen actuar los estabilizadores automáticos a lo largo del ciclo.

Efectivamente, los choques asimétricos o simétricos pero con efectos asimétricos son uno de los principales problemas que se plantean en las uniones monetarias, especialmente si el grado de flexibilidad salarial o de movilidad laboral entre países no es lo suficientemente elevado como para permitir un reajuste por esta vía. Por esta razón, se considera como requisito primordial que los países que vayan a formar parte de un área monetaria común tengan estructuras productivas que limiten la posibilidad de choques asimétricos. Para ello, por ejemplo, es aconsejable que no exista una especialización de los países por productos. Por el mismo motivo, las economías con un elevado grado de apertura al área son buenas candidatas a formar parte de la unión monetaria.

Diversos estudios empíricos muestran que la cuestión de la asimetría cíclica no es excesivamente preocupante en la UEM. Reichlin y Forni<sup>2</sup> (2001), tras descomponer el ciclo de las regiones europeas en un componente europeo, un componente nacional y otro regional, encuentran que en la mayoría de los países la varianza del PIB se explica fundamentalmente por el componente europeo común. Asimismo, Agresti y Mojón<sup>3</sup> (2001) proporcionan evidencia de una elevada sincronía cíclica entre los países de la UEM, a través de la correlación de los componentes cíclicos del PIB de los países con el del agregado del área. Aunque esta sincronía parece menor que la que presentan los distritos Federales de EE.UU., puede aumentar por la propia pertenencia a un área monetaria común (por la desaparición del riesgo de tipo de cambio entre los países, estímulo al comercio, mayor integración financiera...).

En el cuadro adjunto se observa que, en general, y pese a partir de niveles ya elevados, las correlaciones de PIB y de la confianza industrial de los países del área con el resto de la UEM o se han mantenido o han aumentado desde el inicio de la unión monetaria. Las excepciones, como cabría esperar, son Grecia, que sigue creciendo a tasas elevadas pese al contexto de desaceleración del área, y Portugal, debido a la distorsión generada por los escasos datos de Contabilidad Nacional disponibles para el período pre-UEM. La mayor sincronía y las correlaciones más altas se observan en los datos de confianza industrial. El caso de Bélgica, cuya confianza industrial parece adelantar la del resto de la zona UEM, ha sido ampliamente estudiado, y parece responder tanto a su elevado grado de apertura al resto de la UEM como a su estructura productiva, especializada en bienes intermedios. De hecho, sus indicadores se suelen utilizar como adelantados del conjunto del área.

Un elevado grado de sincronía cíclica constituye una buena noticia para una zona que comparte una política monetaria común. Así, ante un choque de demanda, se puede confiar en que las medidas de política monetaria que adopte el BCE no sean muy opuestas a las que cada país individualmente precisaría<sup>4</sup>. En el lado negativo, en cambio, no se observa que la dispersión de la inflación entre los países de la UEM se haya reducido desde su constitución, como muestra el gráfico adjunto.

El verdadero problema es que, frecuentemente, los países de la zona pretenden contrarrestar con políticas de demanda choques que no son sólo de demanda. Este es el caso de la última desaceleración en la UEM, que sin duda tiene cierto componente de demanda (ligado al deterioro del entorno exterior) pero que también tiene un componente de oferta. En muchas ocasiones, la amplificación de los choques o simplemente el bajo crecimiento de un país se debe a problemas estructurales que no se pueden solucionar con con la utilización de la política fiscal contracíclica.

<sup>1</sup> Véase Comisión Europea (2002), "Public Finances in EMU 2002".

<sup>2</sup> Véase Forni M. y Reichlin L. (2001), "Federal Policies and local economies; Europe and the US", European Economic Review 45.

<sup>3</sup> Véase Agresti A. y Mojón B. (2001), "Some Stylised Facts on the Euro Area Business Cycle", ECB Working Paper nº 95.

<sup>4</sup> Otro tema es que la transmisión de la política monetaria sea diferente entre los países por las diferencias en la estructura financiera, la importancia relativa de la financiación bancaria, la proporción de productos financieros a tipo de interés variable o las diferencias en los mecanismos de transmisión monetaria. Los avances en la integración financiera de la UEM contribuirán a hacer más homogéneos estos elementos.

### Correlaciones del PIB y la confianza industrial\*

Datos de cada país respecto al resto de la UEM

	PIB**		Confianza Industrial***	
	1992-1998	1999-2001	1992-1998	1999-2001
Bélgica	88 (-1)	95 (0)	97 (-1)	96 (-1)
Alemania	79 (0)	93 (+1)	93 (0)	97 (0)
España	87 (0)	86 (-1)	96 (0)	96 (0)
Finlandia	79 (-2)	85 (0)	81 (-1)	95 (0)
Francia	87 (0)	97 (0)	96 (0)	98 (0)
Grecia	66 (0)	28 (+3)	82 (0)	82 (0)
Italia	82 (0)	86 (+1)	89 (0)	97 (0)
Países Bajos	81 (0)	96 (-1)	96 (0)	95 (0)
Portugal	86 (+2)	65 (+1)	94 (0)	96 (0)
Austria	70 (0)	96 (0)	90 (0)	98 (0)

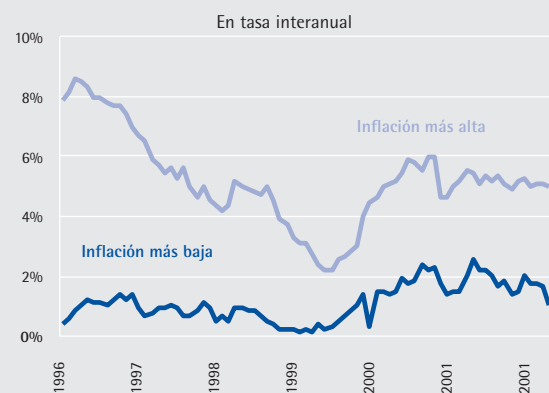
\*Entre parentésis, el retardo del país con el que se obtiene la máxima correlación. Un signo (-) indica que el país adelanta a la UEM y un signo (+) que va retardado.

\*\* Para Portugal, sólo datos desde 1995.

\*\*\* Para Finlandia, sólo datos desde 1993.

Fuente: BBVA

### UEM: diferencia de IPCA entre países



Fuente: Eurostat y BBVA

## Reino Unido

### Crecimiento con desequilibrios

Entre los países industrializados, Reino Unido fue el que tuvo un mayor crecimiento en 2001, con una tasa media del 2,3%. En el primer trimestre de 2002, el crecimiento trimestral ha sido del 0,1%, algo menor del esperado, lo que equivale a un 1,1% interanual. Este bajo crecimiento se ha debido en gran parte al deterioro de la inversión y a la aportación negativa del sector exterior. Sin embargo, se prevé que a lo largo del año la economía se recupere de manera progresiva. El crecimiento previsto para el conjunto del año es del 1,9%.

La evolución de la economía del Reino Unido se ha caracterizado por la divergencia entre el consumo y la inversión. Así, el consumo privado ha mantenido su fortaleza, creciendo en el primer trimestre del año 2002 a una tasa del 3,7% interanual. Es previsible que en los próximos trimestres esta variable se modere, aunque no es probable que se observe una corrección brusca. La renta disponible aumentará ligeramente gracias al incremento moderado de los salarios y la riqueza inmobiliaria seguirá siendo un factor de apoyo. En este último caso, existe un riesgo asociado a la evolución del precio de las viviendas, que en los últimos meses ha crecido a tasas muy elevadas (el crecimiento del mes de junio fue del 19,8% interanual), que parece difícil sostener a medio plazo. Si se produce una corrección importante, el efecto riqueza negativo contribuirá a reducir el consumo privado. Con todo, se prevé que el consumo privado crezca a lo largo del año a una tasa media del 2,9%.

En cuanto al consumo público se espera que aumente a tasas superiores al 3% en 2002, en línea con el aumento del primer trimestre (4,2% interanual) y con el presupuesto presentado en el mes de abril, que recoge un incremento notable del gasto en algunas partidas, especialmente en la de sanidad.

En el lado contrario se encuentra la inversión, que ha mostrado un mal comportamiento en los últimos tri-

mestres. En el primer trimestre de 2002 creció un -1,4% en tasa trimestral. Este comportamiento se debe en parte a las dudas sobre la recuperación, que no se superarán hasta que se despejen las incertidumbres sobre la evolución de la economía en el plano internacional. En conjunto, es probable que la inversión se recupere en la segunda mitad del año, coincidiendo con una mejoría del escenario internacional. Con todo, la previsión para el conjunto del año es de un discreto crecimiento del 0,4% como media, muy inferior al promedio de los últimos años (6% en el período 1996-2000). La productividad registró un crecimiento trimestral negativo del -0,1% en el primer trimestre de 2002, el menor de los últimos tres años. Es de esperar que el comportamiento de esta variable mejore en la segunda mitad del año, con un incremento moderado del output y una ralentización del crecimiento del empleo.

El saldo comercial ha empeorado en el primer trimestre de 2002. Las importaciones han crecido un 1,7% en términos trimestrales, impulsadas por la fortaleza del consumo. Las exportaciones en cambio han crecido un -0,6% con respecto al trimestre anterior, perjudicadas por la debilidad de la recuperación internacional y por la fortaleza de la libra. Esta tendencia se verá modificada en los próximos meses, gracias a la reciente depreciación de la libra y a una posible reactivación del comercio mundial.

La depreciación de la libra también tendrá efectos sobre la inflación, vía aumento de los precios de los productos importados, en contra de la tendencia a la moderación de los precios registrada en los últimos meses. El reciente descenso de la inflación se debe en gran parte al efecto comparación con el año anterior, en el que los precios se vieron afectados por la baja producción del sector agrícola y la crisis de las vacas locas. El dato de inflación sin hipotecas se situó en el mes de mayo en un 1,8% en tasa interanual, el valor más bajo desde el mes de noviembre. Sin embargo, es probable que esta tendencia a la moderación se corrija en la segunda mitad del año, impulsada por la depreciación de la divisa.

Con esta perspectiva de aumento de la inflación a medio plazo es probable que el Banco de Inglaterra (BoE) aumente los tipos en los próximos meses. En su última reunión del mes de junio, los miembros del Comité de Política Monetaria del BoE identificaron razones tanto a favor como en contra del aumento de los tipos de interés, aunque finalmente se inclinaron por mantener los tipos estables. Sin embargo, se envió un mensaje claro de que en la medida que se despejen las incertidumbres sobre la recuperación económica los tipos subirán. En este contexto, es probable que el BoE aumente los tipos en un cuarto de punto en una de las dos próximas reuniones, que tendrán lugar en los meses de agosto y septiembre.

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

Variación interanual	2000	2001	2002	2003
Consumo Privado	5,2	4,1	2,9	2,5
Consumo Público	2,1	2,4	3,3	1,7
Formación B.C.F.	1,9	1,1	0,4	3,5
Var. Existencias (*)	-0,1	-0,1	0,1	0,0
Dd. Nacional (*)	4,1	3,3	2,7	2,8
Exportaciones	10,1	0,8	-0,3	3,2
Importaciones	11,7	2,8	1,7	2,7
Saldo Exterior (*)	-1,1	-0,9	-0,8	-0,1
PIB a p.m.	3,1	2,4	1,9	2,8
Inflación	2,1	2,2	2,3	2,5

(\*) Aportación al crecimiento del PIB.

Fuente: Oficina de Estadística Nacional y BBVA

## 4. Asia

### Japón: una recuperación problemática

El continuado deterioro de la economía japonesa durante el pasado año se suavizó en los primeros meses del año actual al registrarse tasas de crecimiento de las exportaciones menos negativas (caída del 2,3% en el primer cuatrimestre de 2002, frente a un descenso superior al 10% en el cuatrimestre precedente), en tanto que las importaciones disminuían un 6,6%. Con ello, el superávit comercial de Japón creció un 21%, impulsando el saldo favorable de la balanza corriente hasta el +38%. Además, el mejor comportamiento de las exportaciones permitió contener el deterioro de la producción, aunque en el primer cuatrimestre todavía registró un descenso interanual cercano al 10%.

Esta mejoría de las exportaciones y de la producción no se hizo extensiva a otras áreas de la economía. Así, la inversión en construcción cayó un 7,8% interanual en el primer trimestre, según datos de Contabilidad Nacional, coherente con un descenso en los pedidos de construcción del 10,4%; la inversión fija de los sectores no constructores registró un negativo del 11,2% en el primer trimestre, en línea con un descenso en los pedidos de maquinaria del 16,8% en el período enero-abril; y el consumo privado creció solo moderadamente en el primer trimestre (+0,7%), contenido por el ligero descenso de los salarios reales y una reducción del empleo del 1,5%.

Durante el primer trimestre, la economía japonesa creció un -1,6% en tasa interanual, aunque la tasa trimestral anualizada creció un 5,7%, lo que pudo inducir cierto optimismo sobre las perspectivas de recuperación. Sin embargo, tanto los indicadores anteriores como la persistencia de importantes desequilibrios, apuntan más bien a un proceso de mejoría de la coyuntura lento y difícil.

**Cuadro 4.1. Japón: cuadro macroeconómico y previsiones**

Variación interanual	2001	2002	2003
Consumo Privado	0,5	0,6	0,5
Consumo Público	3,1	2,8	2,9
Form. B.C. Fijo	-1,9	-5,7	1,6
B. Equipo	0,8	-6,6	2,6
Construcción	-7,8	-5,8	-0,8
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,0</b>
Exportaciones	-6,4	-2,5	6,6
Importaciones	-0,2	-3,2	6,4
<b>Saldo Exterior (*)</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>1,0</b>
PIB a p.m.	-0,5	-0,8	1,0
<b>Inflación</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,5</b>

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

La deflación continúa por encima del 1%, tanto en precios mayoristas interiores, como en precios de servicios o de consumo. Y se produce un avance insuficiente tanto en las políticas de consolidación del gasto público como en el saneamiento de importantes sectores de la economía, en especial, del financiero.

El yen experimentó una depreciación interanual del 7,7% respecto al dólar durante los cinco primeros meses del año, lo que contribuyó a la recuperación de las exportaciones. La posibilidad de una recuperación internacional más lenta junto con la suave mejoría de Japón presionaron a la divisa hacia los 120 yenes por dólar, lo que obligó a varias intervenciones del Banco de Japón para contener la apreciación. Para los próximos meses, un menor crecimiento de la economía mundial, inferior al 3%, podría poner en peligro el ritmo actual de las exportaciones, salvo que el yen se debilitara hasta el entono de los 130 yenes por dólar, un nivel que quizá pudieran aceptar las restantes economías del este de Asia.

La política monetaria mantiene el tono expansivo, aunque las condiciones de mercado esterilizan la mayor parte del crecimiento de los instrumentos básicos. Al comienzo del nuevo año fiscal, el balance de la cuenta corriente de las entidades financieras en el Banco de Japón alcanzó un máximo cercano a los 20 billones de yenes, mientras que en mayo el crecimiento de los billetes en circulación fue del 16%, lo que se tradujo en un aumento anual de M1 superior al 30% en abril y mayo. Pese a ello, M2 más certificados de depósito mantiene un avance regular en torno al 3,5%, solamente. El tipo interbancario a un día sigue en niveles prácticamente nulos y el tipo a tres meses en el 0,02%, mientras que el bono a largo se sitúa en el intervalo del 1,3% al 1,4%. Los diferenciales medios de los bonos privados se han estrechado ligeramente, aunque aumenta la dispersión en las emisiones con bajo rating.

El principal problema sigue siendo el colapso del crédito que se contrajo a un ritmo anual superior al 4% en el período enero-mayo. El índice de bolsa Nikkei repuntó más de un 17% desde el mínimo del pasado septiembre hasta el pasado abril, aunque las caídas del mes de junio lo situaron apenas un 5% sobre el mínimo indicado.

Mantenemos nuestra estimación de crecimiento negativo del 0,8% para el conjunto del año actual, con tasas negativas, aunque más moderadas, en todos los trimestres de 2002. También mantenemos nuestra previsión de crecimiento del 1% en 2003, modesta recuperación impulsada por el mayor crecimiento internacional, la cotización del yen no inferior a los 130 por dólar y la continuación del proceso de ajuste y de reestructuración de la economía.

## China: buen tono de las demandas externa e interna en un contexto de deflación

Los datos de crecimiento del primer trimestre de 2002 (+7,6% interanual, datos oficiales) han sorprendido al superar en más de medio punto las tasas de la segunda mitad de 2002 en un clima de desaceleración internacional. Detrás de este repunte se encuentra la favorable coyuntura de las exportaciones chinas, con un crecimiento cercano al 14% durante los primeros cinco meses del año, y también un avance mayor de lo previsto en la inversión fija, apoyada por el continuado flujo de entradas de inversión directa extranjera. Los mercados principales de exportación son los del resto de Asia y EE.UU., en los que China mantiene sus posiciones a pesar de la desaceleración global de importaciones. La producción sigue creciendo a un ritmo de dos dígitos y las ventas aumentaron un 8,6% en el período enero-mayo, impulsadas por la mayor demanda en automóviles y telecomunicaciones.

Los precios de consumo se redujeron casi un 2% a nivel nacional durante los cinco primeros meses por efecto de los menores precios en muchos productos en los que se nota un aumento de la competencia por la mayor afluencia de importaciones, y también por la fuerte caída de los alimentos frescos, más de un 20% durante los últimos dos meses.

Preveamos un crecimiento del 7,3% para 2002 con una suave desaceleración a lo largo del año, y una tasa similar, aunque algo más baja, en 2003 por el efecto de mayores importaciones según vayan teniendo efecto los acuerdos con la OMC. La deflación disminuirá de forma gradual en los próximos meses, con una tasa media anual del -1,5% para 2002 y positiva e inferior al 1% en 2003. El yuan mantendrá sin problemas la cotización actual y el Banco de China podrá ajustar los tipos a la baja, si fuera preciso un mayor estímulo para la demanda.

## Resto de Asia: recuperación condicionada

Las economías de Asia alcanzaron una tasa anual de crecimiento inferior al 1% en el tercer trimestre de 2001, que marcó el mínimo de la etapa recesiva inducida por la fuerte reducción de las exportaciones durante el pasado año, en especial, las destinadas a EE.UU. y las concentradas en productos de nueva economía. Por ello, este ciclo afectó en mayor medida a los países industrializados que a los del grupo ASEAN, con la excepción de Corea, cuya rápida salida de la desaceleración le permitió alcanzar en el primer trimestre una tasa de crecimiento del PIB cercana al

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

	PIB				IPC			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
NPI	8,6	0,8	3,8	4,3	1,1	1,8	1,3	2,3
ASEAN	5,3	2,6	3,2	4,4	3,0	6,7	6,5	6,4
China	7,9	7,3	7,3	7,4	1,8	0,4	-1,5	0,9
TOTAL*	7,5	5,2	5,8	6,2	1,9	1,9	0,6	2,3

\* Agregación de los países NPI, ASEAN y China.

Fuentes: ADO, FMI, EIU y BBVA.

Nuevos Países Industrializados: Corea, Taiwan, Hong-Kong y Singapur

Países ASEAN: Malasia, Tailandia, Indonesia y Filipinas.

6%, frente a valores negativos en Singapur y Hong-Kong y un crecimiento inferior al 1% en Taiwan.

Los datos del último trimestre de 2001 y del primero del año actual apuntan a un ritmo de recuperación regular, con tasas anuales respectivas del 1,6% y del 2,6% para el conjunto de países de la zona. La recuperación, al igual que el descenso precedente, se explica por el cambio de tendencia de las exportaciones, con tasas negativas de crecimiento durante los primeros tres meses del año actual del orden de la mitad de las de los últimos meses de 2001 y tasas positivas en la mayoría de países según los datos disponibles del segundo trimestre. La mejoría comercial ha contribuido al superávit corriente que registran todos los países, en especial, Singapur, Hong Kong, Taiwan y Malasia.

El mayor crecimiento impulsó tanto la confianza de los consumidores -y, con ella, el consumo privado-, como un cierto repunte de la inversión. Esta mayor confianza podría ser de corta duración si no se confirmaran las expectativas en los mercados exteriores.

La inflación sigue baja con la excepción de Indonesia, donde alcanza los dos dígitos. Hong Kong, Taiwan y Singapur siguen en deflación, lo que sitúa el promedio de los países industrializados por debajo del 1% en los primeros cinco meses de 2002.

Con el impulso de Corea, estimamos un crecimiento cercano al 4% en los países industrializados en el año actual y medio punto superior en 2002. Los países ASEAN alcanzarán un crecimiento algo inferior en el año actual y similar al de los industrializados en 2003. La inflación repuntará solo ligeramente y los tipos a corto, muy bajos actualmente, podrán repuntar conforme se consolide la recuperación.

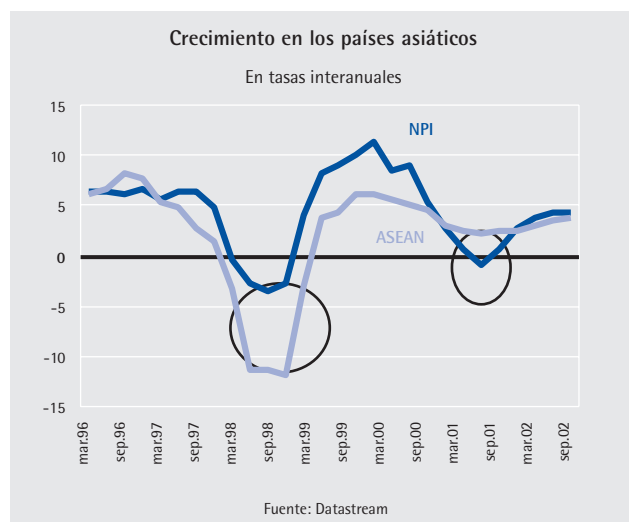
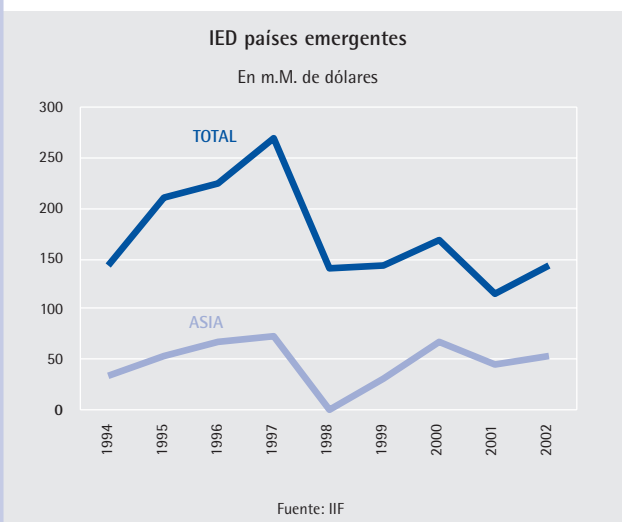
## Asia del sur y del este: salida de la recesión de 2001

En el grupo de países del sur y el este de Asia se suelen incluir los cuatro nuevos países industrializados (Singapur, Corea, Taiwan y Hong Kong) y los cuatro países del grupo ASEAN en esta zona (Malasia, Tailandia, Filipinas e Indonesia). Se excluye tanto a Japón, la segunda economía mundial y uno de los integrantes del G-7, como a China, por sus especiales características de economía mixta, con un peso elevado del sector de planificación central. Estos ocho países sufrieron una profunda crisis a partir de 1997 que se tradujo en una caída del PIB superior al 6% en 1998. La rápida desaceleración de la economía estadounidense en 2001 suscitó preocupación por la posibilidad de un nuevo episodio de crisis en los países de Asia, potenciado por un efecto de contagio desde los países de América Latina.

Hasta 1996 los países asiáticos avanzaron con rapidez en el desarrollo del modelo de producción para la exportación, inspirado, en parte, en el desarrollado por Japón dos décadas antes, en el que jugaba un papel esencial la relación comercial con la economía estadounidense y la financiación de la inversión mediante recursos obtenidos directamente del exterior. Esta vinculación con EE.UU. convirtió al dólar en la divisa de referencia, y su apreciación a lo largo de la década de los noventa supuso tanto un riesgo progresivo de pérdida de competitividad como un riesgo para la rentabilidad de las inversiones del exterior, en el caso en que en algún momento las divisas asiáticas no pudieran seguir la senda del dólar de EE.UU. La recesión de 1997-98 se inició en Tailandia y produjo numerosas insolvencias empresariales, en especial en el sector financiero. La desaparición de las entradas de inversión directa extranjera colapsó la inversión interna, lo que afectó de forma sucesiva al empleo, a la demanda interna y a los mercados inmobiliario y de valores. La crisis afectó sucesivamente a los distintos países asiáticos forzando una importante depreciación de sus divisas, superior al 90% en Indonesia, del orden del 40% en Tailandia, Corea, Filipinas y Malasia e inferior al 20% en Taiwan y Singapur.

La recesión de 2001 fue mucho mas moderada, con un mínimo de crecimiento positivo del 1,7% en el tercer trimestre de 2001 –el mínimo del último ciclo– frente a una caída superior al 7% en los trimestres centrales de 1998. La desaceleración del pasado año estuvo muy relacionada con la del conjunto de la economía estadounidense, que redujo drásticamente las importaciones y afectó directamente a la producción y al empleo de países asiáticos. En esta ocasión estos países se encontraban en una situación mucho menos vulnerable, con tipos de cambio flexibles –excepto el currency board de Hong Kong y el tipo de cambio controlado de Malasia–, menor dependencia de la inversión directa extranjera, balanzas corrientes positivas y la instrumentación de una política contracíclica, en la que se redujeron con rapidez los tipos de interés y se adoptaron medidas de estímulo fiscal a la demanda interna.

Cabe señalar que, en la recesión de 1998, los nuevos países industrializados de Asia experimentaron menores retrocesos al contar con un flujo importante de importaciones desde EE.UU., país que estaba creciendo por encima del 4%. El fuerte retroceso de pedidos estadounidenses del pasado año, en especial, en el sector de nuevas tecnologías, les afectó con mayor intensidad: en 2001 el crecimiento de los países ASEAN fue del 2,6% frente a un 0,8% solamente de los más industrializados. Los países ASEAN se beneficiaron de mayores precios del petróleo –Indonesia y Malasia– y de una estructura de exportaciones por productos mas diversificada. El crecimiento del cuarto trimestre del pasado año y del primero del actual apunta una recuperación clara, aunque quizá menos intensa de lo previsto a comienzos de 2002 si se confirma un despegue suave de la economía internacional en el año actual y el próximo.

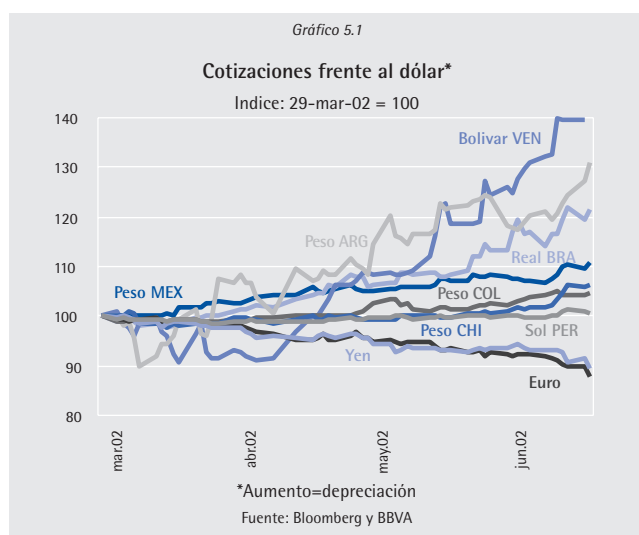


## 5. América Latina

### Depreciaciones cambiarias

A lo largo del segundo trimestre la divisa estadounidense se ha depreciado un 12% frente al euro y un 10% frente al yen. Incluso las divisas asiáticas han ganado posiciones frente al dólar. Sin embargo, dicho movimiento apreciatorio no se ha observado en las divisas latinoamericanas. En efecto, las monedas de las siete principales economías de la región han perdido valor frente al dólar.

Conviene anticipar, no obstante, que una depreciación controlada del dólar y de las divisas latinoamericanas frente al billete verde no es necesariamente mala para América Latina, una vez se ha producido la notable devaluación del peso argentino y, en menor medida, del real brasileño. En primer lugar, mejora la competitividad de una región necesitada de abrirse al exterior. En este sentido, la depreciación corregiría en parte el problema de sobrevaloración del peso mexicano y ayudaría a Chile a compensar la reciente pérdida competitiva asociada a las depreciaciones en Argentina y Brasil. La depreciación también incrementa los ingresos fiscales en moneda nacional de aquellos países que son exportadores de materias primas cuyo precio se fija en dólares como es el caso de Venezuela, México y Ecuador con el petróleo. Por último, dicha depreciación se está produciendo en un momento de debilidad de la demanda interna, lo que limita el *pass-through* a la inflación.



### La incertidumbre política, un freno al crecimiento

Sin embargo, la debilidad de las divisas latinoamericanas es el reflejo de un conjunto de problemas por los que está pasando la región. En primer lugar, no hay síntomas claros de recuperación. En segundo lugar, la región se está viendo afectada por factores políticos y sociales.

En el primer trimestre de 2002, América Latina acentuó su caída del PIB hasta el 2,8% anual. Ello es consecuencia en gran medida de que las tres principales economías de la región se encuentran en recesión. En Argentina, la principal restricción

actual al crecimiento es la falta de financiación. Es necesario emprender los cambios necesarios para recuperar la confianza de los inversores, entre los que pueden citarse el acuerdo con el FMI, la reforma del sistema financiero y la renegociación de la deuda pública externa, ahora en *default*. Estas son las condiciones básicas para que el resto del mundo vuelva a financiar a Argentina. Brasil es ahora el máximo exponente de hasta que punto la incertidumbre política puede afectar al sentimiento de los inversores y, en consecuencia, a la recuperación de la economía. En México los problemas son de otra magnitud. El gran objetivo a medio plazo de las autoridades mexicanas es alcanzar la convergencia en inflación con EE.UU. Los problemas podrían acentuarse si se mantiene la debilidad del peso, se confirman las dudas que empiezan a surgir acerca de la solidez de la recuperación de EE.UU. y se paralizan las reformas estructurales pendientes (tributaria, eléctrica).

Cuadro 5.1. Impacto del crecimiento de la OCDE sobre el comercio de América Latina

	Exportaciones de bienes (% PIB)			Aportación al crecimiento del PIB en 2003			
	EE.UU.	JAPON	UEM	EE.UU.	JAPON	UEM	TOTAL
Aceleración*				1,2	1,8	1,0	
Elasticidad Import				2,4	0,7	1,7	
Argentina	1,1	0,2	1,7	0,03	0,00	0,03	0,06
Brasil	1,7	0,3	1,9	0,05	0,00	0,03	0,08
Chile	4,7	3,4	4,4	0,13	0,04	0,07	0,25
Colombia	6,8	0,3	1,9	0,20	0,00	0,03	0,23
México	21,8	0,1	0,8	0,63	0,00	0,01	0,64
Perú	3,6	0,5	2,0	0,10	0,01	0,03	0,14
Venezuela	7,3	0,2	0,7	0,21	0,00	0,01	0,22
Latam				0,22	0,01	0,03	0,26

\* PIB EEUU: del 2% en 2002 al 3,2% en 2003; PIB Japón: del -0,8% en 2002 al 1% en 2003  
PIB UEM: del 1,3% en 2002 al 2,3% 2003  
Fuente: BBVA

Un segundo problema a considerar son los factores políticos y sociales. En Brasil se está produciendo la tradicional volatilidad financiera asociada a los años electorales. Sin embargo, la dinámica y la peculiar composición de su deuda pública, muy dependiente de la evolución de los tipos de interés y del tipo de cambio, han provocado que el mercado cada vez se centre más en el problema de la sostenibilidad de su deuda pública. Por ello, es necesario que los contendientes en la campaña electoral manden mensajes claros y tranquilizadores respecto a su programa económico. Si exceptuamos entre los grandes países de la región a Chile y México, es claro el impacto que tiene la delicada situación política sobre la actividad económica de todos los países, vía fundamentalmente el deterioro en las expectativas y en los planes de inversión privados. Una consecuencia de esta debilidad económica es el creciente rechazo social que se comienza a observar en pequeños países de la región respecto al proceso privatizador. Ello ha provocado que en Perú se haya tenido que suspender la venta de dos empresas eléctricas, en Paraguay se haya derogado la Ley de Privatizaciones y Ecuador se encuentre con problemas en la privatización parcial del sector eléctrico.

## 6. Mercados

### Tipos de Interés

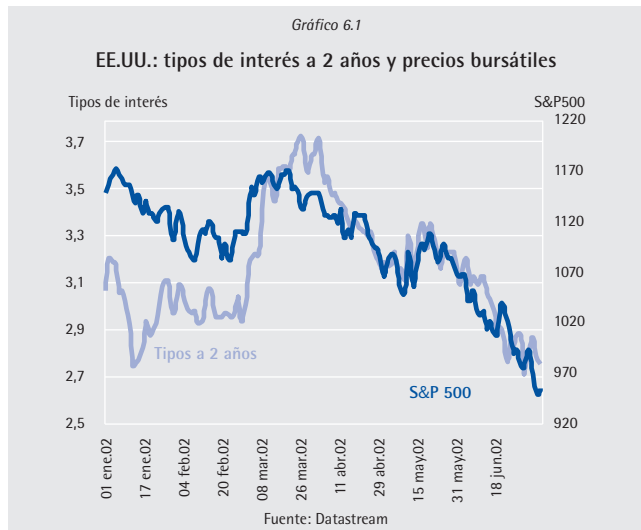
Los datos macroeconómicos, que parecen confirmar la recuperación de la actividad mundial, sobre todo en el caso de la economía estadounidense, contrastan con la negativa evolución de los mercados financieros. El pesimismo se ha adueñado de los inversores, que han hecho caso omiso de las noticias positivas sobre la actividad. Las pérdidas acumuladas en los precios bursátiles, próximas al 25% en el caso del Nasdaq, los tipos a diez años por debajo del 5%, cuando en febrero alcanzaron el 5,4%, y el dólar debilitándose respecto a las principales divisas, son el principal reflejo de la creciente aversión al riesgo presente en los mercados internacionales.

#### Bolsas, la recuperación que no fue

Superadas las incertidumbres de principios de año, generadas por el descubrimiento de irregularidades en las prácticas contables de las empresas (caso Enron) y los efectos de los atentados terroristas, parecía que el optimismo había regresado por fin a los inversores internacionales. Varias noticias positivas sobre la economía de EE.UU. fueron el detonante. No obstante, dicha recuperación no se materializó y, desde el mes de marzo, los precios bursátiles han vuelto a reducirse hasta alcanzar nuevos mínimos del año. De hecho, el Nasdaq se sitúa próximo a niveles no vistos desde el mes de septiembre, después de los atentados terroristas del 11-s. Generalmente, los precios bursátiles anticipan la recuperación de la actividad, pero ahora se ha producido una pérdida de correlación entre la evolución de los mercados y las expectativas de actividad. Varios factores pueden explicar este hecho.

Las dudas sobre la fiabilidad de las prácticas contables de las compañías de EE.UU. han seguido afectando negativamente a las cotizaciones. El segundo operador de larga distancia en EE.UU., WorldCom, ha generado el último escándalo al reconocer haber sobreestimado los beneficios en unos 4 mM de dólares. Esto, además, se añade a las débiles expectativas de beneficios de las empresas. El fuerte crecimiento de la productividad no parece haberse traducido como se esperaba en unos mayores beneficios empresariales (véase recuadro "EE.UU.: beneficios empresariales, márgenes y productividad"). Además, hay, de nuevo, dudas sobre las valoraciones, en la medida en que se ponen en duda las ganancias de productividad. Las incertidumbres políticas en países emergentes, las tensiones bélicas en Oriente Medio, el temor ante un nuevo ataque terrorista o las últimas medidas proteccionistas acordadas en EE.UU., son otros de los factores que menoscaban la confianza de los inversores.

Con todo, las caídas bursátiles no se han producido sólo en EE.UU., sino también en Europa y en Japón, aunque en



este caso en menor medida. Y es que las dudas sobre la recuperación de la actividad son generalizadas y se teme que la posibilidad de una recuperación frustrada en EE.UU. lastre el crecimiento del resto de economías, especialmente en un entorno de debilidad del dólar y, en consecuencia, de fortaleza del euro y del yen.

En la medida en que continúen las caídas bursátiles y se deterioren las expectativas de beneficios aumentará el riesgo de que ello acabe afectando negativamente al consumo y a la inversión, lo que retrasaría aún más la recuperación de la actividad. Pero pese a todo, los fundamentos económicos siguen siendo favorables y si se analizan los últimos datos conocidos no se percibe un deterioro de los datos de actividad. Además, se mantiene la confianza en la capacidad de actuación de la Reserva Federal, lo que representa un soporte adicional. En consecuencia, es previsible que las incertidumbres presentes en los mercados vayan disipándose y que el tono pesimista de los inversores mejore, recuperando de nuevo la confianza en la capacidad productiva de la economía de EE.UU.

#### Rentabilidades a la baja en todos los plazos

El elevado grado de aversión al riesgo existente ha provocado un efecto refugio en los activos de renta fija que ha presionado a la baja las rentabilidades de la deuda en todos los plazos. En EE.UU. este efecto se ha producido con mayor intensidad.

Respecto al tramo corto de la curva, las dudas sobre las perspectivas económicas han provocado un importante deterioro de las expectativas de subidas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal. Así, en marzo, los futuros sobre tipos de interés a tres meses, descontaban subidas de casi 200 puntos básicos en los Fed Funds para finales de 2002. Esto es, que estos se situarían próximos al 3,75%. No obstante, actualmente, apenas se esboza la posibilidad de que se produzca una única subida de 25 pb. En este contexto, no parece que la Reserva Federal tenga

prisa por iniciar el ciclo de subidas de tipos de interés y lo más probable es que éstas no se produzcan hasta finales de año. Con todo, el tramo corto presenta escaso valor en precio. A finales de año, las perspectivas apuntan hacia unos tipos a tres meses próximos al 2,5%, poco más de medio punto por encima del nivel actual.

La caída de las rentabilidades también ha sido notable en los tramos medios. La rentabilidad a 2 años, tras el aumento observado en marzo, cuando alcanzó el 3,7%, ha vuelto a situarse en mínimos desde principios de año, alrededor del 2,7%. Con ello, el diferencial entre los tipos a tres meses y a dos años se ha mantenido en un rango elevado desde principios de año. Actualmente, se sitúa alrededor de los 100 pb.

Por otra parte, en la UEM, también se han moderado las expectativas de subidas de tipos de interés por parte del BCE, aunque lo han hecho en menor medida que en EE.UU. y, en parte, por motivos distintos. Los aumentos de tipos de interés descontados se han reducido en unos 50-75 pb. En estos momentos, el mercado descuenta como mucho una única subida de 25 pb de los tipos oficiales hasta el 3,50% a finales de año. Gran parte de esta corrección es debida a la fuerte apreciación del euro que, con este movimiento, ha corregido la relación de las condiciones monetarias de los últimos meses.

**La huida a la calidad**

El elevado grado de aversión al riesgo también ha tenido su reflejo en el aumento del spread de crédito entre la deuda pública y los bonos corporativos. Este efecto ha tenido su mayor impacto en los bonos de alto rendimiento y baja calidad crediticia, pero también se ha observado un aumento de la prima en el caso de la deuda corporativa AAA. El efecto refugio, que ha provocado una disminución de las rentabilidades de la deuda pública, ha sido el principal determinante de la evolución de la renta fija.

En el largo plazo, los tipos a 10 años en EE.UU., que en marzo habían alcanzado el 5,4%, máximo desde mediados

de 2001, se han reducido hasta alcanzar niveles no vistos desde finales del año pasado. Las salidas de capital de los activos bursátiles, junto con la búsqueda de activos más seguros por la inestabilidad existente en otros países como Brasil, han situado las rentabilidades en el 4,7% en el caso de la deuda estadounidense. La deuda europea, por su parte, arrastrada por la evolución de la de EE.UU., ha reducido sus rentabilidades hasta el 4,9%, manteniendo un diferencial positivo con EE.UU.

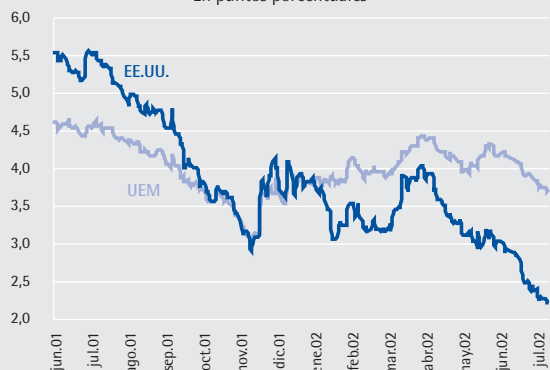
De este modo, los mercados han obviado el importante deterioro de las cuentas públicas que se ha producido tanto en EE.UU. como en Europa. En EE.UU., el aumento del gasto comporta una revisión al alza de las previsiones de déficit público para 2002 y 2003. Así, el déficit estará próximo al 1% del PIB este año, tras el superávit del 1,3% de 2001. De hecho, es necesario ampliar el límite de emisión de deuda antes de julio para poder cumplir con el pago de obligaciones de la Administración. En Europa, la situación fiscal se ha deteriorado en países como Alemania o Francia.

En el corto plazo, y en la medida en que se mantengan las incertidumbres, el efecto refugio neutraliza las presiones al alza en rentabilidades de la deuda y lo más probable es que éstas permanezcan bajas durante más tiempo del descontado hace unos meses. No obstante, en cuanto las incertidumbres se disipen, la recuperación cíclica de la actividad, el aumento de las perspectivas de inflación y el deterioro de las cuentas públicas volverán a presionar los tipos a largo al alza. Con todo, el recorrido es limitado. De hecho, un modelo para los tipos a 10 años en EE.UU. predice una senda creciente de los tipos desde finales de año y hasta 2003, pero, en un entorno de presiones inflacionistas moderadas, éstos no alcanzarían niveles del 6%. De este modo, a finales de año el diferencial de tipos largos entre EE.UU. y Europa volvería a ser favorable al primero, aunque en cuantía moderada, unos 10 pb. Ya en 2003, éste se ampliaría en la medida en que se confirmen las mejores perspectivas relativas para la economía estadounidense.

Gráfico 6.2

**Tipos de interés a 3 meses descontados por los futuros para diciembre de 2002**

En puntos porcentuales

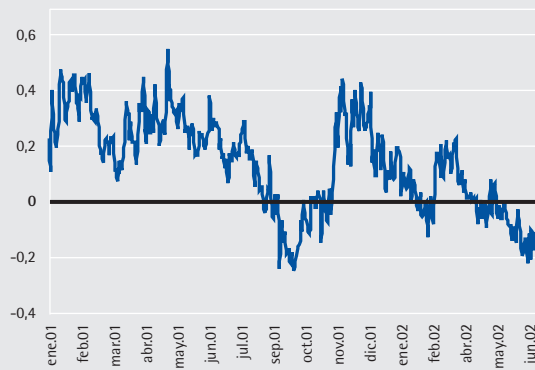


Fuente: Bloomberg

Gráfico 6.3

**Diferencial de tipos a 10 años EE.UU.-Alemania**

En puntos porcentuales



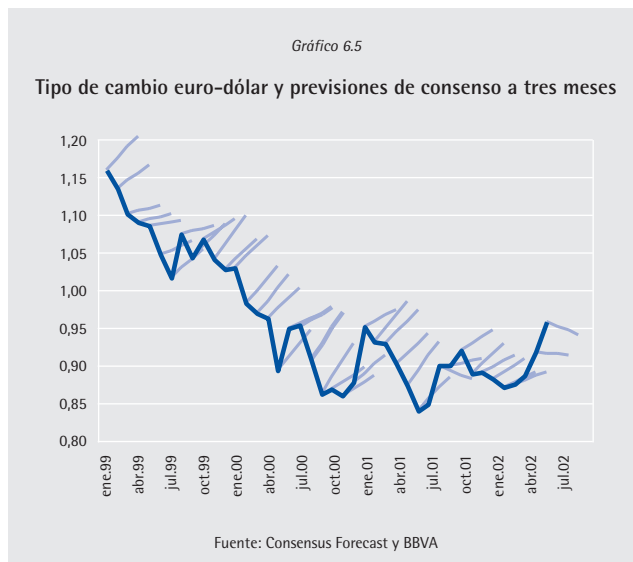
Fuente: Datastream

## Tipos de cambio

### El "blues" del dólar

En los últimos meses se ha intensificado el sentimiento negativo respecto a EE.UU., y en consecuencia, respecto al dólar. La divisa estadounidense ha experimentado una depreciación generalizada respecto a las principales divisas, depreciándose más de un 8% en términos efectivos nominales. Sorprende la intensidad y la rapidez del movimiento, que se ha acentuado en las últimas semanas, y que ha llevado a que el tipo de cambio efectivo nominal se sitúe en tan sólo tres meses en niveles de principios de 2001.

La cotización del dólar está siendo, así, reflejo de la pérdida de confianza en la economía estadounidense consecuencia de todas las dudas existentes sobre la recuperación de la actividad económica. En concreto, se descuenta la posibilidad de que la economía haya entrado en un círculo vicioso. El conocimiento de nuevas irregularidades contables en las empresas estadounidenses ha vuelto a elevar el grado de aversión al riesgo y ha deteriorado las ya bajas perspectivas de beneficios. El temor a que estos casos sean generalizados y a que se pueda poner en peligro la estabilidad financiera del sistema está pesando sobre los precios bursátiles, que siguen descendiendo. Se incrementan así las dudas sobre la recuperación de la actividad económica, lo que comporta un retraso en las subidas esperadas de tipos de interés. Todo ello, junto con el temor ante posibles conflictos bélicos o nuevos ataques terroristas, ha provocado un cambio de destino de los flujos de inversión hacia activos no denominados en dólares. La preocupación por la sostenibilidad del déficit por cuenta corriente vuelve a escena y se empieza a descontar una depreciación continuada del dólar como la única forma de ajustar el continuado déficit



corriente, que se ha mantenido en el 3,9% del PIB pese a la recesión económica<sup>1</sup>.

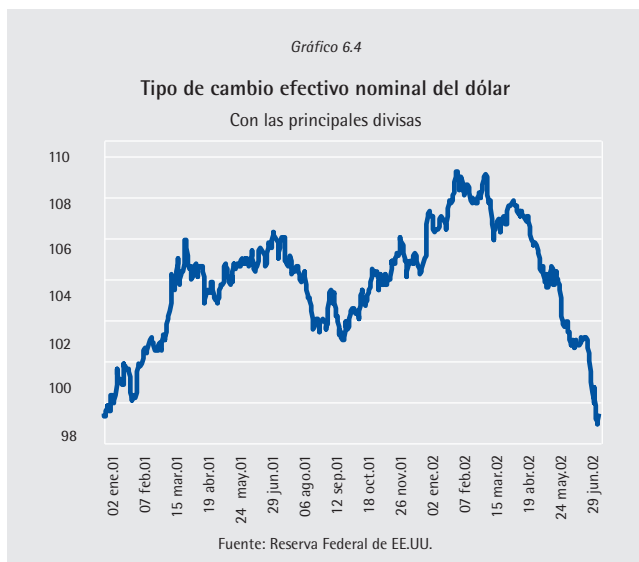
### Euro, próximo a la paridad

Una de las divisas que se ha beneficiado de la debilidad del dólar ha sido el euro, que se ha situado prácticamente en la paridad con la divisa estadounidense, algo que no se observaba desde principios del año 2000.

El movimiento al alza del euro ha superado todas las expectativas, no sólo en magnitud sino también en intensidad. El gráfico 6.2. muestra como, continuamente, el consenso de analistas ha estado prediciendo una apreciación de la divisa europea que luego no se ha materializado. En los últimos meses esta apreciación se ha producido, pero en una magnitud superior a la que se esperaba.

Los datos de flujos de capital reflejan el cambio de sentimiento de los inversores internacionales respecto a los activos denominados en dólares. Esto es cierto, sobre todo, en el caso de los inversores europeos, cuyo interés por los activos estadounidenses ha disminuido considerablemente. De hecho, en los cuatro primeros meses de este año, las entradas de capital a EE.UU. provenientes de la UEM apenas han sido el 30% de las observadas durante el mismo período del año pasado.

A corto plazo, parece difícil que se produzca un cambio de sentimiento que permita modificar la tendencia apreciadora de la divisa europea. El goteo de noticias que aluden a problemas contables de las empresas estadounidenses no ayuda a disipar las incertidumbres sobre la recuperación económica. No obstante, la apreciación del euro no responde a una mejora de las condiciones económicas y financieras de la economía europea, sino a un deterioro de las perspectivas de la economía de EE.UU. y al elevado



<sup>1</sup> Véase recuadro "El dólar y la balanza por cuenta corriente".

grado de aversión al riesgo existente en los mercados respecto a los activos denominados en dólares. Así, una apreciación adicional de la divisa europea requeriría el mantenimiento de este sentimiento negativo respecto a EE.UU. y unas mejores perspectivas para Europa. A medio plazo, es más probable que el euro se deprecie respecto a su nivel actual.

Las previsiones obtenidas a partir de un modelo del dólar-euro apuntan en esta dirección. En el corto plazo, varios factores pueden seguir presionando al dólar a la baja. Entre ellos, el mantenimiento de un diferencial de tipos de interés favorable a la economía europea, tras las menores subidas de tipos de interés esperadas en EE.UU., y las incertidumbres todavía existentes. A medio plazo, una vez superadas dichas incertidumbres, y confirmada la recuperación de la actividad en EE.UU., los factores presionarán al alza al dólar. Así, el mayor crecimiento de la productividad de la economía estadounidense respecto a la economía europea, junto con una recuperación del diferencial de tipos a largo plazo favorable permitiría una corrección de los niveles del dólar al alza.

En resumen, lo más probable es que en el corto plazo la divisa europea se mantenga en los niveles actuales. Hacia finales de este año, la superación de las incertidumbres podría situar al euro en niveles más cercanos al 0,95. En 2003, la recuperación de la confianza en EE.UU. situaría a la divisa europea en niveles más próximos a 0,90 a finales de año.

Con todo, permanece el riesgo de que no se recupere la confianza en la capacidad de EE.UU. de generar un mayor crecimiento y que la continuación de las caídas bursátiles terminen por afectar a los datos macroeconómicos. Con el

fin de determinar qué implicaciones tendría este escenario de riesgo sobre el tipo de cambio se ha realizado un ejercicio con un escenario de riesgo en el que se supone que no se produce una recuperación de la actividad en EE.UU., las ganancias de productividad no se mantienen y el diferencial de rentabilidades no se recupera. En este escenario, el dólar continuaría depreciándose y regresaría a los niveles de principios de 1999.

### El yen, intervenido

La debilidad del dólar también ha tenido sus efectos sobre el yen. La divisa nipona, tras situarse próxima a los 135 yenes por dólar en los tres primeros meses del año, ha estado apreciándose de forma continuada en contra de lo deseado por las autoridades monetarias japonesas. Y es que la apreciación del yen, que se sitúa en niveles de 120 y/\$, es vista como un freno al dinamismo de las exportaciones, y en consecuencia, a la incipiente recuperación de la actividad en Japón.

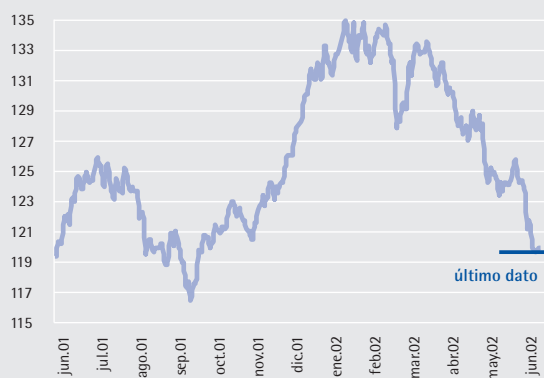
En este sentido, las autoridades monetarias han realizado varias intervenciones en el mercado cambiario con el objetivo de situar la divisa en niveles de 125 yenes por dólar, una cotización próxima a las previsiones de los planes de muchas empresas exportadoras. Las primeras intervenciones realizadas cuando la divisa alcanzó niveles de 123 sólo consiguieron frenar la apreciación momentáneamente. La intensificación de la debilidad del dólar provocó que dichas intervenciones no resultasen efectivas, con lo que el yen se apreció hacia los 120 yenes por dólar.

La efectividad de las intervenciones en los mercados de divisas depende de varios factores. Desde 1991 se identifican unas 200 intervenciones en Japón, cuya efectividad se puede considerar elevada en la segunda mitad de los noventa. Generalmente, lo que se consigue es frenar la apreciación más que depreciar la divisa. No obstante, la efectividad ha sido mayor cuando se ha contado con ayuda externa. De hecho, la última intervención ha sido conjunta.

En este sentido, tras las últimas intervenciones concertadas con otros bancos centrales, parece que el yen ha encontrado soporte en los niveles de 120. De todos modos, el éxito de dichas intervenciones permanece sujeto a la resolución de las incertidumbres de la economía de EE.UU. En cuanto éstas se disipen el yen podría recuperar niveles más próximos a los 125 yenes por dólar que permitan sostener la mejoría del sector exterior y en consecuencia, no resulten un freno al crecimiento de la economía japonesa.

Gráfico 6.6

#### Tipo de cambio yen-dólar



Fuente: Datastream

## Materias primas

El precio del petróleo llegó a alcanzar, en el mes de mayo, niveles próximos a los 27 dólares el barril de Brent, afectado por las restricciones de la oferta, así como por la elevada incertidumbre existente en los mercados ante las posibles consecuencias de un conflicto bélico en Oriente Próximo. No obstante, en los últimos meses, el descenso de la prima de riesgo en el precio y las dudas sobre la recuperación de la actividad económica han mantenido el precio en niveles más próximos a los 25\$/barril. El descenso del precio de la energía ha compensado así parte del aumento observado en el precio de los metales, lo que ha supuesto que en conjunto, el precio de las materias primas se haya mantenido relativamente estable en el último mes.

### Metales: la depreciación del dólar hace relucir al oro

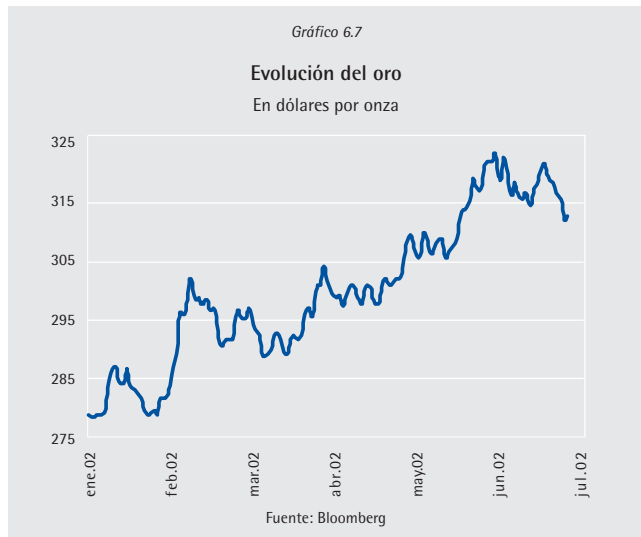
La evolución del precio de los metales no se ha visto afectada por las incertidumbres que permanecen en los mercados sobre la intensidad de la recuperación de EE.UU. Así, el precio del cobre se sitúa próximo a los 75 centavos de dólar, máximos del último año. La reducción de inventarios, y la depreciación del dólar, que ha generado nuevas compras, han impulsado el precio al alza.

Con todo, el oro es el metal que claramente se está beneficiando de la debilidad de la divisa estadounidense. El precio del oro se ha llegado a situar en niveles máximos de los últimos cinco años. En concreto, en el mes de junio éste ha alcanzado una media de 321 dólares por onza, lo que contrasta con los mínimos de principios del año pasado, cuando apenas superaba los 263 \$/onza. El elevado grado de aversión al riesgo en los mercados y la continuada caída de los precios bursátiles, que no sólo se ha producido en EE.UU., sino que ha sido generalizada, han provocado un fuerte efecto refugio en este metal precioso. En la medida en que dichas incertidumbres permanezcan, el precio, permanecerá alto, afectado además por la mayor demanda de oro por parte de los inversores japoneses. En cuanto las incertidumbres se disipan, y se frene la apreciación del euro, la presión sobre el oro se moderará. En este sentido, el recorrido al alza del precio parece limitado y para finales de este año se prevé una reducción del mismo desde los niveles actuales.

### Petróleo, esperando la recuperación de la actividad

La moderación de la prima de riesgo político y el mantenimiento de las incertidumbres sobre la intensidad de la recuperación de la demanda, sobre todo en EE.UU., han situado el precio del petróleo en media en 25\$/b en el último mes.

La reunión extraordinaria de la OPEP de junio se cerró con el acuerdo de mantener la actual cuota de producción (fijada desde enero en 21,7 mb/d) hasta finales del tercer



trimestre, a la espera de que se perciban señales claras de recuperación de la demanda de crudo. El mantenimiento de las restricciones de oferta junto con el aumento de la demanda estacional pueden presionar al alza el precio del crudo en el tercer trimestre. Con todo, ello se vería compensado con el aumento de la producción por parte de los países no-OPEP. De hecho, Rusia y Noruega ya han anunciado que abandonan los recortes que estaban haciendo desde principios de año. En concreto, se espera que Rusia, el segundo exportador de petróleo, aumente su producción en 150 mil barriles diarios respecto al segundo trimestre. Además, en este contexto, aumentan los incentivos para los países OPEP de no cumplir con las cuotas establecidas. Actualmente, la OPEP (excluido Irak) produce una media de unos 1,4 mill. b/d por encima de la cuota. En este sentido, la evolución final del precio del barril de Brent estará muy condicionada por la recuperación de la demanda de crudo por parte de los países industrializados. Actualmente, se prevé que en el conjunto del año la demanda crezca un 0,6% respecto a 2001, unos 460 miles de b/d. Con todo, se espera que el precio del barril de Brent se mantenga relativamente estable y podría finalizar el año próximo a los 24\$/b. Para 2003, pese a la mayor demanda, la relajación de las cuotas lo llevaría a 23\$/b a finales de año.

**Cuadro 6.1. Materias Primas. Previsiones anuales**

Datos en promedio anual

	2000	2001	2002	2003
Índice BBVA-MAP LATAM	106	95	92	93
Petróleo Brent (\$/b)	28	25	24	24
Cobre (¢/lb)	82	72	73	79
Café (¢/lb)	102	73	66	73
Soja (¢/bush)	481	448	467	465
Oro (\$/onza)	279	271	303	289

Fuente: BBVA

## El dólar y la balanza por cuenta corriente

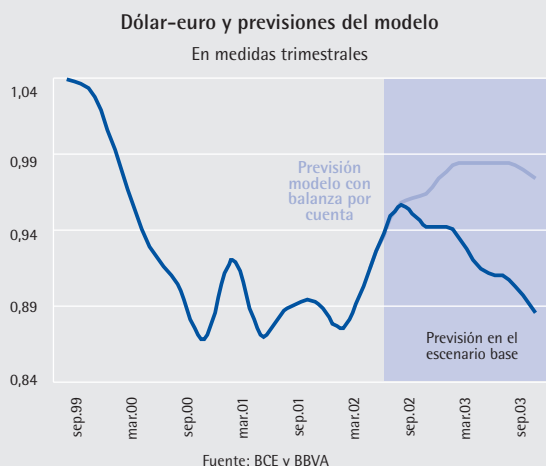
En los últimos meses el dólar se ha depreciado de forma generalizada respecto a las principales divisas. En términos efectivos reales, esta depreciación ha sido de un 6% desde el mes de febrero hasta el mes de julio. El principal factor que explica este comportamiento son las dudas sobre la marcha de la economía norteamericana y, en particular, la incertidumbre sobre la evolución de los beneficios de las empresas y los problemas contables detectados en algunas grandes empresas en los últimos meses, con casos como Enron y más recientemente Worldcom y Merck. Estas incertidumbres de carácter microeconómico se han visto reflejadas en el mal comportamiento de los mercados financieros y, de mantenerse, podrían llegar a tener un impacto negativo sobre las variables macroeconómicas, que hasta ahora han mostrado signos de recuperación. En este contexto, los inversores internacionales podrían perder su confianza en la economía norteamericana, lo cual provocaría salidas de fondos de EE.UU. De producirse esta situación, lo haría en un momento especialmente difícil, tanto por la magnitud del déficit por cuenta corriente, que se mantiene en niveles históricamente elevados, como por su financiación, en cuya composición se ha observado una clara reducción de la inversión extranjera directa y un aumento de la inversión de cartera, que por su naturaleza tiene un carácter mucho más volátil que la primera.

La balanza por cuenta corriente en EE.UU. estuvo equilibrada por última vez tras la recesión de principios de los noventa y, a partir de 1992, el déficit empezó a ampliarse, acentuando el ritmo a partir de 1998. Así, en 2000, éste llegó a alcanzar el 4% del PIB. La confianza de los inversores extranjeros en la economía estadounidense y su capacidad de generar rentabilidades mayores permitían la financiación de dicho déficit sin problemas, mientras el dólar permanecía fuerte. No obstante, tras la recesión de 2001, éste apenas se ha corregido y se mantiene en el 3,9%. De hecho, lejos de ajustarse, las perspectivas apuntan a que podría ampliarse hasta el 4,5% en 2002.

De esta forma, el déficit por cuenta corriente puede reflejar el riesgo que pesa sobre la divisa. Para analizar esta cuestión se ha utilizado un modelo econométrico para el dólar-euro<sup>1</sup>. Actualmente, dicho modelo, suponiendo una recuperación de la economía estadounidense y una ampliación del diferencial de rentabilidades favorable a esta economía, predice una senda estable para el euro hasta finales de año, con una ligera depreciación del mismo a finales de 2003. Con el objetivo de recoger el impacto de los movimientos de capital sobre la divisa, hemos reestimado el modelo incorporando el diferencial de balanzas por cuenta corriente de EE.UU. y la UEM, y los cambios en el índice bursátil Dow Jones, expresado en términos reales, como variables explicativas del tipo de cambio. Se asume que la balanza por cuenta corriente de EE.UU. alcanza este año un déficit del 4,5% del PIB en media y un 3,5% en 2003, mientras que la de la UEM, tras situarse este año en un superávit del 0,1%, se reduce hasta alcanzar un déficit de tan sólo el 0,3% del PIB. La inclusión de estas variables en el modelo presiona al alza la previsión de la divisa europea, que se mantendría próxima a la paridad con el dólar durante 2003.

Ahora bien, este es un análisis parcial, ya que históricamente se observa que el ajuste de la balanza corriente y la depreciación de la divisa se producen de manera simultánea. Así, un estudio de la Reserva Federal<sup>2</sup> analiza lo que ha sucedido históricamente en 25 episodios de corrección de déficit corrientes en países industrializados. Pese a que se trata de un análisis que no tiene en cuenta las características particulares de cada economía, las principales conclusiones son las siguientes. En media, se observa que un ajuste típico del déficit, que suele durar unos tres o cuatro años, tiene lugar cuando éste ha estado ampliándose durante unos cuatro años y ha alcanzado niveles del 5% del PIB. El ajuste comporta una depreciación del tipo de cambio real del 10 al 20%, junto con una moderación del crecimiento de la renta real durante un período de unos tres años. Respecto al momento en que se inicia el proceso de depreciación, se observa que éste suele comenzar un año antes de que el déficit corriente alcance el máximo, y continúa durante unos tres años más, con una depreciación total del 20%. Esto es debido a que se produce un efecto "Curva-J" sobre el déficit, es decir, al principio se encarecen las importaciones y después se produce el aumento de las exportaciones<sup>3</sup>.

¿Podría producirse ahora un episodio de corrección del déficit corriente y de ajuste del dólar? Cabe recordar que el déficit corriente de EE.UU. ha sido el resultado de una mayor rentabilidad de la economía estadounidense respecto al resto del mundo. Esta rentabilidad derivaba de unas mayores ganancias de productividad de los últimos años. Al contrario que en anteriores ocasiones, el déficit ha sido el resultado de unos niveles de inversión mayores en términos de PIB y no de los niveles de ahorro en mínimos, lo cual requeriría una corrección. Lo más probable es que en el corto plazo el tipo de cambio del dólar se mantenga depreciado, a la espera de señales claras de recuperación de la economía estadounidense. Sin embargo, en el medio plazo las favorables expectativas de crecimiento de la productividad deberían devolver la confianza en la economía de EE.UU., y permitir sostener el déficit corriente. Entonces, la tendencia apreciadora del euro se corregirá, en especial si se mantiene el diferencial de crecimiento de la productividad favorable a EE.UU.



<sup>1</sup> Véase Ledo, M. y Taguas, D. (2001): "Un modelo para el dólar-euro", documento de trabajo, Servicio de Estudios BBVA.

<sup>2</sup> Véase, L. Freud, Caroline (2000), "Current Account Adjustment in Industrialized Countries", International Finance Discussion Papers, N° 692, Board of Governors of the Federal Reserve System.

<sup>3</sup> De hecho, esto es lo que se observó en EE.UU., en el período 1985-87, cuando el tipo de cambio real se depreció un 27% mientras el déficit corriente siguió ampliándose durante el período.

# El papel del ciclo económico en la política monetaria y fiscal

Mayte Ledo y Miguel Sebastián<sup>1</sup>

## 1. Introducción

Los países industrializados experimentaron una desaceleración simultánea en 2001. Como respuesta, la Reserva Federal de EE.UU. redujo agresivamente sus tipos de interés, y la mayor parte del resto de los bancos centrales relajaron su política monetaria, aunque lo hicieron a un ritmo más lento y en menor magnitud que EE.UU. Es posible que este comportamiento de las autoridades monetarias revele un cambio en sus preferencias en un contexto de inflación baja y estable y de notable incertidumbre sobre la actividad. En particular, tras haber alcanzado un notable éxito en el control de la inflación, es probable que haya aumentado la ponderación que asignan al output en su función de reacción. La cuestión que se plantea en este sentido es si realmente se trata de un cambio de preferencias y, en este caso, si dicho cambio es transitorio o permanente, esto es, si ante un deterioro de las expectativas de inflación, los bancos centrales volverían a dar un mayor peso relativo de la inflación.

Junto a las cuestiones sobre las preferencias de los bancos centrales, también ha resurgido el debate sobre la utilización discrecional de la política fiscal como instrumento contracíclico. El comportamiento de las autoridades fiscales ha sido muy diferente. En EE.UU., las devoluciones de impuestos en junio de 2001 y el aumento del gasto público tras los atentados del 11 de septiembre mostraron que la consolidación fiscal de la segunda mitad de los noventa permitía el uso de medidas contracíclicas en caso de necesidad. En el caso de la UEM, la desaceleración económica coincidió con procesos electorales en varios países. En este contexto, el debate que se planteó fue si el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) supone una restricción a la adopción de medidas fiscales contracíclicas y debe ser modificado<sup>2</sup>.

El objetivo de este artículo es analizar la reciente reacción de las políticas de demanda ante la situación cíclica de las principales áreas económicas. Su estructura es la siguiente. En la sección 2 se cuestiona el posible cambio de preferencias de los bancos centrales estadounidense y europeo. Las diferencias en el comportamiento de la política fiscal entre EE.UU. y la UEM se estudian en la sección 3. Las conclusiones se recogen en la sección 4.

## 2. ¿Han cambiado las preferencias de los bancos centrales?

Con el objetivo de analizar si los bancos centrales han desviado su énfasis hacia la estabilización del output en el último año, hemos analizado su comportamiento a través de la estimación de una regla monetaria. Siguiendo el trabajo original de Taylor (1993), los tipos de interés,  $i_t^*$ , se descomponen en tres términos: la suma de un tipo de interés real de equilibrio y la inflación objetivo ( $r^* + \pi^*$ ), las desviaciones de la inflación observada de su objetivo ( $\pi_t - \pi^*$ ), y las desviaciones del output de su tendencia ( $y_t - y^*$ ). De esta forma se obtiene:

$$i_t^* = r^* + \pi^* + \alpha (y_t - y^*) + \beta (\pi_t - \pi^*) \quad (1)$$

donde  $\alpha$  y  $\beta$  recogen las ponderaciones que las desviaciones de la inflación y de la actividad tienen en la función de reacción de los bancos centrales. En los últimos años, este tipo de regla se ha extendido en dos direcciones. Por un lado, se han incluido expectativas de inflación y de actividad futuras, lo que ha llevado a estimar reglas *forward-looking*. Por otro, dado que las autoridades monetarias tienden a ajustar gradualmente sus tipos de interés al nivel objetivo, se suaviza la senda de tipos, incorporando el tipo de interés retardado. Se obtiene así:

$$\dot{i}_t = \rho \dot{i}_{t-1} + (1 - \rho) (r^* + \pi^* + \alpha E(y_{t+k} - y^*) + \beta E(\pi_{t+j} - \pi^*)) \quad (2)$$

donde  $E$  es el operador de expectativas,  $\rho$  es el parámetro de suavización y  $k$  y  $j$  son los horizontes de previsión del output y de la inflación, respectivamente.

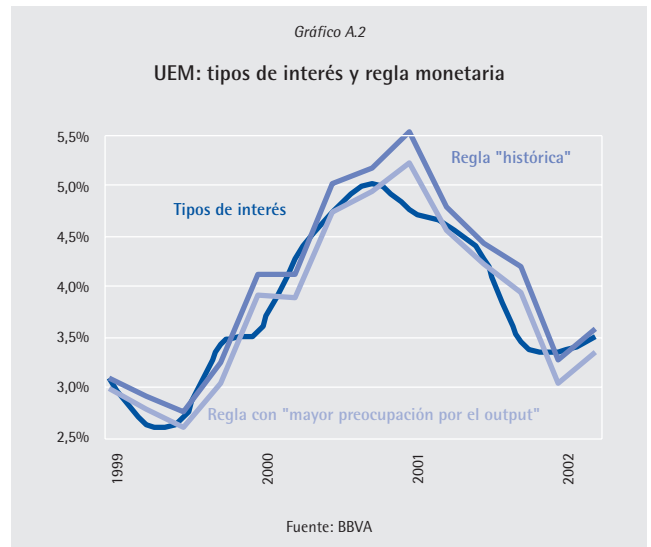
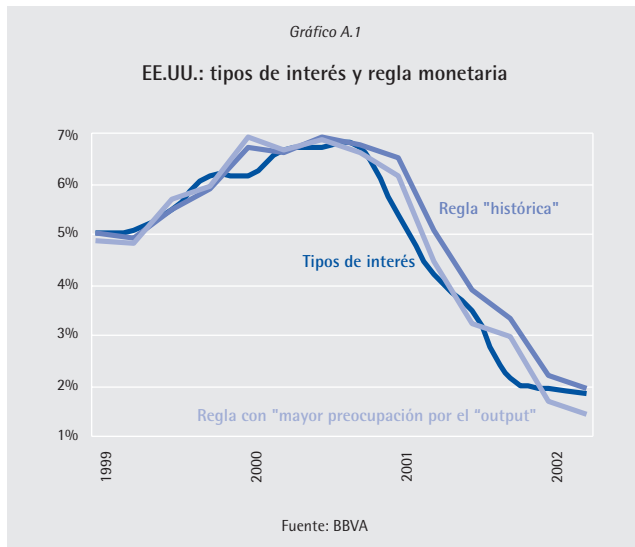
La estimación de la ecuación (2), con datos trimestrales<sup>3</sup> muestra algunos resultados interesantes. En primer lugar, la suma  $r^* + \pi^*$  es 5% para EE.UU. y 4,3% para la UEM. Asumiendo el mismo objetivo de inflación, un 2% en ambos casos, los tipos reales son más altos en EE.UU., lo cual es coherente con un mayor crecimiento potencial. En segundo lugar, las desviaciones de la inflación de su objetivo y del output de su tendencia tienen un peso similar en la función de reacción de la Reserva Federal (1,9 y 1,7, respectivamente), pero no en la UEM, donde el peso de las desviaciones de inflación duplica al del output (los parámetros son 2 y 1, respectivamente). Ello parece consistente con el mandato explícito de estabilidad de precios del BCE.

Los gráficos A1 y A2 muestran que, aunque estas reglas, que denominamos "históricas", ajustan bastante bien el

<sup>1</sup> Servicio de Estudios del BBVA. Resumen del artículo presentado en la reunión anual de la ICCBE (International Conference of Commercial Banks Economists) celebrada en París los días 27-31 de mayo.

<sup>2</sup> Véase, por ejemplo, Wyplosz (2002).

<sup>3</sup> La estimación se ha realizado siguiendo la metodología descrita en Doménech *et al* (2002).



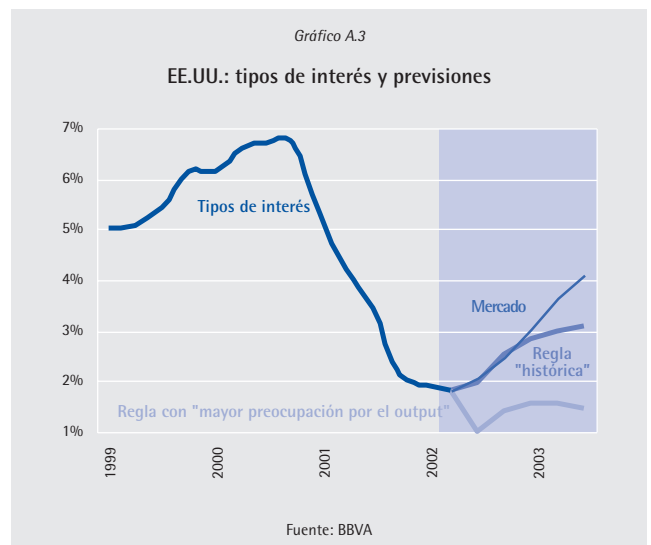
comportamiento de los tipos de interés, parecen situarse por encima de los tipos observados en 2001 (y en la segunda mitad de 2000 en la UEM).

Una posible explicación a esta divergencia es que los bancos centrales han cambiado el peso relativo que asigna a las desviaciones de la actividad en su función de reacción durante 2001. Ello vendría justificado por diversos factores. En primer lugar, por el hecho de que se había alcanzado un grado importante de estabilización de los precios. Desde los años noventa, la credibilidad de los bancos centrales, la disciplina fiscal y la creciente competencia en el mercado de bienes y factores han permitido estabilizar la inflación en niveles bajos, dando margen para aumentar la preocupación por la actividad. En segundo lugar, por la notable incertidumbre sobre las previsiones de actividad durante 2001. Por último, por la posibilidad de que existan asimetrías en la política monetaria. Esto es, los bancos centrales tienen en cuenta que esta política es más efectiva en las recesiones que en las expansiones, como señalan Dolado y María-Dolores (2001).

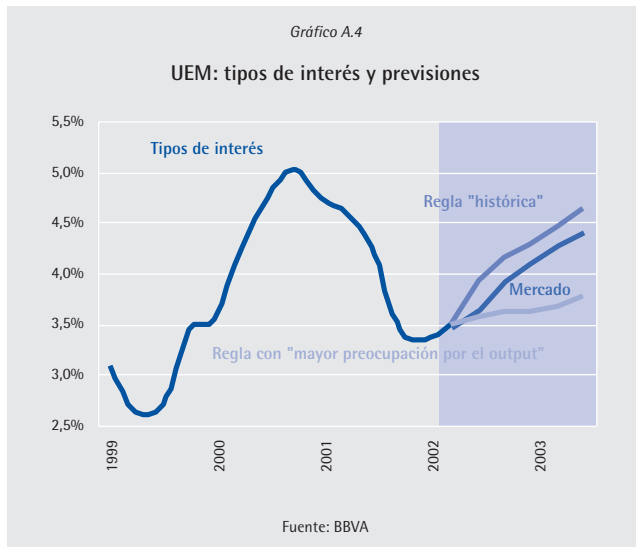
Es posible, por tanto, considerar una regla alternativa, en la que los bancos centrales muestren una mayor preocupación relativa por la actividad<sup>4</sup>. El ajuste mejora cuando en EE.UU. se eleva el coeficiente del output de 1,7 a 3 y se reduce el de la inflación de 1,9 a 1,1. En la UEM, los cambios en los coeficientes son mínimos y afectan solo al coeficiente de la inflación, que disminuye desde 2 a 1,5, mientras que el coeficiente del output no varía.

En los gráficos A1 y A2 se observa que la estimación derivada de estas "reglas con mayor preocupación por el output" podrían incluso explicar relativamente bien el comportamiento de los tipos de interés desde 1998. Algo

que lleva a plantear si este posible cambio en las preferencias de los bancos centrales se reduce sólo a 2001, o si tiene un carácter más duradero. Para el CEPR (2002), el cambio es permanente. Como consecuencia de la estabilización de la inflación, los bancos centrales han tenido margen para aumentar su preocupación por las desviaciones de la actividad desde finales de los años noventa. En este caso, con un cambio permanente de preferencias, no cabría esperar nuevos aumentos de los tipos de interés en los próximos meses, como muestran los gráficos A3 y A4. En EE.UU. se produciría incluso una reducción de los tipos de interés en 2002. Ahora bien, es posible que este cambio sea transitorio, esto es, que los bancos centrales únicamente relajaran su política monetaria en 2001, ante las crecientes incertidumbres sobre la actividad. En este caso, las previsiones para los próximos meses, serían de un aumento de los tipos de interés, a medida que se confirmara la recuperación económica. Existen algunos argumentos para dudar de que el cambio de preferencias sea permanente. En primer lugar, las



<sup>4</sup> Estas reglas se reestiman permitiendo cambios en los coeficientes de las desviaciones de la inflación y del output en los trimestres en los que los tipos se sitúan por debajo de los estimados en la "regla histórica".



expectativas de mercado, de acuerdo con los futuros sobre los tipos de interés a tres meses, descuentan un comportamiento siguiendo una regla "histórica". En segundo lugar, en el caso particular de la UEM, el notable deterioro de las expectativas de inflación en los últimos meses, supone que el BCE debe centrarse en su objetivo prioritario de estabilidad de precios, evitando así un deterioro adicional de las expectativas. De esta forma, tiene un menor margen para preocuparse por las desviaciones de la actividad. Por último, los datos disponibles no son en absoluto suficientes para confirmar un cambio estructural en las preferencias de los bancos centrales.

### 3. ¿Margen para una política fiscal contracíclica?

A diferencia de lo observado en la política monetaria, el comportamiento de la política fiscal no fue homogéneo en 2001. Así, mientras en EE.UU. se adoptaba una política discrecional contracíclica, acentuada tras los atentados del 11 de septiembre, en la UEM, el elevado déficit estructural limitó significativamente el margen de actuación.

Para caracterizar la actuación de las autoridades fiscales en ambas áreas puede utilizarse, de manera análoga al análisis realizado para la política monetaria, una "regla fiscal". Se asume así, que el instrumento de política fiscal, el saldo presupuestario ( $sp$ ), es una función de dos variables: el superávit estructural ( $sp^*$ ) y las desviaciones de la actividad de su tendencia de largo plazo ( $y-y^*$ ), de la forma:

$$sp = sp^* + \lambda^* (y-y^*) + \varepsilon_f \quad (3)$$

donde  $\lambda^*$  es la elasticidad del saldo presupuestario a las desviaciones del output.

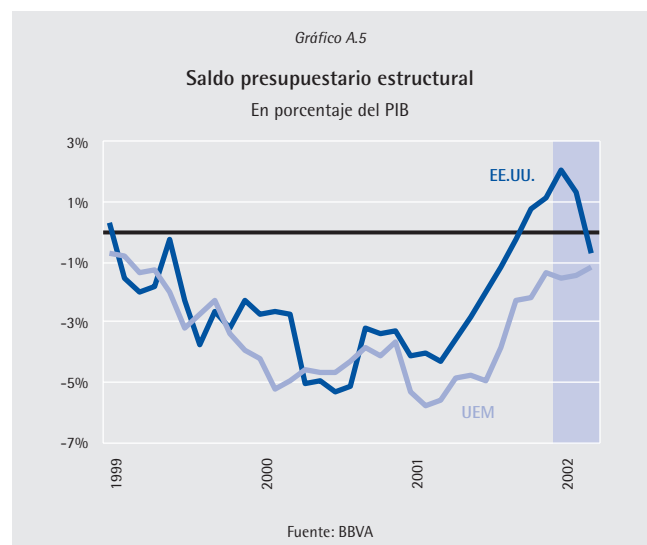
A partir de la ecuación (3) se pueden estimar<sup>5</sup> los componentes cíclico y estructural del saldo presupuestario con datos anuales desde 1970 para EE.UU. y la UEM.

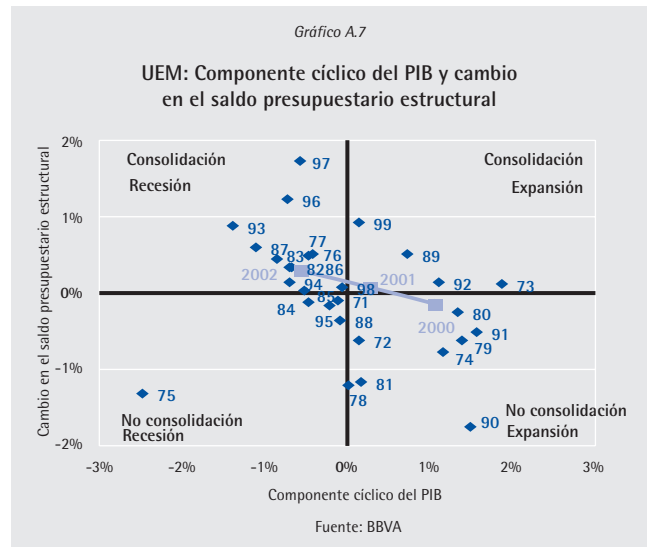
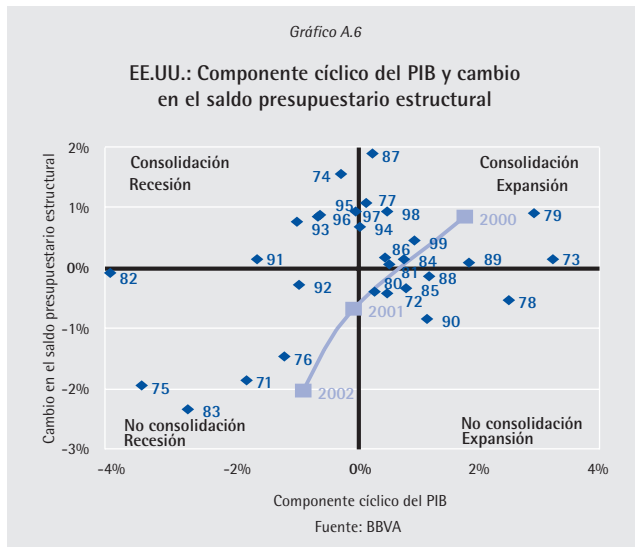
<sup>5</sup> En este caso, la estimación se realiza mediante la utilización de un filtro de Kalman.

En el gráfico A5, se distinguen tres periodos en la evolución del saldo estructural. En el primero, desde los setenta hasta mediados de los años ochenta, se produce un deterioro significativo del saldo estructural en las dos áreas. En EE.UU., el déficit aumentó del 0% del PIB en 1970 al 5% en 1985. En la UEM, desde el 1% del PIB en 1970 al 5% en 1981-82. El segundo periodo, que se extiende hasta los primeros años noventa, se caracteriza por la existencia de déficit elevados y estables. El último periodo que finaliza en 2000, es el de consolidación fiscal. Se trata de los años en los que en EE.UU. se puso en práctica el Acta de Presupuesto Equilibrado y los países europeos se comprometieron a reducir el déficit, primero en el marco de los criterios de convergencia y luego del PEC. Al final de este periodo, los resultados fueron distintos: mientras en EE.UU. se consiguió un superávit estructural próximo al 2% en 2000, en la UEM el déficit estructural se situó en el 1%.

Estimado el déficit estructural, la cuestión básica es determinar si ha existido una relación entre su evolución y la de la actividad. Se asume que hay una política fiscal contracíclica cuando hay cambios en el componente estructural del saldo presupuestario, de forma que se incurra en un déficit estructural en periodos de recesión y en un superávit estructural en momentos de expansión. Si el saldo estructural se mantiene en equilibrio y las variaciones en el saldo presupuestario se derivan únicamente de cambios en su componente cíclico, consideramos que no hay política contracíclica.

Los datos de los últimos años revelan, de acuerdo con el gráfico A6 que recoge la relación entre los cambios en el saldo estructural y el componente cíclico del PIB, que, en EE.UU., la política fiscal ha tenido un carácter contracíclico. Esto significa que en periodos de expansión, el saldo estructural ha mejorado, mientras que sus deterioros más importantes se han producido en recesiones. En concreto, tras un notable avance en la consolidación fiscal a finales





de la década de los noventa, la reducción del saldo estructural en 2001 y 2002 ha supuesto adoptar acciones discrecionales contracíclicas en un período de recesión.

El caso de la UEM es el contrario del de EE.UU. Como se observa en el gráfico A7, un buen número de episodios de consolidación fiscal han tenido lugar en momentos de recesión económica. De forma opuesta, gran parte de los deterioros del saldo estructural han ocurrido en momentos de expansión. Es decir, la política fiscal no ha sido contracíclica, sino más bien procíclica. Ahora, tras una consolidación fiscal insuficiente a finales de la década de los noventa, es posible que este área se vea obligada a reducir su saldo estructural en un momento de desaceleración económica, de nuevo una acción procíclica. ¿Significa esto que el PEC está suponiendo una restricción para la política fiscal por su falta de flexibilidad? En absoluto, el PEC ofrece un margen elevado de actuación. Establece un límite del 3% para el conjunto del déficit, que es más que suficiente para hacer frente a las variaciones del componente cíclico del déficit. De hecho, en la UEM dicho componente no ha sido superior en los últimos treinta años al 1,5% observado en la primera crisis del petróleo. Ahora bien, si en lugar de un saldo estructural equilibrado, como pretende el PEC, se parte de un déficit estructural, el deterioro del déficit por motivos cíclicos, obliga a adoptar medidas discrecionales procíclicas. Pero no se trata de un problema de flexibilidad del PEC, sino de falta de consolidación fiscal estructural en los momentos de bonanza.

#### 4. Conclusiones

La desaceleración económica en 2001 ha suscitado un notable debate sobre el papel que juega el ciclo económico

en las políticas de demanda, monetaria y fiscal. En la política monetaria, los principales bancos centrales parecen haber dado transitoriamente un mayor peso a las desviaciones de la actividad en su función de reacción, en un contexto de inflación baja y estable y de incertidumbres sobre la actividad. A medida que las economías se recuperen, los tipos de interés aumentarán siguiendo una función de reacción histórica, especialmente en la UEM, donde se ha producido un mayor deterioro de las expectativas de inflación. En la política fiscal, las divergencias entre EE.UU. y la UEM en el grado de consolidación de las cuentas públicas alcanzado a finales de los años noventa han dado lugar a que, mientras EE.UU. ha tenido margen para adoptar medidas discrecionales contracíclicas, en Europa, éstas tuvieron un sesgo procíclico, como ha ocurrido en las últimas décadas. Un hecho que muestra la importancia de tener una situación fiscal saneada, más que la necesidad de reformar el PEC.

#### Referencias

- CEPR (2002): "Surviving the slowdown", *Monitoring the European Central Bank*, 4.
- Dolado, J. y R. María-Dolores (2001): "An empirical study of the cyclical effects of monetary policy in Spain (1977-1997)" *Investigaciones Económicas*, 25(1), 3-30.
- Doménech, R., Ledo, M. y D. Taguas (2002): "Some new results on interest rate rules in EMU and in the US", *Journal of Economics and Business*, forthcoming.
- Taylor, J. (1993): "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference on Public Economy*, 39.
- Wyplosz, Ch. (2002) : "Fiscal rules: institutions versus rules", *CEPR working paper* nº 3238.

## Resumen de Previsiones

### Variables macroeconómicas

	PIB (%). En promedio anual				IPC (%). En promedio anual			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
	EE.UU.	4,1	1,2	2,0	3,2	3,4	2,8	1,6
UEM	3,5	1,5	1,0	2,3	2,3	2,5	2,4	2,4
Alemania	3,2	0,7	0,8	2,0	2,0	2,5	1,6	1,8
Francia	4,2	1,8	1,4	2,5	1,7	1,6	1,9	2,0
España	4,1	2,8	1,7	2,5	3,4	3,6	3,6	3,4
Italia	2,9	1,8	1,0	2,2	2,5	2,8	2,6	2,6
Reino Unido <sup>1</sup>	3,1	2,4	1,9	2,8	2,1	2,2	2,3	2,5
Japón	2,2	-0,5	-0,8	1,0	-0,3	-0,7	-0,9	-0,5
Países asiáticos <sup>2</sup>	7,5	5,2	5,8	6,2	1,9	1,9	0,6	2,3
América Latina <sup>3</sup>	4,1	0,4	0,1	3,6	6,8	6,3	9,8	10,3

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
EE.UU.	2,4	1,3	-1,2	-1,2	-4,2	-3,9	-4,0	-3,5
UEM <sup>4</sup>	-0,8	-1,3	-1,8	-1,4	-0,9	0,0	0,1	-0,3
Reino Unido	4,1	0,9	-0,4	-0,7	-1,9	-1,8	-2,4	-2,6
Japón	-9,5	-8,0	-8,5	-8,1	2,5	2,2	3,3	2,5
América Latina	-2,6	-2,4	-2,7	-1,8	-2,3	-2,5	-1,9	-1,7

<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, Mexico, Perú y Venezuela.

<sup>4</sup> Saldo 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			
	jul-02	dic-02	mar-03	jun-03	media jul-02	dic-02	mar-03	jun-03
EE.UU.	1,75	2,25	2,75	3,25	4,70	5,30	5,40	5,50
UEM <sup>6</sup>	3,25	3,50	4,00	4,00	4,90	5,20	5,20	5,20
Reino Unido	4,25	4,75	5,00	5,00	5,00	5,30	5,30	5,30
Japón <sup>7</sup>	0,10	0,10	0,25	0,25	1,30	1,60	1,60	1,60

### Tipos de cambio

	media jul-02	dic-02	mar-03	jun-03
Dólar/Euro	0,99	0,95	0,93	0,92
Libra/Euro	0,64	0,64	0,65	0,65
Yen/Dólar	119	125	125	125

<sup>5</sup> Datos de fin de mes.

<sup>6</sup> Los tipos de interés a 10 años corresponden a Alemania.

<sup>7</sup> Tipo oficial: tipo de descuento.

## OTRAS PUBLICACIONES DEL BBVA



Interesados dirigirse a:

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

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

Depósito Legal: M-31256-2000

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

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

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

**BBVA**