BBVA

Situación Global

Servicio de Estudios

Marzo 2003

La guerra añade incertidumbre
EE.UU., el gasto público no es gratis
UEM, a la espera del BCE
Tipos, unos largos muy cortos
Al dólar le pesa la balanza

Indice

Fecha de cierre: 31 de marzo de 2003

1 Valoración Global 1

Recuadro: "El impacto económico de la guerra" 3

2 Estados Unidos 4

Recuadro: "La productividad de largo plazo en EE.UU." 8

3 Unión Europea 9

Recuadro: "Ampliación de la UEM y correlación cíclica" 13

Recuadro: "Indicadores de actividad para la UEM" 14

Reino Unido 15

4 Asia 16

5 América Latina 18

6 Mercado

Tipos de interés 19

Tipos de cambio 21

Materias primas 23

Recuadro: "Diferenciales de tipos de interés en el mercado de bonos de la UEM" 24

7 Artículos

Los efectos de una disminución de tipos en la UEM 25

Déficit público y tipos de interés a largo plazo en EE.UU. 29

Resumen de previsiones

Han elaborado esta publicación:

David Taguas

Mayte Ledo	34 91 374 40 75	teresa.ledo@grupobbva.com
Sonsoles Castillo	34 91 374 44 32	s.castillo@grupobbva.com
José Félix Izquierdo	34 91 374 42 00	jfelix.izquierd@grupobbva.com
Montserrat Martínez	34 91 374 39 98	montse.martinez@grupobbva.com
Elena Nieto	34 91 537 37 76	enieto@grupobbva.com
Xavier Torres	34 91 537 76 93	vj.torres@grupobbva.com

Con la colaboración de:

Javier Santiso	34 91 374 77 87	javier.santiso@grupobbva.com
Jorge Blázquez	34 91 374 31 22	jorge.blazquez@grupobbva.com
Rafael Doménech		rafael.domenech@uv.es
Angel Melguizo	34 91 374 61 04	angel.melguizo@grupobbva.com

1. Valoración global

Menos crecimiento en 2003

La perspectiva del conflicto bélico en Iraq, cuyo inicio se había venido anunciando desde finales de 2002, ha generado un clima de elevada incertidumbre en los últimos meses, presionando al alza los precios del petróleo y afectando negativamente a los principales índices bursátiles. Todo ello se ha visto reflejado en las caídas de las confianzas de los agentes, y finalmente en unos datos reales cuya evolución ha decepcionado en los primeros meses de 2003.

En este contexto, los indicadores disponibles apuntan a que las principales economías crecerán menos de lo esperado en la primera mitad de 2003 (véase el recuadro "Indicadores de actividad para la UEM"). Esta evolución negativa ha llevado a revisar a la baja las previsiones de crecimiento mundial para el conjunto del año, a pesar de que se mantiene un escenario en el que la incertidumbre se disipa y la actividad se recupera en el segundo semestre. Las perspectivas de crecimiento mundial se sitúan en un 2,9% para 2003, con una recuperación moderada hasta el 3,7% en 2004.

Pero además de las cifras de crecimiento, preocupa la composición del mismo. En EE.UU. se empieza a cuestionar si el incremento del gasto público es excesivo. A la fuerte expansión fiscal de los últimos años se unen, en 2003, los recortes impositivos y los costes de la guerra en Iraq (véase el recuadro "El impacto económico de la guerra"). Todo ello supone una disminución del ahorro público que no se compensa con una subida equivalente del ahorro privado. La consiguiente reducción de la tasa de ahorro presionará al alza los tipos de interés y podría afectar a las expectativas de crecimiento a medio y largo plazo. La contrapartida es el elevado déficit por cuenta corriente, que se sitúa en máximos históricos, próximo al 5% del PIB. Así, en un contexto de moderación del consumo privado y de retraso en la recuperación de la inversión, el consumo público será un soporte importante para la actividad en el corto plazo. Sin embargo, se trata de un crecimiento menos virtuoso, que profundiza en los desequilibrios de la economía estadounidense y que puede limitar el crecimiento económico en los próximos años.

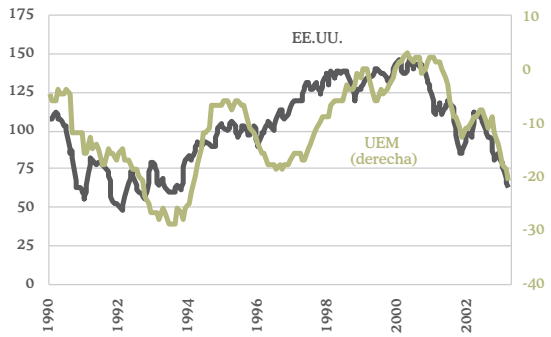
En la UEM, preocupa la capacidad de la demanda interna para tomar el relevo del sector exterior, que en 2002 aportó tres cuartas partes del crecimiento total. En 2003, en un contexto de debilidad de la demanda exterior y con una apreciación adicional del euro, parece difícil que esto se repita. Al contrario de lo que ocurre en EE.UU., el margen de política fiscal es escaso. Muchos países se encuentran cerca del límite del 3% del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), lo que incluso ha llevado a plantear una relajación excepcional del límite de déficit con motivo de la guerra. En este sentido, debe recordarse que el PEC es un mecanismo imperfecto de coordinación de las políticas fiscales nacionales, que resulta necesaria en una unión monetaria. La relajación del PEC podría cuestionar la credibilidad del área en materia fiscal y dificultar el diseño de la política monetaria del BCE. Por lo demás, se abre un período clave para la UEM en el plano institucional, con la discusión sobre la reforma del BCE y la continuación de los procesos elaboración de una Constitución Europea y de ampliación hacia el Este de la UE, que culminará con la incorporación de diez nuevos países en mayo de 2004 (véase el recuadro "Ampliación de la UE y correlación cíclica").

La inflación se mantiene en niveles reducidos en las principales economías. Sin embargo, excepto en el caso de Japón, cuya economía continúa en una espiral de bajo crecimiento e inflación negativa, el temor a la deflación parece injustificado. El aumento de los precios del petróleo presiona al alza los precios de producción y de consumo, y las políticas de demanda siguen teniendo un sesgo notablemente expansivo a lo que hay que añadir, en el caso de EE.UU., la depreciación del dólar. Las previsiones de inflación en 2003 son 2,4% en EE.UU. y

Gráfico 1.1.
Precio del petróleo
Dólares por barril de Brent

Fuente: Bloomberg

Gráfico 1.2.
Confianza de los consumidores



Fuente: Conference Board y Comisión Europea

Cuadro 1.1. Crecimiento del PIB
En tasa interanual

	2001	2002	2003	2004
OCDE	0,8	1,8	1,7	2,5
EE.UU.	0,3	2,4	2,0	3,0
UEM	1,4	0,8	1,0	2,0
Japón	0,4	0,3	0,6	1,0
Países en desarrollo	3,8	4,4	4,6	5,1
Países en transición	5,0	4,0	4,1	4,1
Mundial	2,2	2,9	2,9	3,5

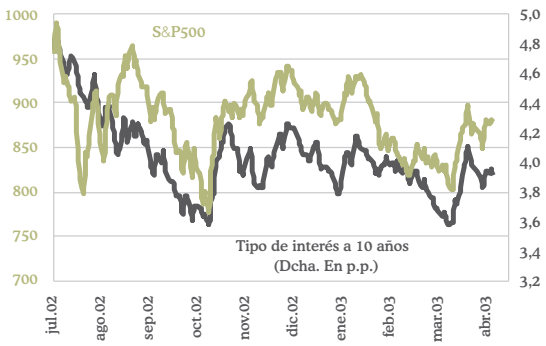
Fuente: FMI y BBVA

Cuadro 1.2. Inflación
En tasa interanual

	2001	2002	2003	2004
OCDE	2,3	1,6	2,1	1,7
EE.UU.	2,8	1,6	2,4	1,8
UEM	2,4	2,2	2,2	1,8
Japón	-0,7	-0,9	-0,5	-0,4
Países en desarrollo	5,8	5,4	6,0	5,2
Países en transición	16,3	11,2	9,5	7,6
Mundial	4,4	3,6	4,0	3,4

Fuente: FMI y BBVA

Gráfico 1.3.
EE.UU. Tipo de interés a largo plazo y bolsa



Fuente: Bloomberg

2,2% en la UEM en 2003. En 2004, la inflación en ambas zonas se reducirá como consecuencia de la la mejor evolución del componente energético.

En este contexto de bajo crecimiento con una inflación relativamente controlada, la política monetaria de los principales países industrializados tiene un sesgo expansivo. De hecho, las expectativas apuntan a reducciones de tipos de entre 25 y 50 puntos básicos en la UEM, movimiento que podría ser seguido por otros bancos centrales. Con todo, el margen de bajada es limitado, y en un contexto de recuperación de la actividad, la tendencia de los tipos debería ser al alza. Esta tendencia podría iniciarse a finales de año en el caso de la Reserva Federal.

Los mercados, al son de la guerra

Durante los primeros meses del año los mercados se vieron muy afectados por la incertidumbre geopolítica, otorgando una probabilidad elevada a un escenario económico muy negativo. Las bolsas registraron descensos generalizados ante la incertidumbre sobre la evolución de la actividad y sobre su impacto en los resultados de las empresas. En este contexto, el mercado de deuda fue el gran beneficiado, Los tipos de interés de la renta fija se mantuvieron en niveles mínimos por el efecto refugio asociado a la incertidumbre geopolítica. El precio del petróleo, afectado por el temor a una posible restricción de la oferta, se mantuvo por encima de los 30 dólares por barril hasta el inicio del conflicto. Por último, la incertidumbre también afectó al mercado de divisas, con una depreciación generalizada del dólar. Su tipo de cambio con el euro alcanzó niveles máximos desde el inicio de la UEM.

Sin embargo, con inicio del conflicto se corrigió en buena medida el pesimismo existente en el mercado. De hecho, la cotización del dólar, el precio del petróleo y los tipos de interés de la deuda se han situado en niveles mucho más cercanos a los compatibles con escenarios relativamente benignos. Los mercados han respondido positivamente a las noticias que aumentan la probabilidad de una finalización rápida de la guerra y de la incertidumbre asociada a la misma. Siguiendo esta tendencia, es de esperar que con el fin de la guerra y la consiguiente desaparición de la incertidumbre los precios bursátiles aumenten. La desaparición de la prima de riesgo llevará los tipos a largo plazo a niveles acordes con sus fundamentos, y la penalización sobre el dólar podría corregirse parcialmente. Sin embargo, en el medio plazo, preocupa la elevada necesidad de financiación de la economía estadounidense, que en estos momentos se satisface casi en su totalidad con inversión de cartera. Como consecuencia, el dólar continuará depreciándose de una forma paulatina y suave.

Si la situación se complica…

Cabe plantearse qué consecuencias podría tener una complicación grave de la situación en Oriente Medio. En un escenario en el que la incertidumbre se prolongase hasta la segunda mitad del año, provocando un choque sobre los precios del petróleo (shock de oferta) y un notable deterioro de las confianzas con importantes caídas bursátiles (shock de demanda), el crecimiento de EE.UU. se resentiría notablemente, entrando de nuevo en recesión en 2003. En la UEM, donde el efecto riqueza de las caídas de las bolsas y el choque sobre las confianzas sería menor, el impacto sería inferior, aunque también sufriría una recesión. La inflación aumentaría por el incremento del precio del petróleo, a pesar del deterioro de la actividad. En este contexto habría nuevas expansiones monetarias, sobre todo en EE.UU. Los tipos a largo plazo se situarían en mínimos y el dólar se depreciaría notablemente por la pérdida de confianza en la economía estadounidense.

En definitiva, un empeoramiento significativo del conflicto en Oriente Medio supondría un panorama muy negativo para las principales economías en los próximos años. Sin embargo, en estos momentos este escenario negativo parece poco probable y cabe confiar en una recuperación de la economía mundial.

El impacto económico de la guerra

Coste estimado de una Guerra en Iraq para EE.UU.

Coste decenal, en mM $ de 2002

	Escenario benigno	Escenario más adverso
Gasto militar directo	50	140
Costes posteriores		
Ocupación	75	500
Reconstrucción	30	105
Asistencia humanitaria	1	10
Impacto del petróleo	-40	778
Impacto macroeconómico	-17	391
Total	**99**	**1924**

Fuente: Nordhaus (2002)

Efectos de la guerra sobre el PIB en 2003

Desviación respecto al escenario base

	Benigno	Intermedio	Adverso
EE.UU.	0,5	-1,7	-4,5
UEM	0,1	-1,0	-2,5
Japón	0,1	-2,0	-3,3
Sudeste Asiático	0,2	-1,7	-3,4
Probabilidad	40-60%	30-40%	5-10%

Fuente: Meyer (2002)

Desde que el Congreso de EE.UU. autorizara el uso de la fuerza contra Iraq en octubre de 2002, la guerra ha centrado la atención en todos los planos. En el económico se plantea cuál será el impacto económico del conflicto. La respuesta a esta pregunta dependerá de cómo se resuelva y, en especial, de su duración. En este sentido, como casos extremos se contemplan el escenario benigno, con una resolución rápida, y el escenario más adverso, en el que la guerra se complica de una manera considerable[1] . La distribución de probabilidad está ciertamente sesgada hacia el escenario más benigno, al que se asigna una probabilidad de entre el 40-60%, pero otros escenarios más adversos no son despreciables. A continuación se presentan las estimaciones sobre el impacto económico que podrían tener los escenarios más extremos.

Una preocupación inmediata es el coste directo de la guerra. Diversas estimaciones contemplan que éste podría oscilar entre los 50 y los 200 mil millones de dólares[2] , sin tener en cuenta los costes de reconstrucción posteriores. Así, una guerra rápida podría suponer un coste militar aproximado de 100 mil millones de dólares (el 1,0% del PIB de EE.UU.), pero éste podría elevarse considerablemente si se tienen en cuenta los costes de ocupación y reconstrucción (superando incluso los 750 mil millones de dólares)[3] . Con todo, el gasto militar es solamente uno de los canales por los que la guerra afecta a la actividad y se deben tener en cuenta otros factores como el precio del petróleo y el factor psicológico.

En el mejor de los escenarios, y teniendo en cuenta todos estos elementos, se puede descartar que la guerra impulse significativamente el crecimiento. A diferencia de conflictos anteriores, en los que el incremento del gasto militar impulsó la actividad ("Ley de Hierro"), en esta guerra, como ocurriera en la del Golfo, el incremento del gasto en defensa será relativamente pequeño. Se estima que el estímulo sobre la actividad apenas representaría el 0,4% del PIB. En este escenario benigno, el impacto del precio del petróleo podría ser positivo, si tal como se prevé los precios flexionan a la baja. Por último, el factor psicológico, medido por los índices de confianza y la evolución de las bolsas, podría afectar negativamente a la actividad, aunque en menor medida que en 1991, dado que buena parte del efecto se produjo en los meses previos a la guerra.

En un escenario más adverso, las consecuencias económicas pueden ser muy negativas. Uno de los efectos más temidos de la guerra es el posible desabastecimiento de petróleo, a cuyos choques han estado asociadas tres de las cinco anteriores recesiones[4] . Pero no hay que olvidar otros potenciales choques negativos de demanda, por la caída de las confianzas y de las bolsas.

El impacto sobre la economía estadounidense se analiza en varios trabajos. Según estima Nordhaus (2002), incluso sin un choque petrolífero, se podría producir una recesión con una pérdida en términos de producción de 2,5 a 5 puntos porcentuales del PIB. Baker y Weisbrot (2002)[5] estiman que con esa caída del PIB se destruirían 1,6 millones de empleos en dos años. Meyer[6] (2002) estima una caída similar del PIB de entre 2 y 4,5 puntos porcentuales.

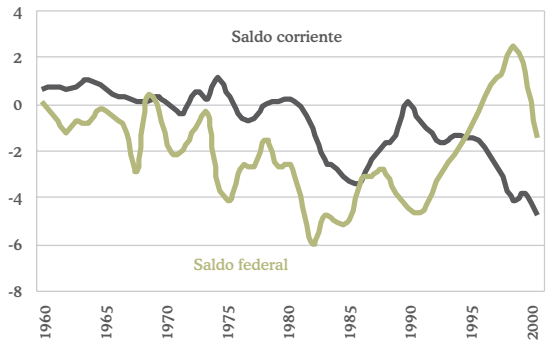
Para el resto de economías desarrolladas, se estima un impacto negativo pero más limitado. Para la UEM, la Comisión Europea[7] estima que una caída del PIB de alrededor del 1-2%, si el efecto es permanente. Un resultado similar se alcanza en Meyer, con una caída del PIB de 2 pp respecto a un escenario benigno. Para Japón y las economías asiáticas la caída podría ser de 3 puntos porcentuales. En el caso de las economías en desarrollo, una extensión del conflicto tendría efectos negativos por tres vías: la recesión de las economías desarrolladas, el aumento de precio del petróleo y el aumento del *spread* del crédito[8] . En este sentido, los países de América Latina serían de los más perjudicados, dado su elevado nivel de endeudamiento. Meyer (2002) estima una caída del PIB del 2,7% en esta zona. En definitiva, en el escenario más adverso, la economía mundial podría enfrentarse a una recesión global.

Sin embargo, las potenciales consecuencias negativas del peor de los escenarios no se quedan aquí. El CEPR apunta varias vías por las el impacto económico sobre EE.UU. podría multiplicarse. La amenaza de ataques terroristas podría disparar el gasto en seguridad[9] y una mayor hostilidad contra EE.UU. podría tener un impacto negativo sobre la demanda de sus productos. Haciendo extensivos estos argumentos al contexto internacional, las relaciones comerciales se podrían ver negativamente afectadas y lo que supondría una barrera para el crecimiento.

En definitiva, aunque un escenario benigno sigue siendo el escenario más probable, hay otros escenarios más adversos que podrían llevar, en el caso más extremo, a repercusiones muy negativas sobre el crecimiento mundial.

[1] En el benigno, la guerra se resuelve rápidamente (30-60 días), el ejército Iraquí opone poca resistencia y no se producen daños en los pozos petrolíferos, lo que permite que el precio del petróleo se modere hasta niveles de 21 $/b a finales de año. En el escenario adverso, la guerra se complica. Surgen así problemas en numerosos frentes: impacto negativo sobre el petróleo, escalada del conflicto en zonas próximas, ataques terroristas, elevados costes de ocupación y reconstrucción, etc.
[2] CBO, OMB White House, Center for Strategic and Budgetary Assessments (CSBA) y House Democrats.
[3] Véase Nordhaus, W. (2002): "Iraq: The economic consequences of war", The New York Review of Books, dic.
[4] En el escenario más adverso, Nordhaus supone que el precio de petróleo repunta puntualmente hasta 75 $/b para después ir convergiendo a la tendencia de los últimos 30 años a una tasa del 20% por año.
[5] Véase Baker, D. y M. Weisbrot (2002): "The economic cost of a war in Iraq: the negative scenario", CEPR.
[6] Véase Meyer (2002): "After an attack on Iraq: the economic consequences", CSIS.
[7] Véase Comisión Europea (2003): "Quarterly Report on the Euro Area", Dirección General de Asuntos Económicos y Financiero, nº1.
[8] En Meyer se estima que el spread podría repuntar 350 puntos básicos.
[9] El CBO estima que desde los atentados del 11-S, el incremento en gasto de seguridad ha reducido el PIB a un promedio de 0,1 pp por año. Este gasto podría dispararse, hasta 135 mm $, 1,3% del PIB, ante el creciente temor de ataques terroristas.

Gráfico 2.1.
EE.UU. Saldo fiscal y corriente
En porcentaje del PIB



Fuente: Oficina Federal de Presupuesto y Departamento de Comercio

Gráfico 2.2.
EE.UU. Confianza de los consumidores y precio de la gasolina

Fuente: Conference Board y Energy Information Administration

2. Estados Unidos

La economía estadounidense afronta un momento decisivo en un doble sentido. Desde una perspectiva de corto plazo, la economía, coincidiendo con la agudización del riesgo geopolítico, ha entrado en una fase de práctico estancamiento con riesgos de enfrentarse a una nueva recaída. El diagnóstico es que la debilidad de esta economía se ha intensificado con la incertidumbre asociada al conflicto, pero que tras la guerra la actividad se recuperará.

Desde un enfoque de medio plazo, la expansión fiscal podría conducir a una profundización de los desequilibrios de la economía estadounidense y a un deterioro de su crecimiento potencial a largo plazo. En este sentido, el aumento del gasto público alerta sobre un crecimiento "menos virtuoso", al tiempo que el déficit corriente alcanza niveles preocupantes.

Una vez superada la incertidumbre actual, el tono expansivo de las políticas, la favorable evolución de la productividad (véase recuadro "La productividad de largo plazo en EE.UU.") y la depreciación del dólar apoyan la reactivación económica.

Atrás quedó un año con muchos altibajos

El crecimiento en 2002, el 2,4%, se explica por la evolución del consumo privado y público, así como por la variación de existencias. De hecho, sólo el consumo de duraderos y el gasto público explicaron casi dos terceras partes del crecimiento.

El perfil de crecimiento fue altamente volátil. El PIB en el cuarto trimestre de 2002 se desaceleró, según lo previsto, hasta el 1,4% en tasa trimestral anualizada, la tercera parte del crecimiento del tercer trimestre de 2002. Este reducido crecimiento obedeció a una fuerte moderación del consumo privado, sobre todo de bienes duraderos (-8,2%) y a la caída de las exportaciones (-5,8%). La inversión no residencial registró el primer crecimiento positivo tras ocho trimestres de caídas consecutivas. Por contra, se produjo una aportación creciente del gasto público, tras crecer el gasto federal un 11,0% en tasa trimestral anualizada, la mayor tras los atentados del 11-S. Los inventarios intensificaron su aportación positiva al crecimiento (1,3 pp), mientras que el saldo exterior neto lo hizo con signo negativo, restando 1,2 pp tras el repunte de las importaciones (+7,4%)[1].

La espera de la guerra frenó la actividad

Tras este reducido crecimiento, el repunte de los indicadores mensuales, desde los mínimos de octubre, apuntaba a una aceleración de la actividad en el primer trimestre de 2003. No obstante, las perspectivas de recuperación de la economía estadounidense experimentaron un cambio radical a partir de febrero, cuando se produjo un cambio abrupto en un buen número de indicadores. El deterioro, aunque generalizado, ha sido más acusado por el lado de la demanda. Así, cabe destacar la confianza del consumidor, que se desplomó hasta niveles mínimos de la última década, y el empleo, que cayó en un sólo mes en más de 350 mil ocupados, una cifra comparable a la observada tras los atentados del 11-S. El desplome de la confianza del consumidor obedeció a varios factores entre los que cabe destacar la caída de la renta disponible de las familias en términos reales, debida al repunte del precio de la gasolina y a la debilidad en el mercado de trabajo, y el efecto riqueza negativo derivado de la profundización de las caídas bursátiles.

El principal riesgo a la baja sobre el crecimiento a corto plazo, al margen del asociado al conflicto, es que la inversión no se recupere, sobre todo dado el reducido nivel de ahorro en el cuarto trimestre de 2002.

[1] Las cifras de exportaciones y, sobre todo, de importaciones del cuarto trimestre de 2002 se vieron afectadas por el cierre de los puertos de la Costa Oeste.

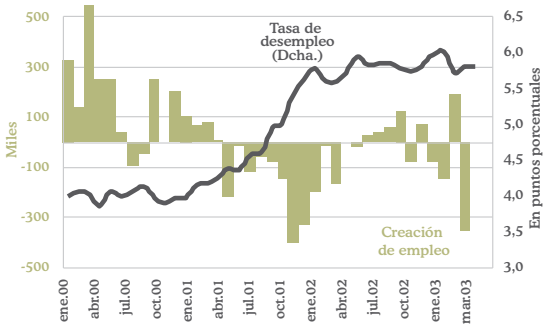
Por este lado, se sigue percibiendo una notable atonía de la inversión, a pesar de la mejoría de las condiciones financieras (reducción de los *spreads* de crédito, recuperación de los beneficios empresariales, etc.) y de la aparente tranquilidad por el lado de los escándalos corporativos. En las encuestas a empresarios, se hace mención a la incertidumbre asociada al conflicto bélico como factor que está retrayendo las decisiones de inversión empresarial.

La calma permitirá una reactivación de la actividad

No obstante, tras el inicio de la guerra, se observan algunas señales positivas. Primero, a pesar de los vaivenes que han sufrido los mercados desde la euforia del inicio del ataque, el precio del petróleo parece mantenerse en niveles de 25 $/barril. Esta es una buena noticia para los bolsillos de los consumidores y para los costes de las empresas. Y segundo, los índices bursátiles parecen haber abandonado la zona de mínimos registrados en las semanas previas al inicio de la guerra. Observada esta reacción positiva de los mercados, cabría esperar una respuesta similar por parte de las confianzas. Por tanto, se interpreta que el deterioro de la actividad en estos primeros meses del año es, fundamentalmente, atribuible a la prolongación del período prebélico, que finalmente se extendió más allá de lo esperado.

Así, la previsión de crecimiento para 2003 se revisa a la baja hasta el 2%, con un perfil de aceleración en la segunda parte del año, tras un primer semestre de crecimiento muy bajo. Se espera una moderación del consumo, toda vez que los factores que apoyaron el gasto de las familias en 2002 (refinanciación de hipotecas, financiación a tipo cero, etc.) tendrán un impacto más limitado. Adicionalmente, la situación del empleo es probable que no mejore de forma sustancial a lo largo del año. Tras un año en el que el crecimiento de la actividad no se ha visto reflejado en datos positivos de empleo (*jobless recovery*), las previsiones no son optimistas. Las empresas siguen mostrándose reticentes a la contratación y la tasa de desempleo se mantendrá en torno al 6%. El avance de la inversión se tiene que apoyar en la moderación de los costes laborales unitarios, del coste de uso del capital, favorablemente afectado por las reducciones de tipos de interés y en las mejores expectativas. Los últimos datos de beneficios empresariales procedentes de las cuentas nacionales correspondientes al cuarto trimestre de 2002, confirman una senda de recuperación. En cualquier caso se prevé que la salida se producirá a tasas muy bajas. En cuanto al saldo exterior neto seguirá restando puntos al crecimiento, pero en menor medi-

Gráfico 2.3.
EE.UU. Tasa de desempleo y creación de empleo



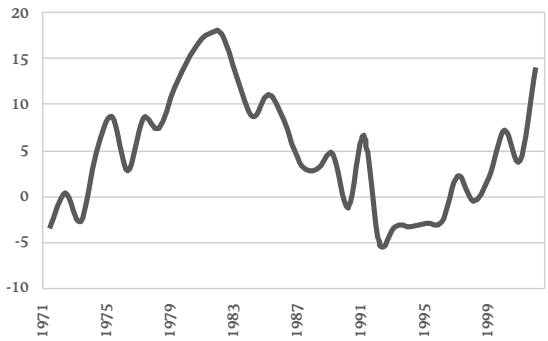
Fuente: Departamento de Trabajo (BLS)

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

Variación interanual	1tr02	2tr02	3tr02	4tr02	1tr03	2tr03	3tr03	4tr03	2001	2002	2003	2004
Consumo privado	3,0	3,1	3,8	2,7	2,0	1,8	1,4	1,9	2,5	3,1	1,8	2,9
Consumo público	5,1	4,0	5,0	3,6	3,5	3,8	3,6	3,1	3,7	4,4	3,5	2,6
Formación B.C.F.	-6,8	-4,1	-3,1	0,2	0,8	1,5	2,3	1,8	-4,0	-3,5	1,6	4,2
Inversión residencial	2,4	3,2	3,4	6,7	4,9	5,5	6,3	4,8	0,3	3,9	5,3	2,9
Inversión no residencial	-9,4	-6,3	-5,1	-1,7	-0,6	0,2	1,0	0,8	-5,2	-5,7	0,4	4,6
Variación de existencias (*)	0,0	0,7	0,9	1,3	0,7	0,2	0,1	0,1	-1,4	0,7	0,3	0,0
Demanda nacional (*)	**1,7**	**2,8**	**3,8**	**3,9**	**2,9**	**2,4**	**2,1**	**2,2**	**0,2**	**3,0**	**2,4**	**3,2**
Exportaciones de b.y s.	-9,3	-3,0	2,8	3,9	3,5	1,5	2,2	5,9	-5,4	-1,6	3,3	6,6
Importaciones de b.y s.	-4,1	2,6	6,7	10,1	7,8	3,2	3,2	2,9	-2,9	3,7	4,2	6,0
Saldo exterior (*)	-0,5	-0,8	-0,8	-1,2	-0,9	-0,4	-0,3	0,2	-0,2	-0,8	-0,3	-0,3
PIB a p.m.	**1,4**	**2,2**	**3,3**	**2,9**	**2,0**	**2,1**	**1,8**	**2,4**	**0,3**	**2,4**	**2,0**	**3,0**
PIB tr/tr anualizado	**5,0**	**1,3**	**4,0**	**1,4**	**1,0**	**1,6**	**3,0**	**3,0**				
IPC	**1,2**	**1,3**	**1,6**	**2,2**	**2,8**	**2,3**	**2,3**	**2,3**	**2,8**	**1,6**	**2,4**	**1,8**

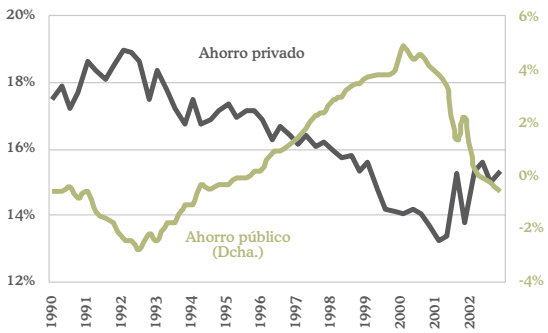
(*) aportación al crecimiento
Fuente: Departamento de Comercio y BBVA

Gráfico 2.4.
EE.UU. Gasto en defensa
En tasa interanual



Fuente: Oficina Federal de Presupuesto

Gráfico 2.5.
EE.UU. Ahorro público y privado
En porcentaje del PIB



Fuente: Departamento de Comercio

da, -0,3 pp, frente a los -0,8 pp de 2002. La depreciación del dólar apoyará a las exportaciones, aunque la debilidad del comercio mundial en el primer semestre supondrá un límite al crecimiento.

El despegue del gasto en defensa

Uno de los riesgos sobre el crecimiento a medio plazo deriva del incremento del gasto público. En los dos últimos años, el gasto público ha duplicado su aportación al crecimiento (0,7 pp), respecto a la segunda mitad de los años noventa, algo que ha tenido que ver con el aumento del gasto en defensa. Entre 1987 y 1998 este tipo de gasto cayó un 32% en términos reales, lo que se considera como un factor explicativo de la mejoría de las cuentas públicas a finales de los noventa. En 2000, el gasto en defensa registró un cambio de tendencia, empezando a crecer a tasas positivas. En 2002 creció cerca de un 10% en términos reales y para 2003, la aprobación de un presupuesto extraordinario para sufragar los gastos iniciales de la guerra en Iraq podría impulsar este crecimiento otro 8% adicional.

Ello lleva a plantearse hasta qué punto el crecimiento del gasto público puede ser excesivo, sobre todo teniendo en cuenta la fuerte expansión fiscal de los últimos años y la previsible aprobación de un nuevo paquete fiscal para el próximo año. El debate sobre la cuantía de este paquete no se ha cerrado todavía, aunque todo apunta a que podría ser muy inferior al inicialmente planteado por la Administración Bush (765 mM de $ hasta 2010).

La combinación de un mayor gasto y unos menores ingresos públicos, consecuencia en parte a los cambios legislativos y en parte de la debilidad del crecimiento, ha dado lugar a un deterioro sin precedentes de las cuentas públicas estadounidenses. El aumento del déficit público en prácticamente 4 puntos del PIB en tan sólo dos años, responde casi en su totalidad a medidas discrecionales adoptadas por el gobierno, como son las devoluciones de impuestos a las familias o el aumento de la duración de las prestaciones por desempleo.

De cara al futuro, la Oficina Federal de Presupuestos (CBO) estima que las cuentas públicas se mantendrán en números rojos durante al menos ocho años más. Así, se prevé que tras registrar un déficit público del 1,5% del PIB en el ejercicio fiscal 2002, éste se amplíe hasta el 3,2% del PIB en el presente año fiscal.

El riesgo a medio plazo

Es cierto que los últimos datos muestran una recuperación de la tasa de ahorro privada hasta el 3,8% del PIB, respecto a los mínimos alcanzados a finales de 2001 (0,8% del PIB). No obstante, este incremento no ha sido suficiente para compensar la caída del ahorro público. Así, a nivel agregado, la disminución del ahorro público se traduce en una disminución del ahorro nacional, que todavía se sitúa dos puntos por debajo de la media de los últimos cincuenta años.

La caída del ahorro nacional presiona al alza los tipos de interés, y si no se compensa con una entrada de capital suficiente, implica una menor tasa de inversión y un menor crecimiento a medio y largo plazo (véase artículo “Déficit público y tipos de interés a largo plazo en EE.UU.”). Todo ello, coloca a la economía estadounidense en situación vulnerable.

En 2003, se prevé que esta tendencia continúe. El aumento del ahorro privado en algo menos de un punto no impedirá una nueva caída del ahorro nacional, que se situará en mínimos históricos.

En estas circunstancias se cuestiona la sostenibilidad de los desequilibrios macroeconómicos. El déficit corriente sigue ampliándose, a pesar de la moderación del ritmo de crecimiento, lo que genera una

mayor dependencia del ahorro externo. Ya en 2002, el aumento del déficit de la balanza por cuenta corriente ha reflejado esta mayor necesidad de fondos, al ampliarse desde el 3,9% hasta el 4,8% del PIB. Las previsiones apuntan a que en 2003, con una caída del ahorro nacional, éste podría ampliarse hasta el 5,3%.

¿Ha dejado de ser un problema la inflación?

Tras registrarse en 2002 el mínimo histórico de inflación en EE.UU., con un 1,6% de media, en 2003 se prevé un repunte por la desfavorable coyuntura de los precios del petróleo en el primer trimestre del año. En este primer trimestre, la inflación ha repuntado con fuerza, seis décimas desde finales de 2002, y se ha situado en el 3% interanual, impulsada por los precios de la energía, que han crecido el 21,9% interanual.

Por el contrario, la inflación subyacente ha continuado desacelerándose para situarse por debajo del 2%. Tras esta evolución se esconde una moderación de los servicios, que crecen al 3,2%, 0,8 pp por debajo de lo observado hace un año. Las manufacturas no energéticas siguen presentado en este trimestre una deflación del 1,3% interanual, casi de 0,5 puntos porcentuales superior a la del mismo período del año anterior.

Las expectativas para 2003 y 2004 están condicionadas por el precio del petróleo. Así, bajo un escenario de precios del Brent de 28$/barril de media para 2003 y de 23$/b para 2004, la inflación media se situaría en el 2,4% y 1,8%, respectivamente. La inflación subyacente, más ligada a las presiones de demanda, se situará en el 1,9% en este año, repuntando hasta el 2,3% en 2004, conforme se recupere la actividad.

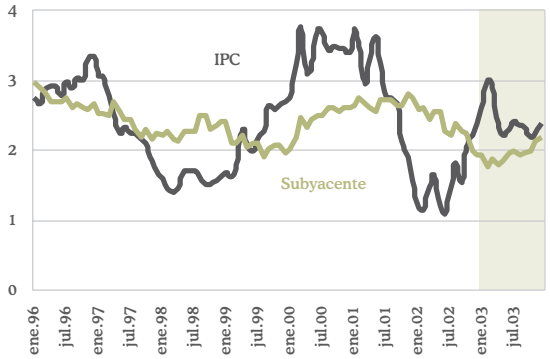
Una Fed insesgada

La estrategia de la Reserva Federal, en un contexto de creciente incertidumbre, ha sido mantener el tono altamente acomodaticio de la política monetaria. Así, el tipo de intervención permanece, desde la última bajada del 6 de noviembre, en el 1,25%, mínimo histórico, y las declaraciones procedentes desde el entorno de la Fed apuntaban a que la autoridad monetaria estaría dispuesta a actuar, en caso de que fuera necesario, suministrando liquidez al sistema. Con este discurso, el mercado no descartó en ningún momento recortes adicionales de los tipos oficiales, otorgándole una alta probabilidad tras el dato de empleo de febrero.

La reunión de la Fed del pasado 18 de marzo coincidió con el momento en el que la incertidumbre alcanzaba cotas máximas. La información de los indicadores económicos, ya de por sí bastante mixta, se deterioró claramente con el dato de empleo de febrero. Pero la guerra seguía acaparando el centro de atención. Constatada la debilidad de la actividad, la Fed se enfrentaba a la difícil tarea de distinguir si ésta se debía exclusivamente a la guerra. En este contexto, la Reserva Federal prefirió abstenerse de asignar un sesgo a la política monetaria, y adoptó la postura de "esperar y ver". Eso sí, mostrando su disposición para actuar de forma inmediata, en caso de que aumentara la probabilidad asignada a escenarios más negativos para la actividad.

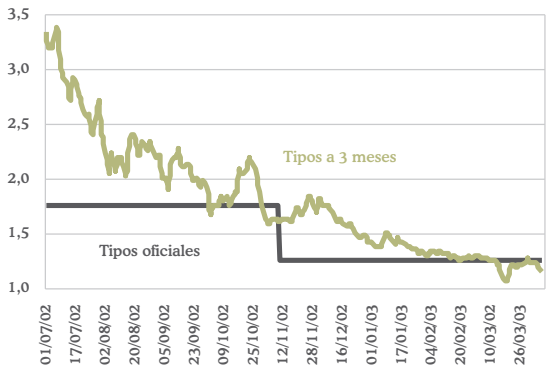
Superados, en principio, los momentos de máxima incertidumbre en los mercados, no cabe esperar bajadas adicionales de tipos. La actuación de la Reserva Federal en los próximos meses estará condicionada a las señales de recuperación de la actividad. Ésta podría producirse en la segunda mitad de año, una vez superadas las incertidumbres actuales, de forma que para finales de año se esperan subidas de los tipos oficiales en una magnitud de 50 puntos básicos.

Gráfico 2.6.
EE.UU. Inflación
En tasa interanual



Fuente: Departamento de Trabajo (BLS)

Gráfico 2.7.
EE.UU. Tipos oficiales y tipos a 3 meses
Descontados en los mercados de futuros para jun.03

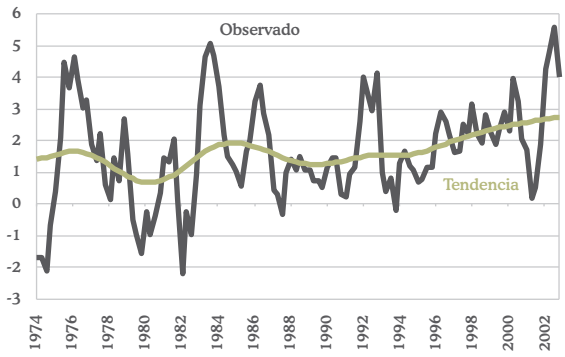


Fuente: Reserva Federal y Bloomberg

La productividad de largo plazo en EE.UU.

Productividad laboral en EE.UU., 1974-2002

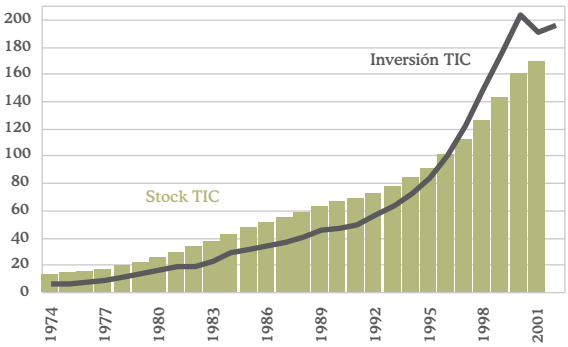
Crec. interanual, Observado y tendencial, Sector privado



Fuente: Bureau of Labor Statistics y BBVA

Inversión y stock de capital TIC en EE.UU., 1974-2002

1996=100, real



Fuente: Bureau of Economic Analysis y BBVA

La productividad laboral es, indiscutiblemente, la magnitud económica más importante a largo plazo. El crecimiento potencial de la economía, el tipo de cambio de las divisas, la competitividad de las empresas o la viabilidad de los sistemas de protección social dependen de su evolución.

Dentro de los modelos neoclásicos de crecimiento exógeno, en el "modelo de Solow aumentado" – elaborado por Mankiw, Romer y Weil (1992)[1] sobre la base del trabajo seminal de Solow (1956)[2] – la productividad aparente del trabajo (medida como *output* por trabajador o por hora trabajada) se explica en función de la dotación de capital físico y humano por trabajador, así como del nivel de eficiencia de la economía, según la expresión:

$$\frac{Y}{L}=\left(\frac{K}{L}\right)^{\alpha}\left(\frac{H}{L}\right)^{\beta}A^{1-\alpha-\beta}$$

donde Y es el nivel de *output*, L es el número de trabajadores/horas trabajadas, K es el nivel de capital físico, H es el nivel de capital humano y A el nivel tecnológico de la economía (también denominado productividad total de los factores). Debido al supuesto de rendimientos decrecientes del capital físico y humano ($\alpha+\beta<1$), este modelo asume que el crecimiento de largo plazo de la productividad $\Delta ln(Y/L)$ se determina exclusivamente por el progreso técnico de la economía ΔlnA, el cual crece a una tasa exógena.

La incapacidad de los modelos neoclásicos de explicar el crecimiento de la economía desemboca en el desarrollo de la "nueva teoría del crecimiento". Ésta introdujo modelos de crecimiento endógeno que, además, permiten explicar las fuentes del progreso técnico como resultado de decisiones de los agentes económicos. Para ello, algunos de estos modelos consideran que la inversión en capital físico produce externalidades, es decir, produce conocimientos generadores de efectos positivos que desbordan a la propia empresa, extendiéndose por toda la economía. O bien profundizan en el impacto que la inversión en I+D empresarial - véase Romer (1990), Grossman y Helpman (1991) y Aghion y Howitt (1992)[3] - tiene sobre la productividad total de los factores.

En EE.UU. la productividad aparente del trabajo –medida como *output* por hora del sector privado no agrario– creció a una tasa promedio del 2,6% entre 1996 y 2002, registrando una sobresaliente aceleración de 1,3 puntos respecto al período 1974-1995. Sobre la base de los modelos teóricos expuestos, cabe preguntarse cuáles son sus perspectivas de crecimiento de largo plazo. Tres factores, relacionados con las Tecnologías de la Información y la Comunicación (TIC), surgen como los principales soportes de su evolución.

En primer lugar, el crecimiento del capital TIC por empleado, $\Delta ln(K_{TIC}/L)$ – responsable, según diversos estudios, de dos tercios de la aceleración de la productividad – se podría mantener en torno a su promedio durante la década de los noventa. La continuidad de la reducción de los precios de las inversiones tecnológicas (-4,8% anual entre 1991 y 2002), debida al aumento de la calidad de los equipos y a los ahorros derivados de las innovaciones en su proceso productivo, así como la elevada elasticidad de su demanda (ante el carácter potencialmente beneficioso de las nuevas tecnologías en todos los sectores productivos, dada su condición de "general purpose technology") explicarían esta evolución.

En segundo lugar, el elevado y creciente peso del sector TIC en la estructura productiva de EE.UU. (12,9% en términos reales en 2000, frente a 4,1% en 1990), unido al carácter permanente de la aceleración de la productividad total de los factores en el sector informático (ΔlnA_{TIC}), asegurarían el mantenimiento de la aportación positiva del sector TIC al progreso técnico de la economía.

Finalmente, el desarrollo del sector de capital riesgo, la implantación del comercio electrónico y, especialmente, la mayor intensidad de las inversiones empresariales en I+D (1,8% del PIB en 2000, frente a 1,5% en 1992) son muestras de que la economía de EE.UU. es, en la actualidad, significativamente más innovadora que a inicios de los noventa, lo que permitiría augurar la aceleración del progreso técnico del resto de la economía (ΔlnA).

Este escenario supone, en definitiva, corroborar el carácter estructural de buena parte de la aceleración de la productividad experimentada en EE.UU. desde mediados de los noventa asociada a las nuevas tecnologías y las prácticas innovadoras de gestión. Como resultado, la tasa de crecimiento de largo plazo de la productividad aparente del trabajo en EE.UU. podría mantenerse en el rango del 2 - 2,5%.

[1] Mankiw, N.G., D. Romer y D.N. Weil (1992): "A contribution to the empirics of economic growth". *Quaterly Journal of Economics*, vol.107, nº2 (mayo), pp.407-437.
[2] Solow, R.M. (1956): "A contribution to the theory of economic growth". *Quaterly Journal of Economics*, vol.70, nº1 (febrero), pp.65-94.
[3] Romer, P. (1990): "Endogenous technological change", *Journal of Political Economy*, vol. 98, nº5 (octubre), pp.s71-s102.
Grossman, G. y E. Helpman (1991): *Innovation and growth in the global economy*. MIT Press, Cambridge (MA) y Londres.
Aghion, P. y P. Howitt (1992): "A model of growth through creative destruction", *Econometrica*, vol. 60, nº2 (marzo), pp. 323-352.

3. Unión Europea

UEM

En la UEM, se ha producido un deterioro importante de las perspectivas de crecimiento en los últimos meses. Tras la decepcionante evolución de la demanda interna durante 2002, la prolongación de la tensión geopolítica durante el primer trimestre del año ha contribuido a deprimir la actividad y las expectativas de los agentes.

Con todo, en un escenario en el que i) la incertidumbre geopolítica se diluye en la segunda mitad del año apoyando un repunte de las confianzas, ii) el precio del petróleo se mantiene por debajo de los 30$/b, y iii) se normalizan las relaciones internacionales, cabe esperar una moderada recuperación de la demanda interna en la UEM. No obstante, el crecimiento en 2003 será de apenas el 1%. En 2004 se recuperará hasta el 2%, lo que significa que por cuarto año consecutivo la economía europea crecerá por debajo su potencial.

En el lado positivo, el proceso de ampliación de la UE sigue su curso (veáse recuadro "Ampliación de la UE y correlación cíclica"). La incorporación de los países candidatos al mercado único, además del beneficio que representa para los mismos, también tendrá efectos positivos a medio plazo sobre el crecimiento de la UE, en general, y de los países limítrofes (entre ellos Alemania) en particular.

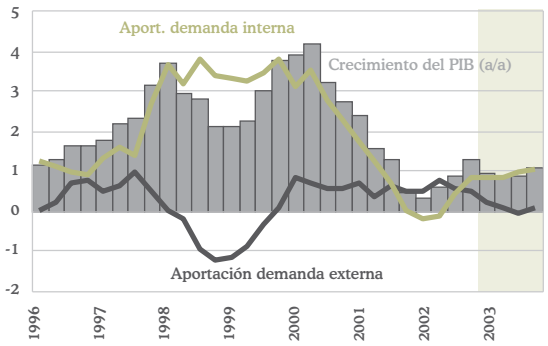
La importancia de la demanda interna

En 2002, la UEM creció un 0,8%, con una aportación del sector exterior del 0,6%. Conforme avanzaba el año, se fueron poniendo en evidencia las dificultades de la demanda interna para tomar el relevo al sector exterior. De hecho, en el cuarto trimestre del año, cuando la contribución trimestral del sector exterior se volvió negativa, el crecimiento del PIB se moderó de forma significativa (aumentó sólo un 0,2% trimestral). Y todo ello a pesar de que los datos de consumo y de inversión estaban sesgados al alza por ciertos factores excepcionales (planes de incentivos a la compra de coches en Italia y Holanda, próxima finalización en Italia de la Ley Tremonti-bis de estímulo a la inversión productiva, reconstrucción de los daños de las riadas del verano en Alemania).

En 2003, debido a la apreciación del tipo de cambio y al retraso de la recuperación del comercio internacional, cabe esperar una contribución del sector exterior al PIB significativamente menor a la de 2002. La evolución de la demanda interna, por tanto, va a ser determinante.

Del lado del consumo privado no se puede esperar un impulso significativo. La confianza de los consumidores, que en la UEM contiene

Gráfico 3.1.
UEM. PIB y contribuciones al crecimiento



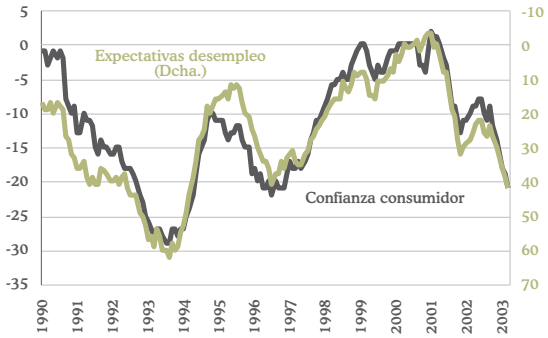
Fuente: Eurostat y BBVA

Cuadro 3.1. UEM. Cuadro macroeconómico y previsiones

Var. interanual	1tr02	2tr02	3tr02	4tr02	1tr03	2tr03	3tr03	4tr03	2001	2002	2003	2004
Consumo Privado	0,5	0,4	0,6	1,0	1,2	1,0	1,0	1,0	1,8	0,6	1,0	1,7
Consumo Público	2,0	2,6	2,7	2,6	2,2	1,4	1,4	1,0	2,1	2,5	1,5	1,4
Formación B.C. Fijo	-2,5	-3,2	-2,6	-1,8	-1,6	-0,2	0,5	1,3	-0,6	-2,5	0,0	2,8
Var. Existencias (*)	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,1	0,0	0,0
Demanda Nacional(*)	**-0,2**	**-0,1**	**0,4**	**0,8**	**0,8**	**0,8**	**1,0**	**1,1**	**0,9**	**0,2**	**0,9**	**1,9**
Exportaciones	-2,4	0,6	2,7	4,1	4,2	2,8	1,8	2,5	2,8	1,2	2,8	4,6
Importaciones	-3,9	-1,5	1,5	3,0	4,0	2,8	2,2	2,5	1,5	-0,3	2,9	4,7
Saldo Exterior(*)	**0,5**	**0,8**	**0,5**	**0,5**	**0,2**	**0,1**	**-0,1**	**0,1**	**0,5**	**0,6**	**0,1**	**0,1**
PIB p.m.	**0,3**	**0,6**	**0,9**	**1,3**	**1,0**	**0,9**	**0,9**	**1,1**	**1,4**	**0,8**	**1,0**	**2,0**
Inflación	**2,5**	**2,1**	**2,1**	**2,3**	**2,3**	**2,2**	**2,2**	**2,2**	**2,4**	**2,2**	**2,2**	**1,8**

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

Gráfico 3.2.
UEM. Confianza del consumidor y expectativas de desempleo



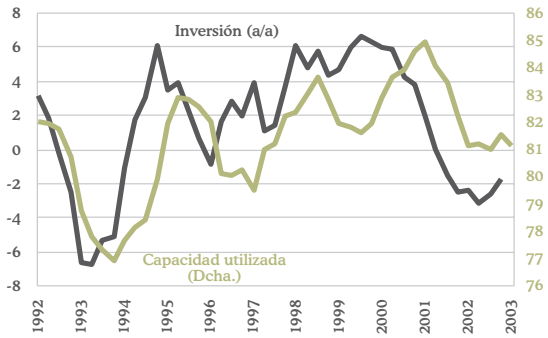
Fuente: Comisión Europea

Cuadro 3.2.
Francia. Cuadro macroeconómico y previsiones

Variación interanual	2001	2002	2003	2004
Consumo Privado	2,8	1,8	1,4	1,9
Consumo Público	2,4	3,5	2,0	2,0
Formación B.C.F.	2,6	-0,6	-1,0	2,5
Var.Existencias (*)	-1,0	-0,6	0,0	0,0
Dd Nacional (*)	**1,6**	**1,1**	**1,1**	**2,1**
Exportaciones	1,5	1,5	1,9	4,5
Importaciones	0,9	1,2	2,1	4,7
Saldo Exterior (*)	**0,2**	**0,1**	**0,0**	**0,0**
PIB a p m	**1,8**	**1,2**	**1,1**	**2,1**
Inflación	**1,6**	**1,9**	**2,2**	**1,7**

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

Gráfico 3.3.
UEM. Inversión y Capacidad Utilizada



Fuente: Eurostat y Comisión Europea

exclusivamente componentes de expectativas, lleva cayendo de forma ininterrumpida desde octubre del año pasado, de forma que en la actualidad se encuentra en los niveles previos a la recesión de 1993. Posiblemente, a este descenso ha contribuido el aumento de la incertidumbre en el escenario internacional. Pero también, sin duda, el deterioro del mercado laboral, que se ha intensificado en los últimos meses. Tras una primera fase en la que el empleo se mantuvo relativamente fuerte, se observa que las empresas, además de recortar inversión y desacumular inventarios, han empezado a reducir empleo para ajustar costes. Previsiblemente el ajuste del empleo continúe en los próximos meses, con el consiguiente efecto negativo sobre la renta disponible y las expectativas de los consumidores.

En algunos países, como Alemania, las perspectivas de consumo son peores que la media, ya que el deterioro del empleo está siendo relativamente mayor, y el efecto negativo sobre la riqueza de las caídas bursátiles no se ha visto compensado por una revalorización de los precios inmobiliarios, como en otros países de la zona. La inminente reforma de los sistemas de seguridad social, por sus problemas de sostenibilidad, podría estar influyendo también en el aumento de la tasa de ahorro de las familias alemanas.

Por el lado de la inversión, tampoco se anticipa una recuperación significativa. En un entorno de debilidad de la demanda, baja productividad y desfavorable evolución bursátil, las empresas europeas podrían estar más preocupadas en seguir saneando sus cuentas que en impulsar la inversión. Especialmente cuando, en algunos casos, tienen un nivel de apalancamiento muy elevado que puede llevar a poner en duda su solvencia. Además, la capacidad utilizada, todavía en niveles bajos, muestra que existe margen para incrementar la producción sin necesidad de aumentar la inversión. Por otro parte, el ajuste acumulado en inversión es ya muy elevado (ocho trimestres de caídas consecutivas) en una economía donde, a diferencia de EE.UU., no es tan evidente la sobreinversión previa. La mejora de las condiciones financieras (reducción de los spreads de crédito, tipo de interés real y, por tanto, coste de uso del capital muy reducido) constituye un elemento de apoyo a la inversión.

Lo cierto es que, por ahora, no parece haber indicios de una recuperación de la actividad a corto plazo. De hecho, distintos indicadores coincidentes y adelantados señalan que el crecimiento en la primera mitad del año será muy moderado (veáse recuadro “Indicadores de actividad para la UEM”). No obstante, y aunque es difícil de cuantificar, parece que buena parte de esta debilidad puede ser atribuible a la incertidumbre bélica y al fuerte incremento del precio del petróleo en el primer trimestre del año. Ahora bien, el riesgo de que el precio del petróleo se mantenga en niveles elevados ha disminuido considerablemente. Asimismo, parece que la incertidumbre asociada al conflicto con Iraq se redujo con el inicio del ataque. Aunque aún es pronto para descartar por completo un escenario más negativo, parece que el escenario más probable es el de una resolución relativamente rápida de la incertidumbre asociada al conflicto. Esto redundará favorablemente sobre las confianzas, lo que junto a un precio del petróleo más bajo, la mejora de las condiciones financieras, la recuperación del escenario internacional y la moderación de la inflación en los próximos meses, puede apoyar una recuperación de la actividad. En todo caso, se tratará de una recuperación moderada, que tendrá lugar ya en el segundo semestre del año.

Efectos “colaterales” de la guerra

La tensión geopolítica, además de añadir más incertidumbre sobre la capacidad de recuperación de la economía europea, ha puesto de manifiesto la falta de unidad de los líderes europeos en cuestiones de política exterior. Un problema de coordinación que se puede hacer

extensible a otras áreas. Asimismo, el conflicto bélico ha relegado a un segundo plano los avances en reformas estructurales que, según la agenda inicial, debía haber centrado el Consejo Europeo de Atenas de Primavera. El retraso en las reformas económicas en la UEM es preocupante, entre otras razones, porque las rigideces estructurales afectan negativamente a la confianza en la zona y entorpecen su capacidad de recuperación ante un shock negativo.

Por otra parte, se ha planteado que la guerra podría constituir una circunstancia "excepcional" que justificaría una cierta flexibilidad "transitoria" del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Un factor que puede introducir nuevas dudas sobre el compromiso fiscal europeo. Todo apunta a que van a ser ya tres los países con un proceso de déficit excesivo en marcha por superar el límite del 3%. En breve, a Portugal y Alemania se unirá Francia, que registró un saldo público negativo del 3,1% del PIB en 2002, y que había recibido previamente una alerta preventiva por el riesgo de incumplimiento en 2003. De hecho, en un contexto de crecimiento por debajo de lo esperado, cabe esperar que los tres países vuelvan a superar el límite este año. Pero mientras que Alemania parece dispuesta a adoptar los ajustes estructurales necesarios para reducir el déficit en 2004, en Francia no se percibe la misma disposición. También resulta preocupante el peso excesivo en el presupuesto italiano de medidas transitorias para controlar el déficit en 2003, lo que arroja dudas sobre la evolución fiscal en 2004.

Ciertamente, el incumplimiento del PEC por parte de los países más grandes del área, derivado del aplazamiento de la consolidación fiscal, contribuye a deteriorar la credibilidad del acuerdo. Hasta ahora, parece que la existencia del PEC está sirviendo de ancla de las expectativas. En general, se percibe que el riesgo de un fuerte deterioro fiscal, con el consiguiente efecto negativo sobre las condiciones de estabilidad de la economía, es mucho mayor en EE.UU., donde no existe ningún límite fiscal explícito, que en Europa. Pero el incumplimiento sistemático del compromiso en algunas países y la ausencia de medidas efectivas para corregirlo puede modificar esta percepción.

Alemania, tocando fondo

Siguiendo la tónica de los últimos años, la economía alemana está evolucionando relativamente peor que el conjunto de la UEM. Después de dos años de práctico estancamiento de la actividad, no se perciben señales de mejoría a corto plazo. La demanda interna sigue débil, y la incertidumbre geopolítica parece haber truncado los tímidos indicios de recuperación de las expectativas empresariales. Los problemas del sector financiero, afectado por el aumento de las insolvencias y las caídas bursátiles, contribuyen a agravar la situación. En este contexto, ha resurgido el temor a una posible recesión, si bien el escenario más probable es el de prolongación del estancamiento de la actividad durante 2003, con indicios de cierta reactivación en 2004.

Esta situación crítica ha llevado al gobierno alemán a presentar un plan de reformas para atajar la debilidad de la economía. Una debilidad que, en buena parte, es atribuible a problemas estructurales, tales como el bajo crecimiento demográfico, unos sistemas de seguridad social demasiado gravosos, la rigidez del mercado laboral o una excesiva regulación y burocratización de las relaciones económicas[1] . Las medidas propuestas por el gobierno parecen orientadas en la dirección adecuada (aumentar los incentivos al trabajo, reducir los obstáculos a la creación de empleo, simplificar los requisitos fiscales y contables de las pequeñas empresas, reformar y modificar la financiación del sistema de sanidad pública), aunque en algunos casos no son suficientemente ambiciosas, o se plantean sólo de forma ambigua (como en lo referente a las pensiones, o a la negociación salarial colectiva).

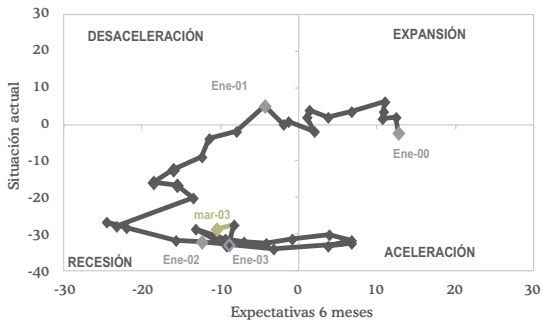
[1] Véase "Ways out of the crisis", Deutsche Bank, marzo 2003.

Cuadro 3.3.
Alemania. Cuadro macroeconómico y previsiones

Variación interanual	2001	2002	2003	2004
Consumo Privado	1,6	-0,6	0,4	1,3
Consumo Público	0,8	1,5	1,0	1,3
Formación B.C.F.	-4,9	-6,5	-0,8	1,4
B. Equipo	-4,0	-7,7	-0,2	2,2
Construcción	-5,7	-5,6	-1,4	0,7
Var.Existencias (*)	-0,6	0,1	0,0	0,0
Dd Nacional (*)	**-0,7**	**-1,4**	**0,3**	**1,3**
Exportaciones	5,4	2,7	3,0	4,9
Importaciones	1,3	-2,1	3,1	4,8
Saldo Exterior (*)	**1,4**	**1,6**	**0,1**	**0,2**
PIB a p m	**0,7**	**0,2**	**0,4**	**1,5**
Inflación	**2,0**	**1,4**	**1,4**	**1,0**

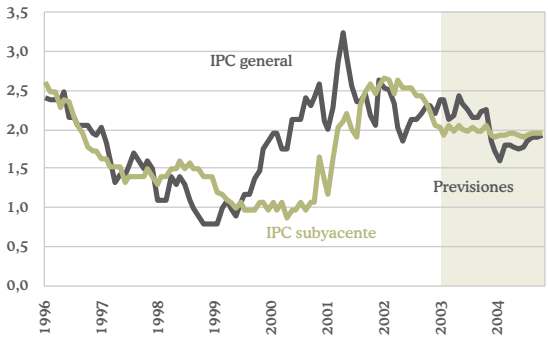
(*) Aportación al crecimiento del PIB.
Fuente: Bundesbank y BBVA

Gráfico 3.4.
Alemania. Clima empresarial IFO
Situación actual vs expectativas



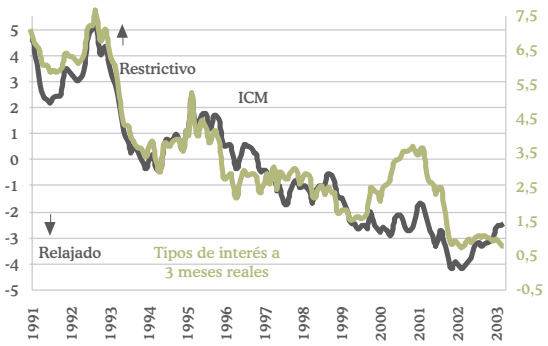
Fuente: Instituto IFO

Gráfico 3.5.
UEM. IPC general y subyacente
En tasa interanual



Fuente: Eurostat y BBVA

Gráfico 3.6.
UEM. Indice de condiciones monetarias



Fuente: BCE y BBA

Inflación, por debajo del 2% en 2004

Como todos los años, Eurostat al publicar los datos del mes de enero ha revisado los pesos de todos los componentes de la cesta del IPCA y de los países que lo componen. También ha revisado las series históricas desde el año 2000 por el cambio de base del IPC de Alemania, lo que ha supuesto que se reduzcan 0,2 pp y 0,1pp las inflaciones medias de los años 2000 y 2001 respectivamente, y además, el perfil evolutivo de los componentes desde 2000. Sin embargo, todos estos cambios no han alterado las expectativas de inflación para 2003, aunque han moderado en un décima las de la inflación subyacente.

En este primer trimestre la inflación ha repuntado ligeramente, 0,1 pp, hasta el 2,4% respecto a finales de 2002, fundamentalmente por la evolución de los precios de la energía, pero también por la incidencia de la variación al alza de la imposición indirecta. Los precios de los servicios y bienes elaborados han continuado en este trimestre su desaceleración, lo que sitúa la inflación subyacente en el 2,0% interanual, dos décimas menos que al finalizar 2002. Para el resto del año se espera que la inflación general fluctúe alrededor del 2,2%, que es la media que se espera para 2003, y la inflación subyacente alrededor del 2%. Así, las expectativas de inflación de la UEM se han mantenido estables a pesar de la revisión al alza de las previsiones de precios medios internacionales del petróleo desde 25 hasta 28$/b, cuyo efecto se ha visto amortiguado por la revisión apreciadora del tipo de cambio del euro con el dólar y por las peores perspectivas sobre la evolución de la demanda. Para 2004, las expectativas apuntan a que la inflación estará por debajo del 2% tanto la general (1,8%) como la subyacente (1,9%) ayudadas por un petróleo cinco dólares mas bajo (23$/b) y un euro algo más apreciado respecto al dólar.

BCE, ¿año de cambios?

El descenso de las presiones inflacionistas, junto a la reducción del riesgo asociado al precio del petróleo, otorga más margen al BCE para bajar sus tipos oficiales. Todo ello en una situación en la que, pese al recorte de 75 puntos básicos acumulado desde diciembre, las condiciones monetarias son más restrictivas que a finales de 2002. Esto es así porque la apreciación del tipo de cambio efectivo real más que ha compensado la bajada de tipos. Entre otras razones, porque la moderación de la inflación subyacente ha impedido que la bajada se transmita por completo a los tipos de interés reales. Desde finales de 2002, además, parece que los riesgos sobre el crecimiento han aumentado, mientras que los riesgos sobre los precios se han moderado. Hasta ahora la autoridad monetaria ha mantenido una actitud prudente, ya que resulta difícil distinguir qué parte del deterioro de los indicadores es achacable a la incertidumbre por la guerra. No obstante, cabe esperar algún recorte adicional de tipos de interés en los próximos meses de 25-50 pb. Tras este recorte, los tipos se mantendrán estables durante todo 2003, y no se iniciarán las subidas hasta 2004, una vez consolidada la recuperación económica.

Más allá de las decisiones de política monetaria, este puede ser un año de cambios en el BCE. La autoridad monetaria está realizando una evaluación de su estrategia de política monetaria, que dará a conocer en los próximos meses. Una iniciativa en línea con la creciente preocupación por mejorar su política de comunicación y favorecer una mayor predictibilidad de la política monetaria. Podría representar, además, el primer paso para modificar alguno de los elementos más criticados de su estrategia, como el papel preeminente del agregado monetario M3, o la definición de estabilidad de precios. De forma menos positiva se puede valorar el proceso de “relevo” en el mando del BCE, o la propuesta de reforma del Consejo de Gobierno a la vista de la futura ampliación de la UE. En ambos casos se ha puesto de manifiesto que los intereses nacionales siguen pesando mucho en el área, incluso en lo que respecta a un órgano como el BCE, de marcado carácter supranacional e independiente.

Ampliación de la UE y correlación cíclica

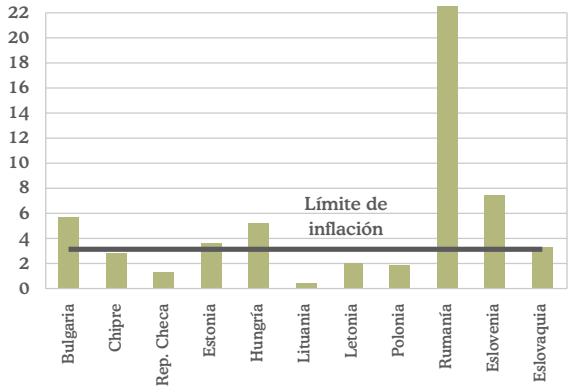
Poder explicativo (R^2) de la estimación[1]

	Boone y Maurel (1999)	1991-2002
Rep. Checa	27%	18%
Eslovaquia	30%	22%
Hungría	35%	38%
Polonia	24%	15%
Bulgaria		7%
Eslovenia		0%

[1] $(Ciclo\ de\ desempleo)_i = \beta_i * (shock\ UEM) + u_i$

Fuente: Boone y Maurel (1999) y BBVA

Inflación armonizada en los países candidatos y límite según el tratado de Maastrich (2002)



Fuente: Comisión Europea y BBVA

El proceso de ampliación de la UE sigue adelante según el calendario previsto y ya parece seguro que Polonia, República Checa, Hungría, Eslovaquia, Eslovenia, Chipre, Malta, Estonia, Letonia y Lituania[1] entrarán a formar parte de la UE ampliada en mayo de 2004, a tiempo para participar en las próximas elecciones al Parlamento Europeo.

Sin embargo, estos países no podrán adoptar el euro de una manera inmediata. Para entrar a formar parte de la Unión Económica y Monetaria (UEM) deberán mostrar un nivel de convergencia nominal adecuado, mediante el cumplimiento de los mismos requisitos que, en su momento, se exigieron a los actuales miembros (criterios de Maastricht). En cumplimiento de dichos criterios, la inflación no podrá sobrepasar en 1,5 pp la media de los tres países menos inflacionistas de la UEM; los tipos de interés a largo plazo no deberán superar en más de dos puntos porcentuales los de estos tres mismos países; el déficit público deberá ser inferior al 3% del PIB y la deuda pública deberá tener un peso menor del 60% del PIB, con una senda decreciente; por último, una vez que estos países entren a formar parte de la Unión Europea, podrán solicitar su ingreso en el mecanismo de tipo de cambio (SME-II), en el que se fija un tipo de cambio central con unas bandas de fluctuación máximas del 15%. Se exigirá un período de dos años de estabilidad del tipo de cambio. Por tanto, los países que cumplan estos criterios se incorporarían en la UEM, como pronto, en 2006[2].

Pero estos requisitos de convergencia nominal no son el único criterio para valorar la idoneidad de la incorporación a la UEM de los nuevos miembros de la UE. Cuando un país renuncia a su divisa propia, pierde la autonomía para llevar a cabo políticas monetarias de carácter contracíclico. Dado que las decisiones de política monetaria tienen en cuenta las condiciones en el conjunto del área, es deseable que se produzca también un proceso de sincronización de la evolución de las economías. La correlación entre las tasas de crecimiento de los países miembros de la UEM y el área en su conjunto es del 79% en promedio. Esta misma correlación es del 24% entre los países candidatos y el área euro. Si embargo, tras esta baja correlación se esconden comportamientos muy distintos, que van desde países que, como Rumanía, presentan una correlación negativa con el crecimiento de la UEM hasta otros, como Hungría (con una correlación del 66%), que parecen haber seguido un patrón de crecimiento muy similar al de las economías del área del euro.

Con todo, estas correlaciones no permiten distinguir entre la evolución del componente tendencial (que está más asociado a políticas de carácter estructural) y el componente cíclico de las economías (sobre el que actúa la política monetaria). Para separar estos componentes, dado que no se dispone de datos trimestrales del PIB, se ha aplicado el filtro de Hodrick-Prescott a los datos de desempleo para el período 1991-2003, que sí están disponibles para buena parte de los países candidatos. A partir de esta descomposición, el grado de sincronía cíclica puede analizarse mediante un proceso de dos etapas[3]. En la primera se estima un proceso univariante para el componente cíclico del desempleo en la UEM. En la segunda, se utilizan los residuos de la esta estimación, que se interpretan como los *shocks* sobre el componente cíclico del desempleo en la UEM, como variable explicativa del comportamiento del componente cíclico del desempleo en los países candidatos. Si ambos ciclos están altamente correlacionados, entonces sería de esperar que la ecuación estimada en la segunda etapa tuviera un alto poder explicativo. El R^2 de esta estimación alcanza niveles entre el 15% y el 40% para algunos países candidatos, similares a los estimados por Boone y Maurel (1999) para países como Italia (16%), Alemania (40%) o España (35%), aunque menor que el estimado para Francia (74%).

En definitiva, aunque se debe tener en cuenta que esta metodología supone solamente una aproximación, los resultados muestran que algunos de los países candidatos presentan un grado de correlación notable con ciclo de la UEM. Esto supondría un factor positivo de cara a al ingreso de dichos países en la UEM, dado que implica que los costes derivados del grado de asincronía cíclica serían limitados. A pesar de ello, todavía persisten las dudas sobre el ingreso de estos países en la UEM. Ninguno de ellos cumple todavía los criterios de convergencia de Maastricht y existen algunos riesgos que se deben tener en cuenta, como la tendencia apreciadora de las divisas del Este derivadas de las fuertes entradas de capital en estos países, que podría acentuarse en los próximos años.

[1] En los casos de Bulgaria y Rumania, el ingreso se retrasa, al menos, hasta 2006.
[2] Para un seguimiento de la evolución estas variables pueden consultarse los informes regulares de la Comisión Europea sobre la ampliación http://europa.eu.int/comm/enlargement/docs/index.htm
[3] Véase Boone, L. Y M. Maurel (1999): "An optimal currency area perspective of the EU enlargement to the CEECs". CEPR Discussion Paper 2119.

Indicadores de actividad para la UEM

Previsiones del crecimiento del PIB de la UEM según distintos indicadores

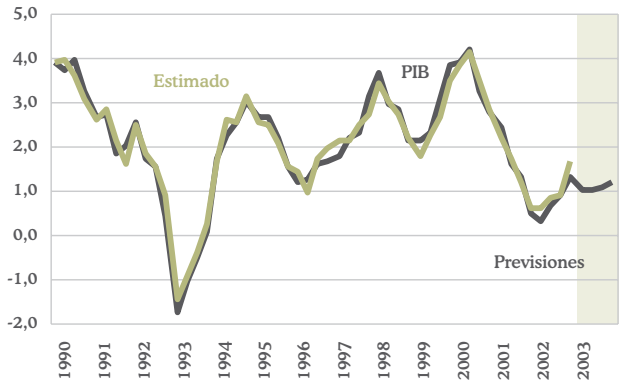
		1er trim.03	2º trim.03
Indicadores adelantados			
OFCE (*)	t/t	0,0	0,1
C.Europea	t/t	(-0,1; 0,3)	(0,2; 0,5)
Indicadores coincidentes			
Eurocoin	t/t	0,3	n.a.
BBVA	t/t	0,1	0,3

(*) Variación trimestral obtenida a partir de la estimación de la variación anual.

Fuente: OFCE, CE, CEPR y BBVA

PIB e indicador sintético de actividad de la UEM

Variaciones interanuales %



Fuente: Eurostat y BBVA

Desde la creación de la Unión Monetaria Europea (UEM) en enero de 1999, la necesidad de contar con instrumentos que permitieran el seguimiento de la actividad económica en el conjunto del área ha sido creciente. Así, es vital para las instituciones comunitarias públicas y privadas, y sobre todo para el Banco Central Europeo (BCE) disponer de un conjunto de indicadores que señalen la posición cíclica de la economía y detecten las presiones inflacionistas en cada momento. Para determinar dichas presiones en el conjunto de la UEM, el BCE cuenta con el IPC Armonizado disponible a los 15 días de finalizar el mes en cuestión. Para determinar la posición cíclica de la economía de la zona euro, el principal indicador de que se dispone es el PIB, que Eurostat aporta a partir de las estimaciones que el instituto nacional de estadística de cada país miembro le suministra. Y aunque estas estimaciones trimestrales suelen publicarse con importantes retrasos y sufrir notables revisiones, son las cifras oficiales de que disponen los analistas para la evaluación de la situación económica. En el afán por rellenar el hueco dejado entre la finalización del trimestre y la publicación de su crecimiento, instituciones públicas y privadas han desarrollado indicadores sintéticos a partir de un reducido número de indicadores que adelantan las estimaciones del crecimiento del trimestre finalizado y de los siguientes.

De los indicadores sintéticos desarrollados cabe realizar la distinción entre los que son adelantados y los que son coincidentes con el crecimiento del PIB. Así, los primeros utilizan indicadores cuya correlación histórica con el crecimiento del PIB suele estar adelantada al menos un trimestre; estos indicadores suelen utilizar variables financieras de alta frecuencia y encuestas de rápida publicación tanto del área euro como internacionales. Entre ellos, se puede destacar el indicador de OFCE (Observatoire Français des Conjúntures Économiques) y el de la Comisión Europea. Su formulación econométrica permite la estimación del crecimiento anual y trimestral respectivamente en función de un conjunto reducido de variables (11 para el de OFCE y 7 para el de CE) con un error estándar de 0,2 puntos porcentuales en el horizonte de un trimestre.

Los indicadores sintéticos coincidentes suelen estar contemporáneamente correlacionados con el crecimiento del PIB, y aunque algunos permiten la estimación del crecimiento, la mayoría están diseñados para estimar la posición cíclica de la economía. Entre los desarrollados se encuentra el indicador sintético de actividad de BBVA (ISA-BBVA) para la UEM (véase *Situación Global* febrero 2001) que permite la estimación trimestral del crecimiento corriente con una precisión de 0,2%, y a partir de previsiones de los indicadores, estimaciones para los siguientes trimestres condicionadas al conjunto de información disponible hasta ese momento. Lógicamente, la precisión de estas estimaciones va disminuyendo con el horizonte de previsión. También cabe hacer una mención especial, entre los indicadores coincidentes, al Eurocoin del CEPR, de periodicidad mensual y con al menos 1000 indicadores repartidos en once bloques económicos, los seis principales países de la zona euro y, del área euro como un todo. Este indicador contempla las dos dimensiones de los datos, la temporal y la cruzada entre países. La filosofía de este indicador sintético está en concentrarse en extraer los factores comunes de cada serie y eliminar los movimientos idiosincrásicos asociados al corto plazo. Así un indicador cíclico será tanto más útil cuanto mejor muestre las tendencias subyacentes de medio y largo plazo. En este sentido, y con pequeñas revisiones de los últimos datos, permite realizar un seguimiento mensual del crecimiento del PIB filtrado de los movimientos de corto plazo.

En estos momentos, los indicadores adelantados señalan un crecimiento para el primer semestre para la UEM muy débil e incluso no se descarta que en el primer trimestre pudiera ser negativo. En el mismo sentido apunta el ISA-BBVA, con crecimientos del 0,1 y 0,3% en los dos primeros trimestres respectivamente, no descartándose el retroceso de la actividad en el primero. El Eurocoin señala que en febrero, último dato disponible, la economía de la UEM crecía a un ritmo del 0,3% trimestral, similar al registrado en los últimos meses. Para el segundo trimestre todos los indicadores muestran previsiones de crecimiento superiores a las estimadas para el primero.

Reino Unido

Menos consumo

En el Reino Unido, la incertidumbre asociada al conflicto de Iraq ha supuesto un freno para la actividad en los primeros meses de 2003. Sin embargo, para el segundo semestre se espera una recuperación moderada, con un crecimiento más equilibrado que el de los últimos años, en los que la fortaleza del consumo ha contrastado con la debilidad de la inversión y del sector exterior. Se prevé un crecimiento del 2,0% en 2003 y del 2,4% en 2004.

Las caídas bursátiles de los primeros meses del año y los aumentos de los precios del petróleo han afectado muy negativamente a la confianza de los consumidores, en mínimos desde 1998. Con todo, es probable que la disipación de la incertidumbre geopolítica no baste para volver a los crecimientos del consumo de los últimos años. La renta disponible se moderará en 2003 por el menor crecimiento de los salarios reales y por el aumento de las cotizaciones de la seguridad social. Además, la moderación de los precios de la vivienda limitará el crecimiento de la riqueza inmobiliaria, hasta ahora un factor de soporte del consumo. Se prevé que el crecimiento del consumo se reduzca hasta el 2,3%, en comparación con el 3,9% de 2002.

De hecho, la mayoría de analistas coinciden en que el crecimiento de los precios de la vivienda, que en los últimos meses ha superado el 20% interanual, no puede explicarse en su totalidad por sus fundamentos económicos (aumento de la renta disponible, reducción de los tipos de interés). Por ello preocupa que pueda producirse una caída brusca de los precios.

Sin embargo, anteriores episodios de ajuste brusco de los precios inmobiliarios se produjeron como consecuencia de incrementos agresivos de los tipos de interés, que parecen poco probables en la situación actual, al menos en el corto plazo. Además, los cambios en la legislación y los criterios de concesión de hipotecas de la última década reducirían el impacto de un aumento de los tipos sobre el mercado inmobiliario. Por tanto, aunque el riesgo asociado a esta corrección no es despreciable, se espera que los precios de la vivienda inicien una senda de desaceleración moderada en los próximos meses.

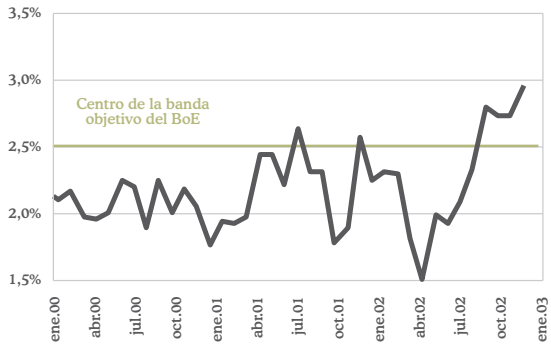
Por otra parte, la inversión moderará su crecimiento negativo en la primera mitad de 2003 y registrará una ligera recuperación en la segunda mitad del año, con la mejoría de las perspectivas del escenario internacional. El sector exterior, que restó un punto porcentual al crecimiento en 2002, reducirá notablemente su aportación negativa en 2003 hasta el -0,2%, con una recuperación moderada de las exportaciones en la segunda mitad del año.

Tipos oficiales en mínimos

La inflación sin hipotecas, que es la que usa como referencia el Banco de Inglaterra, repuntó hasta el 3,0% en febrero, máximo desde 1998 debido a los componentes de alimentación, vestido y, sobre todo, energía. Para el conjunto del año se espera que la inflación se mantenga en media por encima del centro de la banda del objetivo del Banco de Inglaterra, del 2,5%, en buena medida por el aumento de los precios de la energía.

El Banco de Inglaterra redujo los tipos de interés en 25 puntos básicos en enero situándolos en el 3,75%, mínimo desde 1955. A pesar del aumento de la inflación es probable que se produzca un nuevo recorte en el segundo trimestre ante la debilidad de la demanda, con lo que los tipos podrían situarse en el 3,50% a mediados de año. Posteriormente los tipos se mantendrán estables hasta el primer trimestre de 2004, momento en el que se podría iniciar un nuevo ciclo de subidas.

Gráfico 3.7.
Reino Unido. Inflación RPIX
Variación interanual



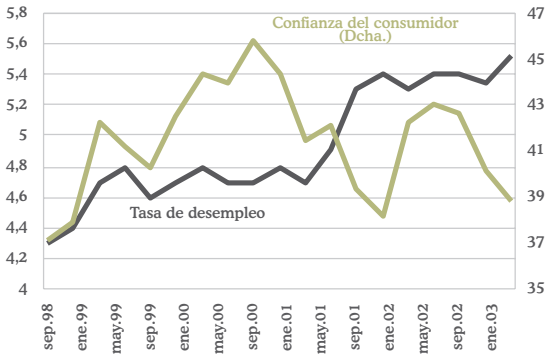
Fuente: Oficina Nacional de Estadística y BBVA

Cuadro 3.4.
Reino Unido. Cuadro macroeconómico y previsiones

Variación interanual	2001	2002	2003	2004
Consumo Privado	3,8	3,9	2,3	2,2
Consumo Público	2,3	4,2	2,8	2,0
Form.B.C.Fijo	0,8	-4,5	-0,1	4,0
Var.Existencias (*)	-0,6	-0,1	0,0	0,0
Dd. Nacional (*)	**2,4**	**2,4**	**2,1**	**2,5**
Exportaciones	0,9	-1,4	2,5	4,8
Importaciones	2,3	1,2	2,7	4,5
Saldo Exterior (*)	**-0,6**	**-1,0**	**-0,2**	**-0,2**
PIB a p.m.	**1,9**	**1,6**	**2,0**	**2,4**
Inflación	**2,1**	**2,2**	**2,7**	**2,5**

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

Gráfico 4.1.
Japón. Tasa de desempleo y confianza del consumidor



Fuente: Instituto de Investigación Económica y Social y Ministerio de Trabajo y Bienestar

Cuadro 4.1.
Japón. Cuadro macroeconómico y previsiones

Variación interanual	2001	2002	2003	2004
Consumo Privado	1,7	1,4	0,4	0,6
Consumo Público	2,5	2,3	1,0	0,7
Form.B.C.Fijo	-1,2	-4,4	0,7	1,4
Var.Existencias (*)	0,0	-0,4	0,0	0,0
Dd. Nacional (*)	**1,1**	**-0,4**	**0,6**	**0,8**
Exportaciones	-6,1	8,1	5,1	5,5
Importaciones	0,1	2,1	5,4	4,0
Saldo Exterior (*)	**-0,7**	**0,7**	**0,1**	**0,2**
PIB a p.m.	**0,4**	**0,3**	**0,6**	**1,0**
Inflación	**-0,7**	**-0,9**	**-0,5**	**-0,4**

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

4. Asia

Japón: otro año de estancamiento

Tras los datos del cuarto trimestre, que sorprendieron positivamente, la economía japonesa creció un 0,3% en 2002, gracias sobre todo al buen comportamiento del sector exterior, que aportó 7 décimas de crecimiento al PIB. Sin embargo, diversos factores han generado incertidumbre sobre la evolución de la actividad en los primeros meses de 2003. Al efecto del conflicto en Iraq se unen, en el caso de Japón, la tensión geopolítica por la situación en Corea del Norte y la reciente epidemia de neumonía atípica o "Síndrome Respiratorio Agudo Severo" (SRAS), que podría amenazar el crecimiento de las principales economías del sudeste asiático. Con todo, se prevé una ligera recuperación de la actividad, que en 2003 crecerá un 0,6%. Las perspectivas para 2004 apuntan a un crecimiento del 1%.

La incertidumbre del escenario internacional y el fuerte aumento del precio del petróleo han afectado negativamente a la confianza de los consumidores, que se situó en marzo en su nivel mínimo desde febrero de 2002, lo cual contribuirá a un bajo crecimiento del consumo en los primeros meses del año. En el segundo semestre, a pesar de la mejoría en el escenario internacional, diversos factores apuntan a que se mantendrán crecimientos reducidos del consumo. Entre ellos cabe destacar la elevada tasa de desempleo, que se mantendrá cerca de sus máximos históricos y unos salarios estancados en términos reales. Por otra parte, se prevé una ligera recuperación de la inversión, apoyada por las buenas perspectivas del sector exterior. Sin embargo, la utilización de la capacidad instalada sigue siendo baja en términos históricos y las empresas soportan un elevado nivel de endeudamiento, por lo que se prevé que dicha recuperación sea lenta. Por último, el sector exterior seguirá teniendo una aportación positiva al crecimiento en 2003 (0,1%), aunque ésta será menor que en 2002. La paulatina recuperación internacional será un factor de soporte de las exportaciones, aunque la epidemia del SRAS, que afecta a algunos de los principales socios comerciales de Japón, supone un riesgo a la baja.

Entre tanto, se espera que continúe la deflación (–0,5%) por quinto año consecutivo. La trampa de liquidez asociada a este proceso deflacionista, unida a la mala situación financiera de los bancos japoneses, cuyos balances presentan un elevado volumen de préstamos dudosos, limitan la efectividad de la política monetaria. El inicio de la etapa de Toshihiko Fukui como gobernador del Banco de Japón el pasado 19 de marzo levantó expectativas sobre posibles cambios en la orientación de la política monetaria. Tras sus primeras intervenciones, parece descartarse la adopción de un *inflation targeting*, sobre la que se había especulado. Sin embargo, el nuevo gobernador podría tomar una actitud más agresiva que la de su predecesor en la lucha contra la deflación, en una línea más cercana a las tesis del Ministerio de Finanzas nipón. Entre las primeras medidas que podría adoptar cabe destacar el aumento de la compra de acciones de las carteras de los bancos, el incremento del límite máximo de compra de bonos del gobierno, que hasta ahora se ha situado en 1.200 millones de yenes al mes e incluso la compra títulos emitidos por las empresas (respaldados por activos), lo que permitiría una inyección directa de liquidez a las mismas.

Estas medidas se vendrían a unir a los planes antideflacionistas del gobierno, que persiguen una reestructuración del sector financiero y empresarial, al mismo tiempo que se asegura la solvencia de los bancos. Estas medidas, que incentivan la provisión de los préstamos insolventes y la inyección de dinero público para reestructurar

las empresas con dificultades, son en general positivas, pero su ritmo es demasiado lento. El volumen de préstamos insolventes sigue aumentando y sigue sin provisionarse adecuadamente, lo cual favorece la pervivencia de empresas y sectores ineficientes. La superación de los problemas de la economía japonesa requiere medidas más decididas, que supongan una auténtica reestructuración de la economía. Si ello se acompaña de una expansión monetaria y, posiblemente, de una depreciación moderada del yen, la espiral deflacionista podría romperse en el futuro. Sin embargo, las perspectivas no apuntan a que ello vaya a ocurrir en el corto plazo por lo que por el momento persistirán la deflación y las reducidas tasas de crecimiento.

Resto de Asia, ¿problemas de salud?

El comportamiento de las economías del resto de Asia ha sido mejor del esperado en 2002, con un crecimiento del 6,7% en el conjunto del área, a pesar de las dudas en el escenario internacional. De cara a 2003, se espera que se mantengan tasas de crecimiento elevadas pero menores a las del año anterior, en el entorno del 5,5%. A este menor crecimiento contribuye la incertidumbre en el escenario internacional y el mayor precio del petróleo en los primeros meses del año, que ha afectado en gran medida a estos países, con una elevada dependencia energética. A ello cabe añadir factores de incertidumbre que afectan a países determinados. El reciente aumento de la tensión en Corea del Norte aumenta el riesgo de un escenario de incertidumbre geopolítica en la zona, que tendría efectos muy negativos sobre las economías limítrofes, especialmente Corea del Sur. Además, la reciente aparición de la epidemia del SRAS, cuyo alcance todavía es difícil de predecir, tiene consecuencias muy negativas sobre las economías afectadas, entre las que de momento destacan China y Honk Kong. En estos países, el turismo (cuyos ingresos suponen 5% del PIB en el caso de Honk Kong) se está viendo prácticamente paralizado y las ventas minoristas se están viendo seriamente afectadas. Todos estos elementos frenan la recuperación de la actividad en el corto plazo. Sin embargo, la superación de estas incertidumbres debería impulsar la demanda exterior, que sigue siendo el principal motor de la región, y con ello el crecimiento en la segunda mitad de 2003.

Por otra parte, se observan presiones a la baja en la inflación en varios países. A pesar del repunte del precio del petróleo, se prevé que la inflación en el área se sitúe en el 1,5% en 2003. En este contexto, es probable que las políticas monetarias adopten un tono expansivo en la mayoría de países.

China ha seguido liderando el área, con un crecimiento del 8% en 2002. Los principales factores de soporte han sido las políticas de demanda, con notables expansiones monetarias y aumentos de la inversión pública, y la fortaleza del sector exterior. A pesar de la debilidad de las principales economías, tanto las exportaciones como las importaciones crecieron a tasas cercanas al 15%, impulsadas por el ingreso de China en la OMC. De cara al año 2003, estos mismos factores permitirán mantener tasas de crecimiento elevadas, aunque los riesgos que se acumulan en la primera mitad del año han llevado a revisar a la baja las previsiones iniciales. La previsión actual se sitúa en el 6,8%. Por otra parte, las reducciones arancelarias, el incremento de las importaciones de bienes y las ganancias de eficiencia en muchos sectores siguen presionando a la baja los precios. Sin embargo, el componente de servicios, que ha ganado peso en los últimos años, se comporta en el sentido contrario. En este contexto, los precios al consumo se mantendrán prácticamente estables en 2003, con una inflación del 0,2%.

Cuadro 4.2.
Asia. PIB e inflación

	Previsiones de crecimiento			
	2001	2002	2003	2004
NPI	0,8	4,6	3,4	4,4
ASEAN	2,6	4,3	3,8	4,3
China	7,3	8,0	6,8	7,3
TOTAL*	5,3	6,7	5,6	6,2

	Previsiones de inflación			
	2001	2002	2003	2004
NPI	2,0	1,0	1,7	1,9
ASEAN	6,7	6,1	5,4	4,9
China	0,7	-0,8	0,2	1,5
TOTAL*	2,1	0,8	1,5	2,2

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

Fuente: FMI y BBVA.

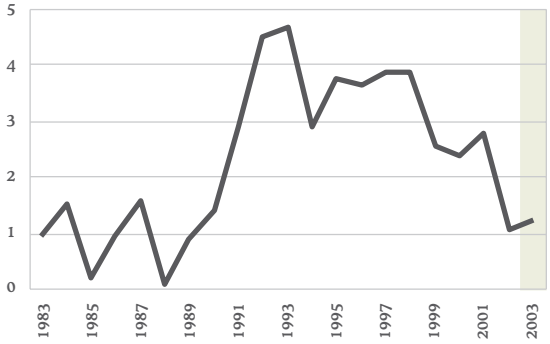
5. América Latina

Las entradas de capitales extranjeros se estabilizarán en 2003

Las entradas netas de capital en términos de PIB se han venido reduciendo en el área sistemáticamente desde el año 1997 en que alcanzaron niveles próximos al 4%. Sin embargo, se espera que en 2003 toque finalmente suelo tras 5 años seguidos de caídas. El comportamiento de la región en este aspecto no es ni será muy distinto al de otras economías emergentes. Los flujos de capital hacia mercados emergentes han caído desde la crisis asiática de 1997. En 2003 las entradas netas de capital a Latinoamérica se estabilizarán en torno al 1% del PIB, cifra similar a la de 2002. En esta proyección se asume que la región no sufre nuevas turbulencias financieras en 2003.

A diferencia de otras economías emergentes, Latinoamérica es una región muy dependiente de los flujos de capital y, además, en una doble perspectiva. En primer lugar, su crecimiento económico está fuertemente influenciado por la evolución de los capitales internacionales. Cuando hay entradas de capital significativas la región presenta un buen desempeño económico. Cuando los capitales internacionales se retraen la región entra en un estancamiento o incluso una recesión. Así, el crecimiento medio durante el período 1991-1998 fue del 3,6%, junto con unas entradas de capital del 3,7% del PIB. Por otra parte, durante 1998-2003 se espera un crecimiento medio del 1,1%, con una entradas de capital medias del 2,0% del PIB.

Gráfico 5.1.
América Latina. Entradas netas de capital
% PIB



Fuente: BBVA

La escasa financiación externa saca a la luz las debilidades financieras

En segundo lugar, la inversión y, en parte, el gasto público durante la década de los noventa han descansado sobre la financiación internacional. Muchos países de la región han acumulado deuda externa, reflejo de las favorables condiciones de financiación de las que disfrutaron en el período 1991-1997. Desgraciadamente, la abrupta caída en los flujos de capital está generando dificultades para financiar dicha deuda externa. El caso más evidente es Argentina. Ante la falta de recursos procedentes del exterior, la vía de ajuste para estos países pasa por un tipo de cambio más depreciado y una fuerte caída de la demanda interna como mecanismo para crear un superávit comercial suficiente para hacer frente al servicio de la deuda. Así, la región se enfrenta a 5 años de bajo crecimiento, junto con unos tipos de cambio que en términos reales son similares a los de los años ochenta. A modo de ejemplo, el PIB en dólares de los siete países más grandes de la región en 2002 es similar al de 1994 y un 20% inferior al de 1998. Si, como anticipamos, las entradas de capital se estabilizan a partir de 2003, la región mostraría un crecimiento moderado este año, acompañado de una estabilización cambiaria, aunque no se prevee una recuperación vigorosa.

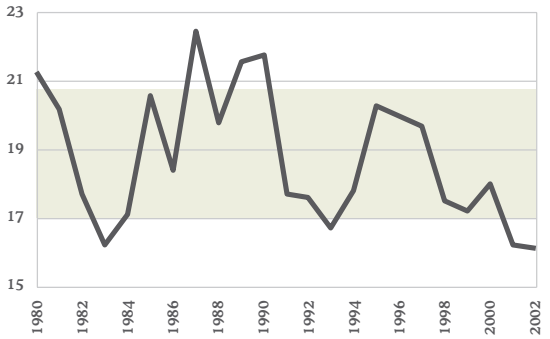
Gráfico 5.2.
América Latina. Deuda externa

Fuente: IIF

El ahorro interno, en niveles mínimos

La falta de financiación internacional está impactando sobre los mercados locales de capitales. Ante la dificultad para financiarse en el exterior, las empresas, pero sobre todo los gobiernos, están acudiendo a los estrechos mercados locales. Como consecuencia de ello, desde 1996 el ahorro interno (ahorro público y privado) se está reduciendo a escala agregada en términos del PIB. Está teniendo lugar el clásico efecto *crowding-out* del gasto público sobre la inversión. De hecho, y según nuestras proyecciones, el ahorro interno podría haber tocado mínimos en 2002. Así, la región se enfrenta a un doble problema: se estrecha la financiación internacional y el ahorro interno se reduce. La variable de ajuste en este proceso es la inversión. Pero si el ahorro interno no se recupera, la inversión seguirá deprimida, lastrando el crecimiento potencial de la región. Más que nunca, y de cara al futuro, el aumento del ahorro interno será un factor clave para el desarrollo regional.

Gráfico 5.3.
América Latina. Ahorro interno agregado
% PIB



Fuente: BBVA basado en datos del IIF

6. Mercados

Tipos de interés

Elevado riesgo geopolítico

El mantenimiento de una elevada incertidumbre como consecuencia del conflicto con Iraq ha sido el principal determinante de la evolución de los mercados financieros durante los últimos meses, el contexto macroeconómico se ha caracterizado por el elevado precio del petróleo, el mantenimiento de los principales índices bursátiles deprimidos, penalizando sobre todo al sector tecnológico, y la presión adicional a la baja sobre los tipos de interés en los distintos plazos de la curva. En este sentido, los activos refugio como el oro o la deuda han sido los más beneficiados.

La incertidumbre fue máxima a principios de marzo, antes del inicio del ataque a Iraq, cuando el precio del petróleo alcanzó máximos de 34 dólares por barril de Brent. Tras el inicio del ataque, la prima de guerra se redujo considerablemente, el precio del petróleo descendió y se observaron ganancias generalizadas en los principales índices bursátiles, de entre el 10 y el 15%.

Menores perspectivas de tipos de interés

Las perspectivas de reducción de tipos de interés en el mercado monetario son un reflejo de la elevada incertidumbre existente.

En los últimos meses, ha continuado la relajación monetaria por parte de los principales bancos centrales, a pesar del aumento del precio del petróleo. Tras el último recorte de los Fondos Federales por parte de la Reserva Federal, a principios de noviembre, varios bancos centrales han seguido su ejemplo, como el BCE o los de Dinamarca, Noruega, Suecia y Suiza[1]. Pero esto no parece haber sido suficiente.

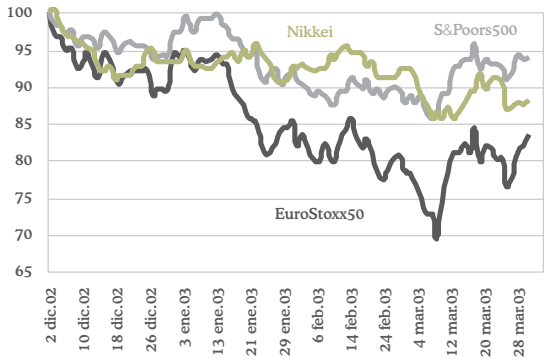
De hecho, en EE.UU. se observa que los tipos de interés descontados en los mercados de futuros para finales de año no se corresponden con las perspectivas de recuperación de la actividad de los analistas para la segunda mitad del año, sino que son significativamente más bajos. Esto es, que los mercados asignan una probabilidad no despreciable a un escenario macro menos benigno. Esto se puede observar con un simple ejercicio que considera los tipos de interés a tres meses descontados por los futuros como una media ponderada de, por un lado, los derivados de un escenario en el que la incertidumbre se disipa con rapidez y, por otro, los que se observarían en un escenario de guerra con importantes costes para el crecimiento[2]. Probabilidad, con todo, inferior a la que se obtenía a principios del mes de marzo, antes del inicio de la guerra, cuando el mantenimiento de la incertidumbre tras varios meses de espera suscitó que ésta alcanzase niveles próximos al 50%.

En el tramo corto de la curva de deuda, la presión a la baja sobre los tipos de interés también ha sido notable. La huida hacia la calidad y el deterioro de las perspectivas de crecimiento situaron los tipos de interés a dos años en nuevos mínimos, alcanzando tasas del 1,3% en EE.UU. y del 2,2% en Alemania. De esta forma, a pesar del descenso observado en los tipos a largo plazo, la pendiente de la curva de deuda se ha mantenido elevada.

Refugio en deuda

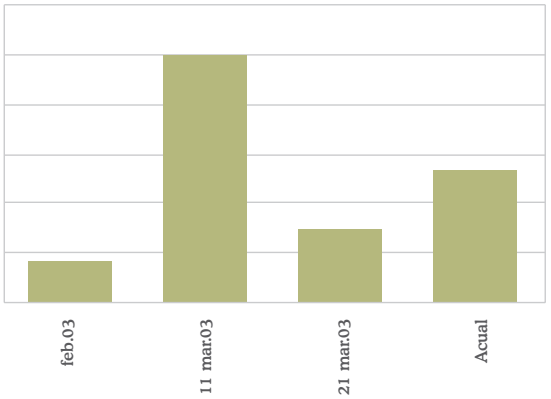
En el tramo largo de la curva, los tipos de interés a largo se han mantenido bajos en EE.UU., mientras el descenso ha sido más acusado si cabe en Europa. En concreto, en momentos de máxima incertidumbre éstos han alcanzado mínimos del 3,6% en EE.UU., y del 3,8% en Alemania, superando en el caso de este último los mínimos de finales de 2002. Este descenso ha sido generalizado en los distintos países miembros de la UEM, aunque destaca la notable reducción del diferencial

Gráfico 6.1.
Principales índices bursátiles
1 dic=100



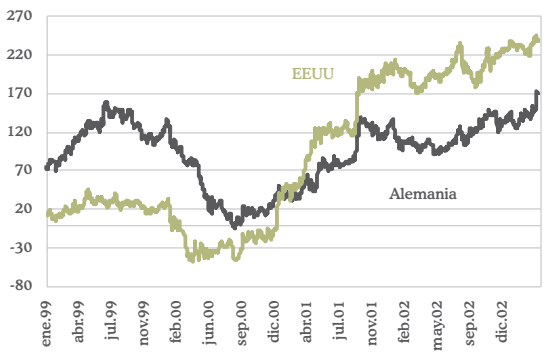
Fuente: Bloomberg

Gráfico 6.2.
Probabilidad de un escenario menos benigno aproximada a partir de los futuros a tres meses en EE.UU.



Fuente: Bloomberg y BBVA

Gráfico 6.3.
Pendiente de la curva de deuda 10-2 años
En puntos básicos

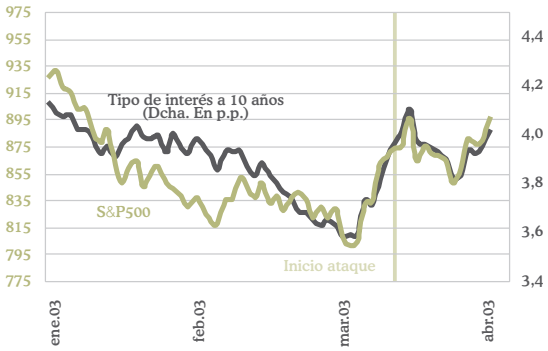


Fuente: Bloomberg

[1] El Banco Central de Canadá, dentro de los países del G7, ha sido el único en empezar el ciclo alcista de tipos de interés.

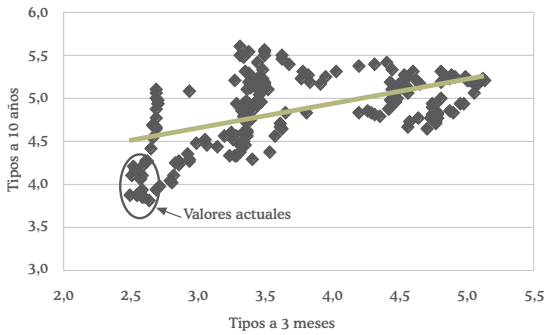
[2] Esto es, los tipos de interés a tres meses descontados en los mercados de futuros para diciembre de 2003 se expresan como: $r = p^*r^{riesgo} + (1-p)^*r^{consenso}$. Los tipos de interés r^{riesgo} y $r^{consenso}$ se estiman utilizando una regla de política monetaria en cada uno de los dos escenarios.

Gráfico 6.4.
EE.UU. Tipo de interés a largo plazo y bolsa



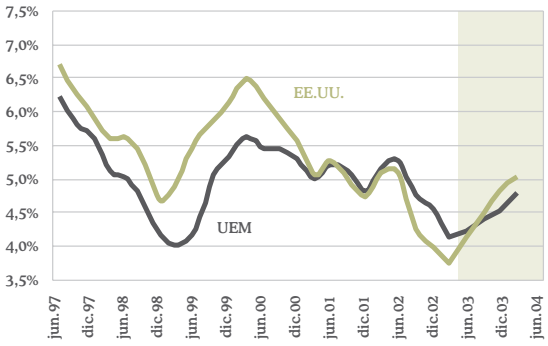
Fuente: Datastream

Gráfico 6.5.
Alemania. Tipos a 10 años y 3 meses



Fuente: Datastream y BBVA

Gráfico 6.6.
Tipos a 10 años y previsiones
En puntos porcentuales. Medias trimestrales



Fuente: Bloomberg y BBVA

respecto al *Bund* alemán (véase recuadro "Diferenciales de tipos de interés en el mercado de bonos de la UEM").

El deterioro de las perspectivas de crecimiento, las expectativas de nuevos descensos de los tipos oficiales y el efecto refugio en deuda derivado de la elevada incertidumbre han sido los principales determinantes. Pese al repunte observado tras el inicio de la guerra con Iraq, los riesgos siguen pesando y los tipos de interés permanecen en niveles bajos, dadas las perspectivas de crecimiento e inflación de las economías. Como recoge el gráfico adjunto, una simple regresión de los tipos a largo plazo sobre los tipos a tres meses muestra que los primeros se mantienen en niveles reducidos respecto a la relación históricamente observada.

En este sentido, a corto plazo la incertidumbre puede seguir pesando en los mercados, lo que contribuirá a mantener los tipos bajos. Con todo, nuevos descensos de los tipos de interés hacia niveles mínimos no se corresponderían con el actual escenario de crecimiento y serían más acordes con un escenario de recesión. Algo que no parece lo más probable.

Tipos largos y déficit público

A medio plazo, las expectativas de recuperación y la salida de capitales de deuda, consecuencia del fin del efecto refugio, presionarán los tipos a largo plazo al alza, aunque de forma moderada. En concreto, en Alemania, un modelo de previsión para los tipos de interés a largo plazo apunta hacia niveles del 4,5% a finales de año, continuando la senda alcista en 2004. Niveles que, con todo, siguen siendo históricamente bajos.

En EE.UU., el repunte en los tipos de interés podría ser mayor como consecuencia del notable deterioro observado en las cuentas públicas en los últimos meses. Así, el mayor déficit público previsto podría suponer un impulso al alza importante sobre los tipos a largo plazo, de unos 40 pb adicionales en el plazo de un año (véase artículo "Déficit público y tipos a largo plazo en EE.UU."). De esta forma, si se confirman las expectativas de crecimiento a tasas próximas al 3% a finales de año, con una inflación cercana al 2% y una expectativas de aumentos en los tipos de interés a corto plazo, y un aumento importante de las necesidades de financiación, los tipos de interés a largo plazo podrían aproximarse a tasas del 4,9% a finales de año, alcanzado los niveles de principios de 2002.

Riesgo corporativo reducido

En este contexto de elevada prima de riesgo, cabe destacar la favorable evolución del crédito corporativo, tanto en EE.UU. como en la UEM. En concreto, en EE.UU., los *spreads* de crédito, que durante la segunda parte de 2002 habían estado aumentando, han mantenido la senda descendente iniciada en el pasado mes de noviembre. En Europa, ha sucedido algo similar. Así, en un contexto de posible resurgimiento de los temores contables ante las noticias de quiebra de la holandesa Ahold, las revisiones a la baja de los beneficios empresariales y la negativa evolución de los precios bursátiles, contrasta la reducción observada en los *spreads* de crédito.

Uno de los factores que subyace a este movimiento puede ser el resultado de los esfuerzos normativos realizados para aumentar la confianza y la transparencia. En este sentido, se estaría corrigiendo la excesiva penalización de meses anteriores. Otro factor que puede haber afectado es la reducción observada en el volumen de emisiones de deuda corporativa, como consecuencia de los esfuerzos por parte de las empresas para reducir su elevado endeudamiento. Otras explicaciones apuntan a cuestiones técnicas de composición del índice o mayor preferencia de los bonos corporativos respecto a la deuda pública[3]. Con todo, la valoración es positiva en la medida en que la reducción del riesgo corporativo disminuye los costes de financiación de las empresas tanto en EE.UU. como en Europa.

[3] Véase recuadro nº2, Boletín Mensual del BCE, abril 2003.

Tipos de cambio

Incertidumbre bélica y dólar

En los últimos meses, de manera similar a lo acaecido en el resto de los mercados, el principal determinante en el mercado de divisas ha sido el desarrollo del conflicto bélico con Iraq, en detrimento de las noticias que se han ido conociendo sobre la evolución de las distintas economías.

En este contexto de elevada incertidumbre, el dólar, una de las divisas más perjudicadas por la prima de guerra, se ha depreciado de forma generalizada. En términos efectivos nominales, se sitúa actualmente en niveles de finales de 1999, acumulando una depreciación superior al 8% respecto a la media del año pasado, y de más del 13% respecto a los máximos alcanzados a principios de 2002. De esta forma, el dólar no ha reflejado durante estos meses el histórico papel de moneda refugio que mostraba en anteriores episodios de turbulencias. La creencia de que los costes del conflicto con Iraq recaerían principalmente sobre la economía estadounidense ha sido uno de los factores que han penalizado al dólar. De hecho, éste ha mantenido una correlación negativa con la evolución del precio de otros activos refugio, como el precio del oro.

El euro, beneficiado, supera todas las expectativas

En este contexto, el euro, beneficiándose de la debilidad del dólar, se ha apreciado de forma notable. Actualmente, acumula una apreciación próxima al 12% con el dólar respecto a la media de 2002. Tras permanecer próximo a la paridad a finales de 2002, ha continuado el movimiento de apreciación iniciado en la primavera del año pasado. Movimiento que ha sorprendido en magnitud y también en rapidez. De hecho, como muestra el gráfico adjunto, la apreciación del euro ha superado sistemáticamente las previsiones del consenso de analistas a un plazo de tres meses.

Corto plazo, ¿"rally" del dólar?

En el corto plazo, la incertidumbre geopolítica seguirá pesando más que los fundamentos económicos. Así, en momentos de máxima incertidumbre, en que se otorgaba una elevada probabilidad a un escenario de guerra menos benigno para la actividad, se alcanzaron máximos próximos a 1,11 dólares por euro, mientras una vez iniciado el ataque y, por lo tanto, disipada parte de la incertidumbre, éste se apreció hasta niveles de 1,05 con el euro.

En este sentido, en los próximos meses, se puede observar un segundo movimiento de apreciación del dólar en la medida en que se corrija el pesimismo existente en los mercados y disminuya la prima de guerra asociada a la divisa estadounidense. Este movimiento podría comportar una apreciación similar en magnitud a la observada tras el inicio del ataque. Con todo, ésta no sería duradera, en la medida que otros factores están pesando en la determinación del dólar.

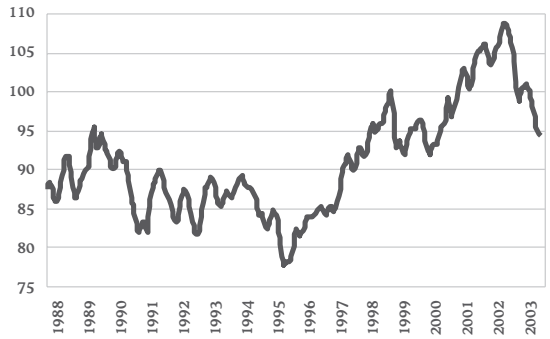
¿Fin del "dólar fuerte"?

A medio plazo, varios son los factores a tener en cuenta. Por un lado, hay que considerar el cambio observado en el gabinete económico de G. Bush y sus efectos sobre el tipo de cambio a medio plazo. La sustitución del Secretario del Tesoro Paul O´Neill por John Snow, aunque motivada también por temas de política fiscal, ha llevado a suponer que podría producirse un giro en la política del "dólar fuerte" observada durante los últimos años.

Por otro lado, se ha producido un cambio importante en la percepción de la economía de EE.UU. como destino de los capitales de inversión.

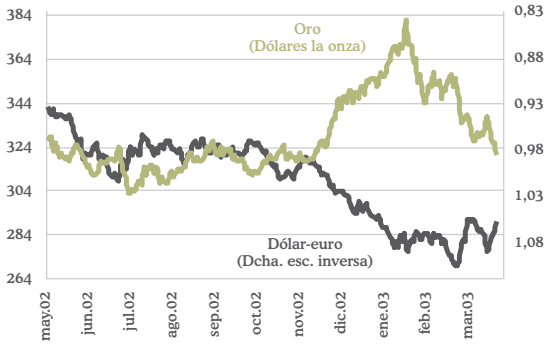
La fuerte expansión fiscal realizada en EE.UU. ha generado un déficit público próximo al 2% del PIB, mientras que hace tan sólo dos años había superávit en las cuentas públicas de la misma magnitud. Esta caída del ahorro público no se ha visto compensada en su totalidad con un aumento del ahorro privado, por lo que el ahorro nacional se mantiene en niveles mínimos. En un contexto de bajas tasas de inver-

Gráfico 6.7.
Dólar: tipo de cambio efectivo nominal
Con las principales divisas



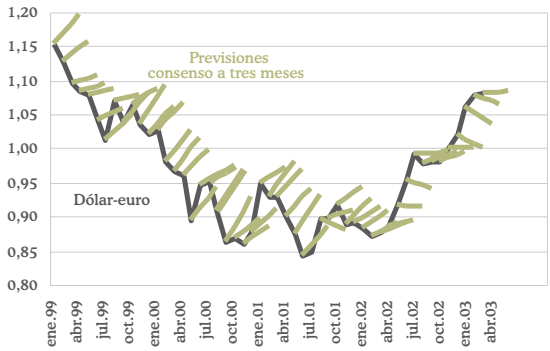
Fuente: Reserva Federal

Gráfico 6.8.
Dólar-euro y precio del oro



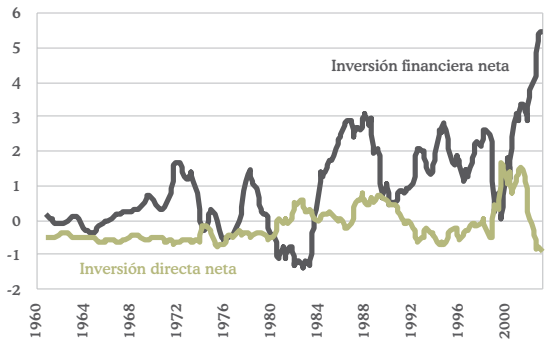
Fuente: Bloomberg

Gráfico 6.9.
Tipo de cambio dólar-euro y previsiones del consenso a tres meses



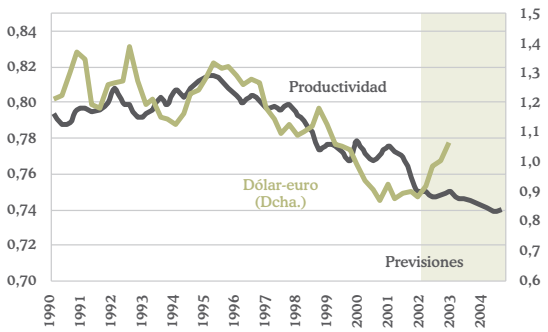
Fuente: BCE y Consensus Forecast

Gráfico 6.10.
EE.UU. Balanza de capital
En porcentaje del PIB



Fuente: Bureau of Economic Analysis

Gráfico 6.11.
Productividad en la UEM (EE.UU.=100) y dólar-euro



Fuente: BCE y BBVA

Gráfico 6.12.
Tipo de cambio dólar-yen

Fuente: Bloomberg

sión, el déficit por cuenta corriente, que ha alcanzado cifras próximas al 5% se interpreta como un signo de debilidad de la economía. Resurge, así, el temor a los *twin déficits* de mediados de los años ochenta. El hecho de que la práctica totalidad de flujos de capital hacia EE.UU. sea inversión en cartera y no inversión directa, como en años anteriores, puede reflejar una pérdida de confianza en la economía de EE.UU. por parte de los inversores. De esta forma todo apunta a que en el medio plazo se producirá una depreciación del dólar a medida que se alcanza una posición de balanza por cuenta corriente más sostenible.

Históricamente, en las economías de la OCDE, se observa que niveles del 5% del PIB de déficit se corresponden con un ajuste de la balanza por cuenta corriente en un plazo de unos tres años con una depreciación media del TCER de alrededor del 20%. En EE.UU. se observa que un 10% de deprecación del TCER permite un ajuste de un punto de PIB del saldo por cuenta corriente. Considerando un déficit sostenible del 3-3,5%, el TCER debería ajustarse alrededor del 15-20% respecto a los niveles máximos. Depreciación que podría ser mayor teniendo en cuenta las sobrereacciones que se suelen observar en estos episodios.

Límites a la depreciación del dólar

Pese a lo anterior, los determinantes del tipo de cambio a medio y largo plazo limitan la depreciación del dólar. En este sentido, las perspectivas apuntan a un crecimiento de la actividad mayor en EE.UU. que en la UEM, con una ampliación del diferencial de productividad entre ambas áreas que, aunque menor que en períodos anteriores, favorece una apreciación del dólar. La evolución prevista para el diferencial de tipos de interés a largo plazo actuaría en el mismo sentido, al esperar un mayor aumento de los tipos de interés en EE.UU.

En este sentido, en un contexto de bajo crecimiento, parece difícil apostar por una apreciación importante del euro respecto al dólar. La apreciación actual de la divisa ha sido bien recibida por las autoridades monetarias, en la medida en que se reduce la inflación, pero apreciaciones adicionales también suponen un deterioro de la competitividad externa, en un contexto de bajo crecimiento de la demanda interna.

El resultado de la interacción de todos estos factores se puede recoger en el modelo de previsión para el dólar-euro[1] . Teniendo en cuenta la presión depreciadora sobre el dólar de las elevadas necesidades de financiación de la economía, aproximado mediante el diferencial de balanza por cuenta corriente entre ambas áreas, el modelo predice un dólar un 10% más depreciado respecto a 2002, finalizando el año en niveles entre 1,05-1,10, con cierta estabilidad en 2004.

El yen, intentando depreciarse

La depreciación del dólar no ha sido bien recibida por parte de las autoridades japonesas, dada la presión apreciadora sobre el yen que ha generado. Así, la divisa nipona ha llegado a alcanzar niveles mínimos de 117 yenes por dólar en el mes de marzo, coincidiendo con la proximidad del cierre del año fiscal. En este contexto, las intervenciones en el mercado de divisas por parte del Banco de Japón desde principios de año, pese a que no han sido muy importantes en magnitud respecto a los volúmenes de otras intervenciones, parecen haber frenado la apreciación del yen. Así, éste ha estado fluctuando en los últimos meses entre los 117-122 yenes por dólar. Rango en el que podría mantenerse en el corto plazo.

Con todo, un yen débil sigue siendo la única salida a corto plazo para incentivar las exportaciones e importar inflación. Con el nuevo gobernador del Banco de Japón, Fukui, las autoridades monetarias van a seguir con una política agresiva de debilitamiento del yen. En este contexto, todo apunta hacia una progresiva depreciación del yen a medio plazo hacia niveles próximos a 130 yenes por dólar.

[1] Véase, artículo “Un modelo de previsión para el dólar-euro” Situación Global Junio 2000.

Materias primas

El precio del crudo se desploma con el comienzo de la guerra en Iraq

El precio del petróleo tipo Brent, que cotizaba a 33,9 dólares el barril de Brent cayó hasta el entorno de los 25 $/b con el inicio de la guerra en Iraq y los rápidos progresos de la coalición militar de Estados Unidos y Reino Unido. Todo sugiere que la guerra se desarrolla de acuerdo con lo esperado por los mercados, es decir, una guerra corta y sin que la infraestructura petrolera iraquí sufra severos desperfectos. Sin embargo, la evolución del conflicto no es el único elemento que está afectando al mercado de crudo.

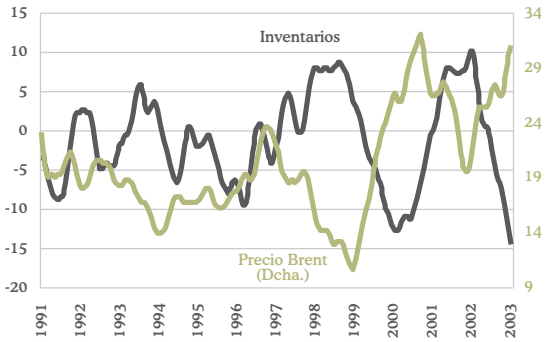
Por el lado de la oferta, Venezuela está recuperando su producción tras la huelga de la empresa pública PDVSA, aunque lentamente. Por el lado de la demanda, las reservas de petróleo en los países industrializados están en niveles mínimos operativos. Esto sugiere que no hay capacidad adicional para desacumular inventarios y acomodar un *shock* negativo de oferta. Esto implica que en los próximos meses debe aumentarse la demanda de crudo para recomponer estos inventarios. Además, históricamente niveles bajos de inventarios han venido acompañados de precios relativamente más elevados. Según la Agencia Internacional de la Energía (AIE), la producción venezolana en noviembre de 2002 era de 3,4 millones de barriles diarios (mbd). En marzo de 2003 dicha producción se ha situado en 1,7 mbd. Además, en Nigeria -cuarto país productor de la OPEP- la producción podría verse negativamente afectada si los problemas políticos (y tribales) en la región petrolera aumentan. Finalmente, hay que destacar que la capacidad de producción sobrante en la OPEP es muy reducida. En noviembre de 2002, los países de la OPEP tenían una capacidad de producción potencial de 30,3 mbd, frente a una producción efectiva de 26,5 mbd, es decir, tenían una capacidad sobrante de 3,8 mbd. Sin embargo, la AIE estima que la OPEP estaría produciendo al máximo de su capacidad en abril, que sería de tan solo 26,7 mbd. En otras palabras, la OPEP no tiene capacidad sobrante y fuera de la OPEP ésta es mínima.

Estos factores nos han llevado a aumentar el precio para finales de 2003 hasta los 25 $/b, frente a los 23 $/b previamente anticipados. El precio medio para 2003 se sitúa, en este caso, en 28 $/b, frente a los 25 $/b de 2002.

De acuerdo con las previsiones de crecimiento mundial, la demanda de petróleo aumentará un 1,5% en 2003 y un 1,6% en 2004. Esto implica que la demanda de petróleo se situaría en 77,8 mbd y 79,1 mbd en 2003 y 2004, respectivamente. En general, se podría decir que el escenario de crecimiento de la actividad en el ámbito mundial sugiere una demanda de crudo poco vigorosa. Por ello, la clave para determinar el precio en el segundo semestre de 2003 y en 2004 es anticipar correctamente cómo se va a comportar la oferta. Según las estimaciones de la AIE, la oferta de crudo de los países no miembros de la OPEP aumentaría en promedio alrededor del 3,1% en 2003 y 2004. Según nuestras propias proyecciones la producción de la OPEP crecerá de forma más modesta (1,0% en promedio de ambos años).

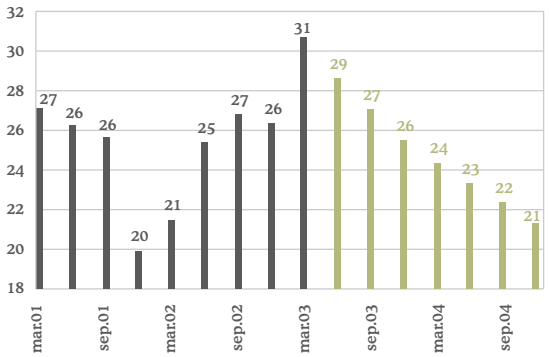
De acuerdo con este escenario, la oferta mundial de crudo alcanzaría los 79,1 mbd en 2003, lo que permitiría acumular inventarios en la segunda mitad del año sin una brusca caída del precio. Así, en el año 2004 la producción mundial se situaría en 80,1 mbd, frente a una demanda de 79,6 mbd. En este escenario, la OPEP seguirá perdiendo cuota de mercado y no descartamos recortes de la producción, aunque de menor magnitud que los acontecidos en el año 2002. El precio medio que anticipamos para 2004 es de 23 $/b, alcanzando los 21 $/b a finales de 2004.

Gráfico 6.13.
Precio del Brent y variación de inventarios de crudo de EE.UU.
Dólares por barril; % anual



Fuente: Bloomberg y API

Gráfico 6.14.
Precio medio crudo Brent
En dólares por barril



Fuente: Bloomberg y BBVA

Cuadro 6.1.
Previsiones anuales
Media anual

	2001	2002	2003	2004
Indice BBVA-MAP LATAM	98	98	103	94
Petróleo Brent ($/b)	24,9	25,0	28,0	22,8
Cobre (¢/lb)	72	71	76	76
Café (¢/lb)	73	65	64	62
Soja (¢/bush)	448	504	549	506
Oro ($/onza)	271	311	335	309

Fuente: BBVA

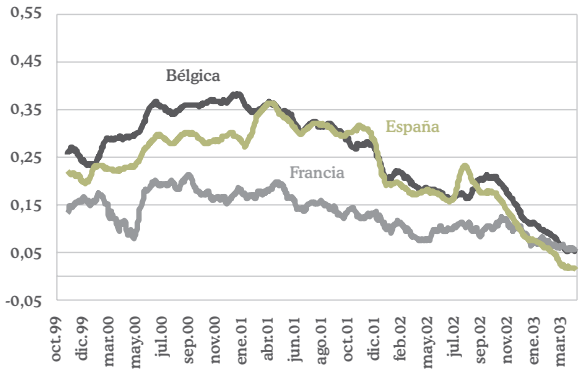
Diferenciales de tipos de interés en el mercado de bonos de la UEM

UEM. *Spread* de los bonos a 10 años con Alemania y rating de Standard&Poors

Fuente: Standard&Poors, Bloomberg y BBVA

Diferencial de tipos de interés a 10 años con Alemania

Media móvil 20 días



Fuente: Datastream

El inicio de la UEM en 1999 supuso una reducción significativa de los diferenciales de tipos de interés entre los distintos emisores nacionales del mercado de bonos de la zona euro. El proceso de convergencia, iniciado con anterioridad a la introducción del euro y a la política monetaria común, supuso pasar de diferenciales de 400-600 puntos básicos (pb) respecto al bono alemán a otros que apenas alcanzaban los 50 pb. Este proceso se explica en la medida en que el inicio de la UEM supuso la eliminación de la prima de riesgo por tipo de cambio entre los distintos emisores, puesto que éste ya no podía ser un instrumento de ajuste de diferenciales de inflación, de déficit exteriores o déficit públicos. Con todo, en los últimos meses se ha observado una reducción adicional de los diferenciales de tipos de interés con Alemania, que se han situado entre 0 y 30 pb. En concreto, el diferencial de los bonos a diez años de países como España o Bélgica, que en media se situaba entre 20 y 30 pb, actualmente se sitúa entre 0 y10 pb. Una de las posibles causas de esta reducción es el deterioro de las cuentas públicas de Alemania respecto a países como España dentro del marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Sin embargo, tampoco parece que los mercados penalicen la superación de los límites establecidos por el PEC. En este sentido, existe una corriente de opinión que destaca otros factores como determinantes de la existencia de diferenciales entre los tipos de interés de los bonos de distintos estados. Eliminada la prima de tipo de cambio con la llegada del euro, que es el principal determinante de los *spreads* entre distintos emisores, los factores restantes se pueden englobar en tres grupos: prima de crédito, prima de liquidez y prima por distorsiones del mercado y otras cuestiones técnicas. Con todo, ésta última parece tener una trascendencia menor, como consecuencia del proceso de homogeneización impositiva iniciado en los países de la UEM.

Respecto a la prima de liquidez, al no existir una curva *benchmark* bien definida, los inversores se encuentran con diferentes bonos de referencia a distintos plazos y en distintos países. Esta prima es especialmente importante en los países pequeños, que se encuentran con dificultades para mantener la liquidez de la que gozan los grandes emisores. Pese a que se han realizado avances, es difícil eliminar este factor. El *Bund* alemán a diez años es, además, el *cheapest to deliver* en el mercado de futuros de la UEM, lo que reafirma su preferencia. En la medida en que no se realicen avances hacia una emisión coordinada de deuda pública, la prima de liquidez parece que va a permanecer en el mercado. En este sentido, este factor no parece explicar la reducción de los *spreads* observada desde principios de año. Por el contrario, se argumenta que ésta suele ampliarse en períodos de elevada incertidumbre como el actual.

La evolución de la prima de crédito puede aportar alguna explicación adicional. En principio, los mercados siguen discriminando entre los distintos tipos de calidad crediticia de los emisores. En los últimos años, la mejora de las cuentas públicas en la UEM ha venido acompañada en una mejora de los *ratings* asignados a cada país por los distintas agencias de calificación de referencia. Así, actualmente, todos los estados miembros tienen una calificación AA o superior[1] , (exceptuando Grecia con A+). Con todo, el gráfico adjunto muestra que existe una relación positiva entre peor calificación y diferencial de tipo de interés. Este factor podría ser el principal determinante de los diferenciales de tipos de interés, en menoscabo de la prima por cuestiones de liquidez. Sin embargo, uno de los puntos que más han llamado la atención ha sido la escasa reacción de los mercados al incumplimiento de los límites de déficit establecidos en el PEC. La cuestión es que el mercado no parece percibir que la superación del límite establecido cuestione la sostenibilidad de las cuentas públicas y aumente el riesgo de impago en el medio y largo plazo. En este sentido, se han elaborado distintas propuestas, como las descritas en el informe del pasado mes de septiembre de la Comisión Europea[2], con el objetivo de enfatizar el papel de los mercados financieros en la consecución del cumplimiento del PEC, aumentando la penalización a los emisores que no lo cumplan.

Con todo, el deterioro de las cuentas públicas alemanas, que han alcanzado un déficit del 3,6% en 2002, (respecto al límite del 3% establecido) ha llevado a Alemania a ser el país de la UEM con un nivel de déficit mayor. Seguido de cerca por Francia con el 3,1% de déficit en 2002. En este sentido, parece que parte de la reducción observada en los *spreads* podría explicarse por este motivo.

[1] Según la agencia Standard&Poors.
2 Véase Comisión Europea (2002): "Quarterly note on the euro-denominated bond markets".

7. Artículo
Los efectos de una disminución de tipos en la UEM

Rafael Doménech* y Elena Nieto**
*** Universidad de Valencia**
**** Servicio de Estudios BBVA**

Introducción

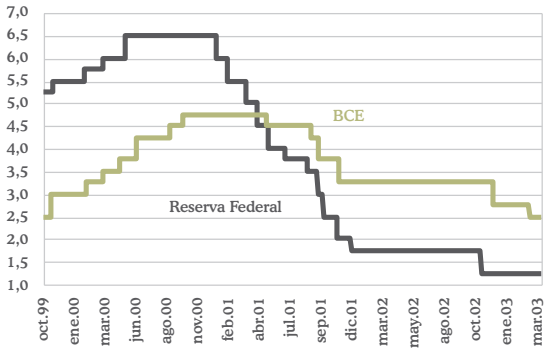
La desaceleración económica experimentada por Estados Unidos y los países europeos desde finales de 2000 ha vuelto a reabrir el debate sobre la intensidad con la que los bancos centrales deben reaccionar con la finalidad de reactivar la actividad económica. Como es bien conocido, la Reserva Federal ha actuado de forma bastante agresiva en los dos últimos años bajando los tipos de interés desde el 6,5% a finales de 2000 al 1,25% en noviembre de 2002. Por el contrario, la respuesta del BCE ha sido más tibia (gráfico A1.1), razón por la que ha recibido, en ocasiones, duras críticas. En los últimos meses, la desaceleración de la actividad y el notable deterioro en las expectativas de recuperación económica han vuelto a centrar la atención en la política monetaria como recurso para estimular el crecimiento del área. Toda vez que el margen de la política monetaria en la UEM, medido como el posible recorrido a la baja de los tipos de interés oficiales nominales, es aún relativamente amplio.

La insistencia con la que se ha estado reclamando más relajación monetaria al BCE parte del supuesto convencional de que la política monetaria es neutral a largo pero no a corto plazo. La existencia de rigideces nominales y reales da lugar a que una disminución del tipo de interés nominal provoque simultáneamente una reducción del tipo de interés real, con los consiguientes efectos expansivos sobre el nivel de actividad a través de distintos canales (canal directo – efecto sustitución, riqueza, renta y coste de capital -, canal de tipo de cambio y canal del crédito)[1] . Ciertamente, una política monetaria en esta dirección también provoca un aumento de los precios, de carácter permanente a largo plazo. Sin embargo, en el contexto actual de desaceleración de la actividad y relativa estabilidad de la inflación, los mercados han puesto más énfasis en los efectos de la política monetaria sobre el output, dejando en un segundo lugar el control de precios. De alguna forma, se asume que en la actualidad, una debilidad de la demanda mayor de la esperada hace unos meses contribuirá a compensar, al menos parcialmente, el crecimiento de los precios (gráfico A1.2).

Una de las principales deficiencias de este debate es, en general, la ausencia de estimaciones de los efectos de una reducción de los tipos de interés sobre el nivel de actividad y los precios en la UEM. Las escasas estimaciones disponibles[2], derivadas de distintos modelos macroeconométricos y modelos VAR, están sujetas a un elevado grado de incertidumbre. Primero, porque resulta difícil distinguir los efectos de las medidas de política monetaria de los efectos de otras perturbaciones. Además, las expectativas desempeñan un papel muy importante en el proceso de transmisión monetaria, que es muy complicado captar con estos modelos. Pero sobre todo, porque el propio mecanismo de transmisión se ve afectado por los cambios estructurales y de régimen de la política monetaria, como el que ha tenido lugar en la UEM desde 1999.

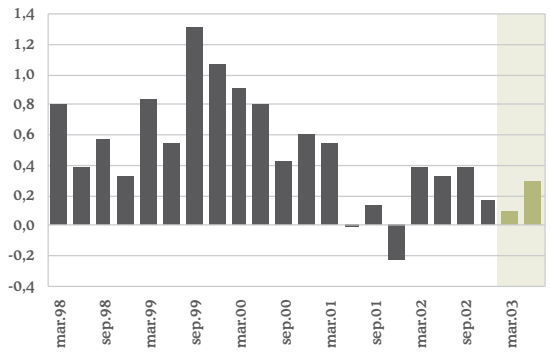
Con todo, cuando se discute la necesidad de nuevos recortes de tipos en la UEM, puede resultar interesante disponer de un análisis del impacto sobre la actividad y los precios de las medidas de política monetaria que *ya se han adoptado*, y que han llevado al BCE a situar sus

Gráfico A1.1.
Tipos de interés oficiales
En puntos porcentuales



Fuente: Reserva Federal y BCE

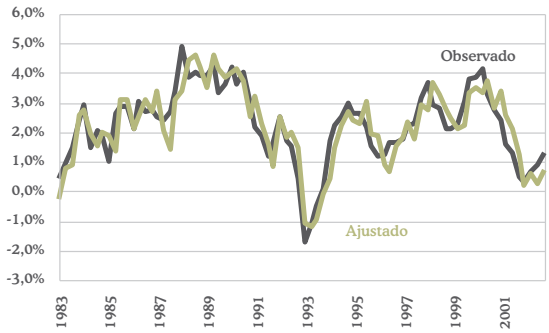
Gráfico A1.2.
UEM. PIB
En tasa trimestral



Fuente: Eurostat y BBVA

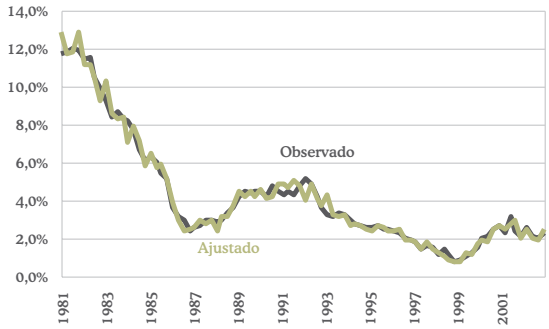
[1] Veáse BCE (2000). La relevancia de cada uno de los canales depende de la estructura financiera y económica de la economía. El modelo que se utiliza en el presente artículo no considera el canal del crédito.
[2] Veáse BCE (2002).

Gráfico A1.3.
UEM. PIB observado y ajustado
En tasa interanual



Fuente: BCE, Eurostat y BBVA

Gráfico A1.4.
UEM. IPC observado y ajustado
En tasa interanual



Fuente: BCE, Eurostat y BBVA

tipos oficiales en el 2,5% en marzo. Precisamente, el principal objetivo de este artículo es ofrecer estimaciones de los efectos sobre el *output* y la inflación de la UEM de la relajación de política monetaria acumulada desde diciembre de 2002 (75 puntos básicos), suponiendo que no hay más cambios adicionales en los tipos de interés hasta finales de 2003. En la siguiente sección se describe brevemente el modelo utilizado para cuantificar los efectos de la política monetaria y los escenarios alternativos considerados. Posteriormente se presentan y discuten los principales resultados. La última sección contiene las principales conclusiones de este trabajo.

Un marco de análisis de los efectos de la política monetaria

Para cuantificar los efectos de una disminución de los tipos de interés sobre el *output* y los precios es necesario disponer de algún modelo (estimado o calibrado) con el que poder simular políticas monetarias alternativas. En la actualidad se disponen de diversos modelos para la UEM dependiendo del grado de desagregación de países, sectores o variables, y de la estructura de las expectativas de los agentes económicos.

Unos de los modelos agregados más interesantes, puesto que es el elaborado por la autoridad monetaria de la UEM, es el *Area-Wide Model* (AWM) del BCE.[3] Este modelo trata a la eurozona como una economía en su conjunto y no como la suma de diferentes economías nacionales, analizadas cada una de ellas por separado. Esta característica facilita su uso en los ejercicios de simulación de políticas económicas alternativas, puesto que no es necesario estimar la respuesta de las variables económicas en cada país para posteriormente agregar el conjunto de la unión monetaria. Las características a largo plazo del AWM son las de un modelo clásico, por lo que la política monetaria no tiene efectos permanentes sobre el *output*, mientras que a corto plazo la dinámica de las variables se ve afectada fundamentalmente por el comportamiento de la demanda agregada. Las propiedades dinámicas del modelo vienen determinadas, en general, por los valores desfasados de las variables, por lo que se trata de un modelo en el que el bloque real de la economía es *backward-looking*.

En el artículo de Fagan *et al.* (2001) las distintas ecuaciones que componen el modelo se han estimado con datos trimestrales para períodos que dependen de la variable modelizada, pero que en general comienzan a principios de los años setenta y terminan en 1998. En este sentido, como sus propios autores reconocen, el AWM se encuentra sujeto a la critica de Lucas, puesto que los cambios de régimen, y entre ellos uno de los más importantes ha sido la adopción de la moneda única, no se reflejan en cambios de los coeficientes de las formas reducidas estimadas.

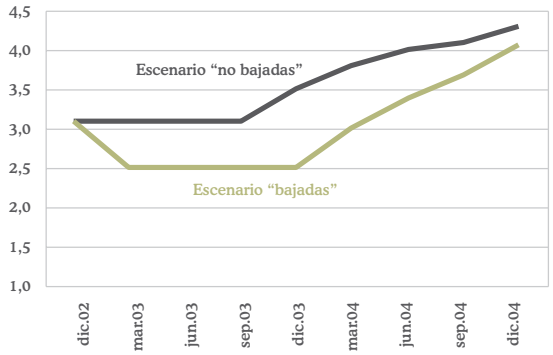
En relación a la determinación de las dos variables más relevantes, inflación y actividad, en el AWM los precios se determinan en un bloque de precios-salarios, donde los precios son función de los costes laborales unitarios. En concreto, el deflactor del consumo viene determinado por los deflactores del PIB y de las importaciones, con algún efecto transitorio del precio de las materias primas. El IPC, una de las variables de interés en este ejercicio, se determina en una ecuación que expresa su diferencial con el deflactor del consumo en función de los costes laborales unitarios y el deflactor de las importaciones. El PIB, por su parte, se determina a corto plazo por la demanda agregada. El consumo privado, las exportaciones, las importaciones y los inventarios[4] siguen ecuaciones estándar, el consumo público se considera exógeno y la inversión se determina en el bloque de oferta, como el resultado de un proceso de maximización de beneficios. Así, el modelo AWM proporciona un ajuste para el crecimiento del PIB y la inflación como el que se observa en los gráficos A1.3 y A1.4. Adicionalmente,

[3] Véase Fagan *et al.* (2001).
[4] En este ejercicio, en cambio, los inventarios se consideran una variable exógena.

la función de reacción del BCE se modeliza como una regla de Taylor, de forma que los tipos de interés de corto plazo responden a las desviaciones de la inflación de su objetivo y a la actividad de su tendencia a largo plazo. Los coeficientes de esta regla, en línea con los obtenidos en otros trabajos para la UEM, garantizan que la política monetaria tenga un papel estabilizador en la economía[5].

Utilizando las ecuaciones estimadas por Fagan *et al.* (2001) se ha actualizado la base de datos hasta el último trimestre de 2002, adaptándola a la nueva base de contabilidad europea, y se ha considerado un escenario para las variables exógenas del modelo (fundamentalmente referidas al resto del mundo) para 2003 y 2004. Con esta información como punto de partida, se han contemplado dos escenarios alternativos para los tipos de interés nominales a corto plazo, tal y como se muestra en el gráfico A1.5. En el primero de ellos, se asume que el BCE mantiene los tipos en el 2,5% durante todo 2003, y no empiezan a aumentar hasta 2004. En el segundo escenario, el escenario de "no bajadas", se supone que los tipos de interés se mantienen constantes al mismo nivel que en el último trimestre de 2002 hasta el tercer trimestre de 2003, y posteriormente aumentan progresivamente de acuerdo con lo que predice la estimación de una regla de Taylor en un escenario en el que la recuperación económica se inicia en el cuarto trimestre de 2003. El diferencial de tipos entre ambos escenarios se iría cerrando paulatinamente en 2004, esto es, la subidas en 2004 son más rápidas en el escenario de "bajadas".

Gráfico A1.5.
Escenarios de tipos de interés
En puntos porcentuales

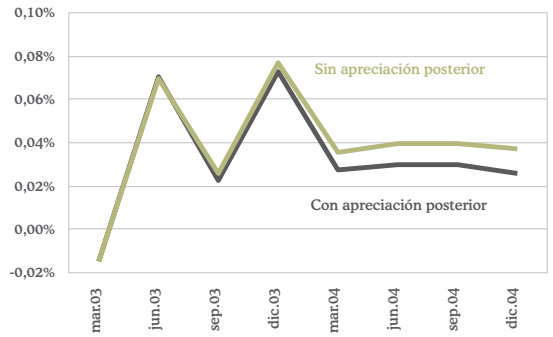


Fuente: BBVA

Efectos sobre la actividad económica y la inflación

Bajo estos supuestos, como se puede observar en el gráfico A1.6, el impacto sobre la actividad del recorte acumulado de tipos de interés no parece muy significativo. Un resultado en línea con lo obtenido en la literatura. La máxima desviación de la tasa trimestral es de 0,08%, de forma que el PIB, pasados dos años, se situará como mucho un 0,3% por encima del nivel del escenario de "no bajadas". El impacto máximo se obtiene pasados cuatro trimestres. En este modelo, el recorte de tipos de interés contribuye a estimular la producción principalmente por el impulso sobre la inversión derivado de la reducción del coste de capital. Pero también influye positivamente sobre el crecimiento la depreciación inicial que, siguiendo a Fagan *et al.* (2001) y BCE (2002)[6] , tendría lugar en el tipo de cambio. La depreciación contribuirá, por un lado, a mejorar el saldo exterior, y por otro, a aumentar la riqueza, al incidir positivamente sobre los activos netos exteriores. Este efecto riqueza, unido al efecto renta positivo derivado de la mayor actividad, representa un estímulo adicional sobre el consumo. En este sentido, los supuestos sobre la apreciación posterior del tipo de cambio, a partir de la paridad descubierta de tipos de interés, determinarán la magnitud del impulso total sobre el PIB. Así se desprende del gráfico A1.6, donde se comparan las variaciones del crecimiento trimestral del PIB en el caso de que la depreciación inicial se mantenga, frente a una situación de gradual apreciación posterior. En todo caso, si se compara este resultado con el obtenido en ejercicios en los que no hay respuesta del tipo de cambio a la evolución del tipo de interés, se obtiene que la contribución máxima del canal cambiario al efecto de una bajada de tipos sobre el PIB representa aproximadamente un tercio del total. La mayor contribución a la variación de la actividad procede del impulso sobre la inversión.

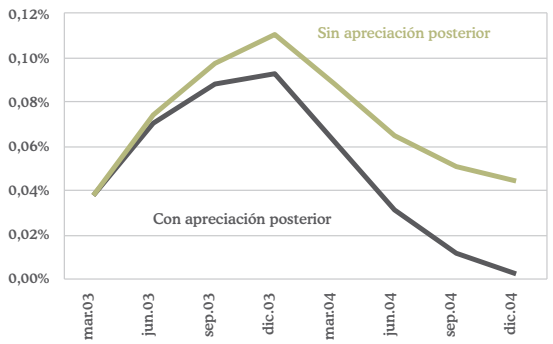
Gráfico A1.6.
Impacto sobre la tasa trimestral del PIB
Desviación respecto al escenario de "no bajadas"



Fuente: Eurostat y BBVA

Respecto al impacto sobre los precios, en el gráfico A1.7 se observa que el recorte de tipos podría aumentar como máximo en torno a un 0,10% la tasa de inflación anual, medida por el IPC. El incremento acu-

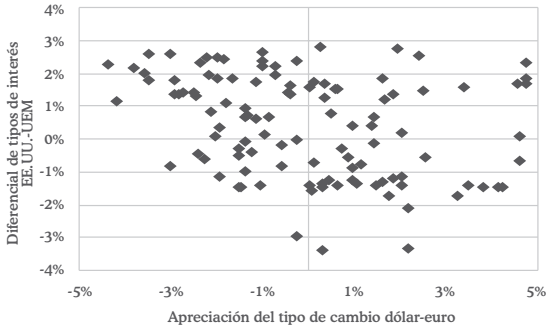
Gráfico A1.7.
Impacto sobre la inflación anual (IPC)
Desviación respecto al escenario de "no bajadas"



Fuente: Eurostat y BBVA

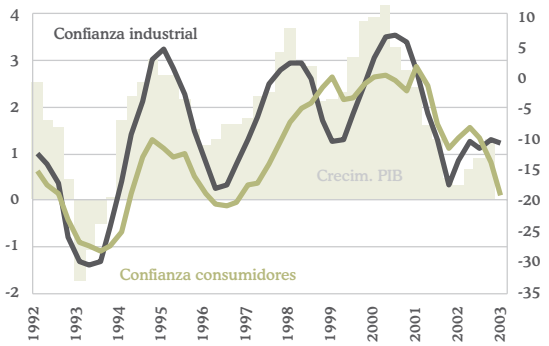
[5] Véase, por ejemplo, Doménech *et al.* (2001).
[6] En ambos casos asumen que el tipo de cambio responde a las variaciones de los tipos a corto plazo en línea con la teoría de la paridad descubierta de tipos de interés, mientras que los tipos a largo plazo reaccionan según la teoría de expectativas de tipos. Por tanto, un recorte en los tipos de interés de corto plazo llevará a una depreciación inicial del tipo de cambio seguida de una sostenida pero gradual apreciación posterior.

Gráfico A1.8.
Tipo de cambio vs tipos de interés



Fuente: BCE y Reserva Federal

Gráfico A1.9.
UEM. PIB, confianza industrial y del consumidor



Fuente: Eurostat y Comisión Europea

mulado de los precios pasados dos años sería de una magnitud ligeramente superior. Una vez más, la senda de apreciación gradual del tipo de cambio determina la persistencia del impulso sobre la inflación, y por tanto, el efecto final sobre los precios. El impacto del tipo de cambio, al principio, es el predominante sobre los inflación, vía aumento de los precios de importación. Pero posteriormente este impacto se va diluyendo, y va cobrando más peso el derivado de la recuperación del *output gap*.

Un modelo de estas características, al incorporar la mayoría de las relaciones y de las variables importantes, permite distinguir mejor los efectos de la política monetaria de los efectos de otras perturbaciones (un choque en el precio del petróleo, por ejemplo). Los resultados que se acaban de presentar deben, no obstante, interpretarse con cierta cautela por varias razones. En primer lugar, como se ha podido comprobar, las simulaciones son bastante sensibles a medio plazo al escenario de evolución del tipo de cambio. Y la evidencia empírica no parece que corrobore el supuesto de paridad descubierta de tipos de interés, que sirve de base para estimar el impacto de las modificaciones en la política monetaria sobre el tipo de cambio. Como se observa en el gráfico A1.8, el diferencial de tipos de interés a un plazo determinado entre dos países (en el gráfico los tipos a un mes) no se suele corresponder con la apreciación del tipo de cambio cruzado durante ese período. De hecho, el impacto de las variaciones de los tipos de interés a corto plazo sobre el tipo de cambio parece depender más de cómo se vean afectadas las expectativas con respecto a las variaciones futuras de los tipos de interés y otras variables económicas.

En segundo lugar, como ya se ha señalado anteriormente, este modelo está sujeto a la crítica de que se ha estimado con datos previos a la introducción del euro, y este acontecimiento representa un cambio estructural que podría haber afectado a los coeficientes. Otra limitación muy importante del modelo es su carácter *backward-looking*, por lo que los efectos de la política monetaria sobre la confianza de los consumidores y de las empresas no son tenidos en cuenta. Precisamente, uno de los argumentos que más se ha utilizado en los últimos meses para justificar la necesidad de una relajación adicional de la política monetaria es éste: sostener las confianzas de los agentes en el actual clima de incertidumbre. En este sentido, es probable que los resultados anteriores constituyan un límite inferior de los efectos de la política monetaria sobre el nivel de actividad y los precios.

Conclusiones

A medida que la recuperación económica de la UEM se ha ido demorando en el tiempo se han intensificado las demandas para que el BCE disminuya sus tipos de interés de intervención. En este artículo se han cuantificado los efectos de la posible relajación de la política monetaria sobre el PIB y la inflación, utilizando el AWM. En línea con la literatura al respecto, los resultados indican que éstos son relativamente pequeños, por lo que la fortaleza de la recuperación económica parece que no descansará en el estímulo de la política monetaria, mientras no se despejen las incertidumbres que envuelven a la economía mundial.

Referencias

- BCE (2000): "Monetary policy transmission in the euro area", *Boletín mensual*, julio.
- BCE (2002): Recent findings on monetary policy transmission in the euro area, *Boletín mensual*, octubre.
- Doménech, R., M. Ledo y D. Taguas (2001): "Some new results on interest rate rules in EMU and in the US", *Journal of Economics and Business,* 54 (4), 4.
- Fagan, G., J. Henry and R. Mestre (2001): "An Area-Wide Model (AWM) for the Euro Area". *ECB Working Paper* No. 42.

Déficit público y tipos de interés a largo plazo en EE.UU.

Sonsoles Castillo y Montse Martínez
Servicio de Estudios BBVA

1. Introducción

El visible deterioro de las cuentas públicas estadounidenses en los últimos años, que se verá irremediablemente agravado por los costes de la guerra y el previsible recorte impositivo propuesto por Bush, puede traducirse en un déficit público superior al 3% en 2003, esto es, una vuelta a niveles de déficit de principios de los años noventa. En 2002, las cuentas públicas de la economía estadounidense volvieron a mostrar números rojos tras cuatro años consecutivos de superávit público. El deterioro presenta, además, un doble agravante. Primero, el ritmo al que se ha producido, cuatro puntos del PIB en tan sólo dos años. Y segundo, viene acompañado de un fuerte deterioro de las cuentas públicas a largo plazo. Así, actualmente se prevé una acumulación de un déficit de 635 mM de dólares para los próximos cinco años frente a la previsión barajada hace unos meses de 200 mM de dólares. Esto representa casi un punto más de déficit por año, en porcentaje del PIB.

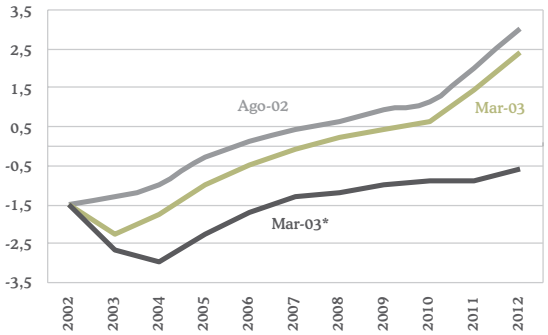
El giro de las cuentas públicas estadounidenses preocupa por sus potenciales consecuencias económicas, en la medida que podría afectar negativamente a las expectativas de crecimiento e inflación y, en consecuencia, por la posible presión que pueda ejercer sobre los tipos de interés de largo plazo en el actual contexto de menor crecimiento. Si los agentes anticipan esta situación, el repunte de rentabilidades se produciría en el mismo momento en que empeoran las expectativas de déficit. Un repunte significativo de las rentabilidades estadounidenses podría suponer un freno a la incipiente recuperación económica. De ahí, que se haya reabierto un debate ya clásico acerca del impacto que el déficit puede tener sobre los tipos de interés de la deuda pública.

En el plano político, el debate se ha polarizado en la discusión sobre el presupuesto fiscal de 2004. Desde la administración republicana, partidaria de llevar a cabo recortes impositivos adicionales, se mantiene que el efecto de los déficit sobre los tipos de interés de largo plazo no está probado. Mientras, los demócratas rescatan el término acuñado bajo el mandato Clinton por su secretario del Tesoro, R. Rubin, "rubinomics", para mostrar su preocupación por la presión al alza que el deterioro de las cuentas públicas podría suponer para los tipos de interés de largo plazo.

En los mercados, sin embargo, las rentabilidades de la deuda pública estadounidense parecen haber permanecido ajenas a este debate. De hecho, los tipos de interés a largo plazo en EE.UU., afectados por la incertidumbre y el deterioro de las perspectivas de crecimiento, han alcanzado mínimos históricos, próximos al 3,5%. Una posible explicación es que la teórica subida de tipos derivada del impulso fiscal se haya visto compensada por los factores que hayan influido a los tipos de interés en sentido contrario. En este sentido, de no haberse producido el citado deterioro fiscal, los tipos de interés a diez años podrían haber sido incluso menores que los actuales.

En este artículo se pretende examinar la relación existente entre el cambio en el déficit público y los tipos de interés a largo plazo en el caso de la economía estadounidense. Con este objetivo, en la sección 2 se revisan los argumentos económicos que subyacen a la relación entre déficit público y tipos largos. En la sección 3, se revisa la evidencia empírica obtenida en la literatura económica. En la sección 4, se presentan los resultados obtenidos a partir de dos ejercicios complementarios que evalúan la respuesta de los tipos de interés de largo plazo ante aumen-

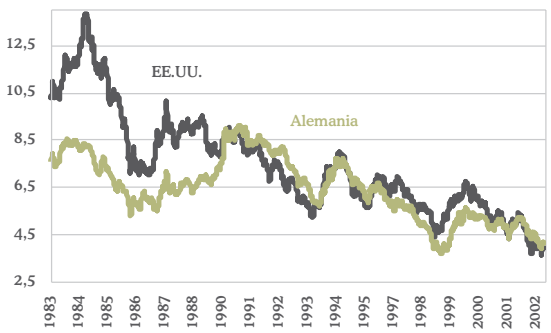
Gráfico A2.1.
EE.UU. Previsión saldo público CBO
En porcentaje del PIB



* Déficit público estimado bajo la Propuesta de Bush

Fuente: Congressional Budget Office

Gráfico A2.2.
Tipos de interés a largo plazo
En puntos porcentuales



Fuente: Reserva Federal y BCE

tos del déficit público. Primero, mediante un modelo de predicción econométrico para los tipos a largo plazo y segundo, con un VAR estructural. Finalmente, en la sección 5 se resumen las conclusiones.

2. Relación económica entre déficit público y tipos de interés de largo plazo

La relación entre déficit público y tipos de interés deriva del incumplimiento de la "equivalencia ricardiana". El mayor déficit público conlleva un aumento del ahorro privado, ya que los agentes anticipan que en el futuro habrá mayores impuestos o menores gastos por parte del sector público. Pero hay razones teóricas y empíricas que permiten sostener que este aumento del ahorro privado no suele compensar íntegramente el descenso del ahorro público, en contra de lo establecido por la hipótesis de "equivalencia ricardiana". Lo que da lugar a una caída del ahorro nacional, y por consiguiente, una caída de la renta nacional futura[1] .

Esto es lo que se ha observado en EE.UU. en los dos últimos años. La reducción del ahorro público en 4,6 puntos porcentuales entre 2000 y 2002, no ha sido compensada por el aumento del ahorro privado, 1,3 puntos porcentuales, lo que finalmente se ha traducido en una caída del ahorro nacional, de 3,3 puntos porcentuales[2] . Y si el ahorro nacional es menor, esto es, hay menos fondos para financiar la inversión, habrá más competencia por estos fondos ("efecto crowding-out"). A medida que se deteriora el déficit esperado, el gobierno se verá obligado a emitir más bonos, o a reducir los programa de repago de los mismos. En cualquier caso, con una mayor oferta de bonos en la economía, se reducirá el precio de estos activos y se elevarán sus tipos de interés. En consecuencia, se producirá una caída de la inversión privada que afectará negativamente al crecimiento a medio y largo plazo. El gráfico A2.3 ilustra como el descenso del ahorro nacional eleva los tipos de interés y reduce la inversión (el equilbrio pasa del punto A al punto B).

Incluso en el caso de que desde el exterior se esté dispuesto a financiar adicionalmente a la economía, proporcionándole una cantidad creciente de fondos, la teoría económica sugiere que en una economía lo suficientemente grande y con un déficit lo suficientemente elevado, se produciría una presión al alza sobre los tipos de interés.

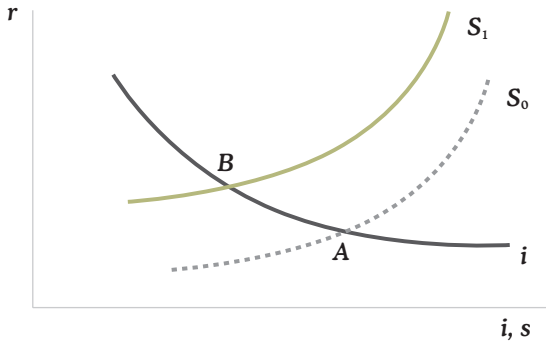
3. Evidencia empírica

La relación entre los tipos de interés de largo plazo y déficit públicos es aceptada por una amplia corriente de opinión en el caso de la economía estadounidense. De hecho, en testimonios recientes de A. Greenspan, se alude a esta relación para enfatizar el riesgo que para el crecimiento puede suponer los recientes aumentos del déficit. Con todo, la evidencia al respecto es, como se verá, muy dispar.

Históricamente, se ha observado cierta descorrelación entre déficit americanos y tipos de interés nominales de largo plazo. En la década de los años setenta convivieron déficits relativamente bajos con tipos de interés al alza. En la década de los ochenta, los tipos cayeron mientras los déficit se hacían explosivos. Y en los dos últimos años, tal y como se ha comentado anteriormente, los tipos han caído a niveles mínimos a pesar del deterioro de las perspectivas fiscales. No obstante, cuando se corrige por inflación o por expectativas de inflación, esto es, cuando se toman tipos reales, no se puede descartar cierta correlación.

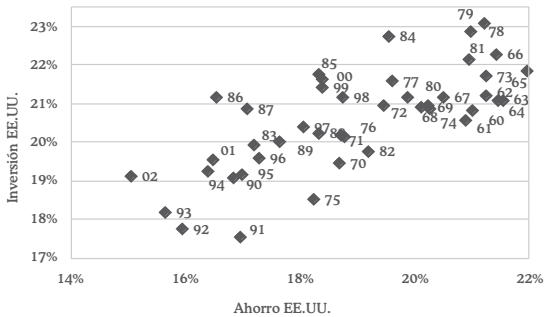
Los trabajos empíricos que han analizado la relación entre déficit y tipos de interés han sido muy numerosos y con resultados diversos.

Gráfico A2.3.
Efecto de un descenso del ahorro nacional sobre los tipos de interés y la inversión



Fuente: BBVA

Gráfico A2.4.
EE.UU. Ahorro e inversión
En porcentaje del PIB



Fuente: Bureau of Economic Analysis

[1] Véase, Doménech, et al. (1999), cuyos resultados sugieren que en los países de la OCDE no se cumple la Equivalencia Ricardiana. De hecho, según estos autores, el ahorro privado compensa un 40% de la reducción del ahorro público.
[2] Un resultado en línea con la evidencia empírica. Según el CBO, el ahorro privado compensa entre el 20-50% del deterioro del ahorro público. Gale y Potter (2002) estiman un 31% y Elmendorf y Liebman (2000) estiman el 20%.

En Gale y Orszag (2002) se presenta una revisión exhaustiva de la literatura y los resultados para EE.UU.

A partir de los modelos macroeconómicos (Reserva Federal, CBO, FMI, OCDE, etc.) se obtiene, con carácter general, una relación estadísticamente significativa entre tipos de interés y déficit público. En promedio, se estima que un aumento del déficit primario (excluyendo pago de intereses de la deuda) en un 1% del PIB eleva los tipos a diez años en 50 puntos básicos, después de un año, y en 100 puntos básicos, después de diez años.

Los resultados de modelos econométricos obtenidos a partir de 58 trabajos empíricos no son lo suficientemente concluyentes. Menos de la mitad de los estudios (28) encuentra una relación significativa entre mayores déficit y mayores tipos de interés de largo plazo, en la otra mitad o no se encuentra relación o ésta es mixta. Sin embargo, la evidencia es más clara cuando se incorporan las expectativas de déficit. Una forma de incorporar las expectativas es utilizar como *proxy* las previsiones de déficit publicadas por distintos organismos (CBO, OMB, etc.). En estos casos, en tres de cada cuatro estudios, se encuentra una relación positiva y estadísticamente significativa entre déficit y tipos de interés. La idea es que los mercados, una vez perciben que se produce un deterioro de las proyecciones presupuestarias a medio plazo, se anticipan a la mayor emisión de deuda pública futura, presionando de forma inmediata sobre los tipos de interés. Por tanto, en este tipo de modelos, teniendo en cuenta que los mercados financieros son *forward-looking*, es crucial utilizar una medida del déficit esperado, ya que de lo contrario los resultados estarán sesgados para no encontrar una relación significativa entre déficit y tipos largos. La magnitud del efecto es, generalmente, consistente con los resultados obtenidos en los modelos macroeconómicos.

Teniendo en cuenta estos resultados, el deterioro de la previsión de déficit de EE.UU. en los últimos meses, un punto porcentual de PIB según el CBO, habría presionado al alza los tipos de interés en 50 puntos básicos en este primer año.

4. Dos ejercicios de estimación

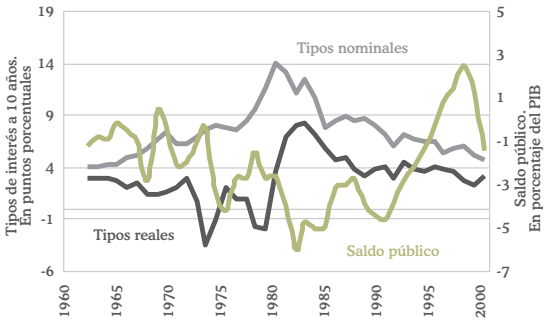
En esta sección, con el objetivo de determinar la reacción de los tipos de interés de largo plazo ante cambios en la política fiscal, se realizan dos ejercicios. En primer lugar, se analiza la relación entre el déficit público y los tipos de interés a largo plazo a partir de un modelo de predicción de los tipos de interés de la deuda pública estadounidense. El modelo estima el tipo de interés nominal a 10 años del Tesoro, *ltn*, en función de los tipos de interés a corto plazo nominales, *stn*, utilizando el tipo de interés a tres meses de las letras del Tesoro, una variable de precios, medida como la variación trimestral del índice de precios al consumo, *cpi,* el saldo de las cuentas públicas, medido en porcentaje del PIB, *def,* y una variable de actividad, aproximada mediante el indicador de actividad empresarial del Institute for Supply Managment, *ism.* A su vez, se incluye la variable endógena retardada un período.

$$ltn = cte + \alpha_1 * ltn_{-1} + \alpha_2 * stn + \alpha_3 * cpi_{-1} + \alpha_4 * def + \alpha_5 * \Delta def_{-1} + \alpha_6 * ism + \alpha_7 * ism_{-1}$$

El ajuste se recoge en el gráfico A2.6, utilizando datos trimestrales desde 1970 hasta 2002[3]. En concreto, el modelo muestra que existe una relación positiva y significativa entre el tipo de interés de largo plazo y el déficit público. Así, variaciones en el nivel de déficit público permiten explicar parte de las variaciones observadas en los tipos de interés. Como se recoge en el gráfico A2.7, se observa que por cada punto de aumento del déficit público, los tipos de interés a largo plazo

[3] En el último año, el modelo sobreestima de forma sistemática los tipos de interés. Estos errores de predicción pueden interpretarse como consecuencia de la elevada incertidumbre y del refugio en deuda.

Gráfico A2.5.
EE.UU. Saldo público y tipos de interés a 10 años



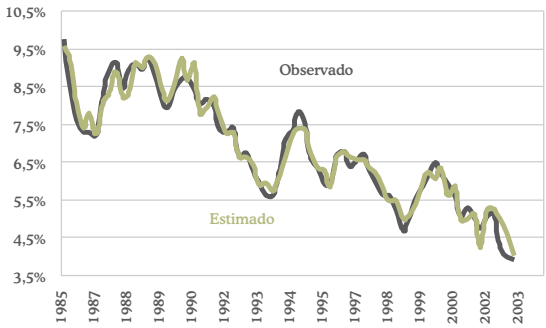
Fuente: Reserva Federal, CBO y BBVA

Cuadro A2.1.
Efecto en los tipos de interés de un aumento del déficit primario de 1% del PIB

Modelo	Tipo de política	Impacto en 1 año	Impacto en 10 años
CBO (1995)	Aumento de gasto	27	92
DRI (1988)	Aumento de gasto	110	210
Reserva Federal (1999)	Descenso de impuestos	50	70
Reserva Federal (1999)	Aumento de gasto	41	20
Reserva Federal (1999)	Descenso de impuestos	25	50
OCDE (1993)	Aumento de gasto	90	200

Fuente: Gale y Orszag (2002)

Gráfico A2.6.
EE.UU. Tipos de interés a 10 años observado y estimado
En puntos porcentuales



Fuente: Reserva Federal y BBVA

aumentan unos 30 puntos básicos. No obstante, estos resultados, entre otros factores, no tienen en cuenta la interacción del resto de variables ante cambios en el saldo de las cuentas públicas.

Con el objetivo de contrastar estos resultados se realiza un segundo ejercicio donde se pretende determinar el efecto de los shocks fiscales sobre los tipos a largo mediante la estimación de un vector autorregresivo estructural (VAR). Siguiendo la metodología de Canzoneri *et al. (2002),* se estima un VAR en el que se incluyen variables fiscales (Blanchard y Perotti (2001)) y monetarias (Christiano *et al.* (1999)). En concreto, se incluyen las siguientes variables: una variable de actividad, utilizando el PIB real, variables de precios, donde se utiliza el deflator del PIB y un índice de precios de materias primas, un agregado monetario, aproximado por las reservas totales bancarias, una variable fiscal, aproximada por el gasto público real, los tipos de interés nominales de los Fondos Federales y los tipos de interés nominales de los bonos del Tesoro a 10 años. Las variables de actividad reales están expresadas en términos per cápita. Los datos son trimestrales y abarcan el periodo de 1975:1 a 1999:4.

En el gráfico adjunto se recoge la respuesta de los tipos a largo plazo ante un *shock* de una desviación típica al gasto público. En concreto, se observa una respuesta positiva de los tipos de interés nominales a un aumento del gasto público. Con todo, la magnitud del efecto es moderada ya que apenas se observa un cambio de unos 15 puntos básicos en los primeros cinco trimestres. Estos resultados están en línea con las conclusiones que se obtienen cuando se estima dicha relación con esta metodología.

Conclusiones

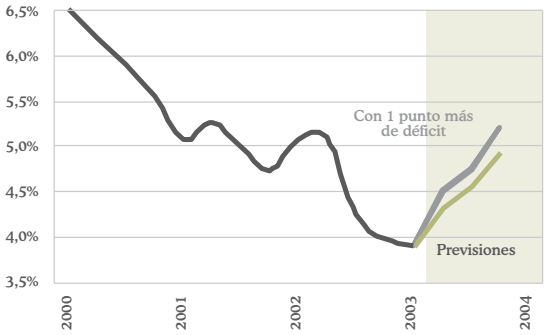
La teoría económica proporciona argumentos para establecer una relación entre los *shocks* fiscales y los tipos de interés a largo plazo. La evidencia empírica muestra la existencia de una relación positiva y significativa entre tipos de interés a largo plazo y déficit público. Los resultados varían en función de la metodología utilizada. Los ejercicios realizados en este artículo corroboran estos resultados.

Referencias

- Andrés, J., Doménech, R. y Molinas, C. (1996): "Macroeconomic performance and convergence in OECD countries", *European Economic Review,* pp1683-1704.
- Blanchard, O. y Perotti, R. (2001): "An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output", *NBER*, documento de trabajo 7269.
- Canzoneri, M., Cumby, R. y B. Diba (2002): "Should the European Central Bank and the Federal Reserve be concerned about fiscal policy?", documento preparado para el Simposio "Rethinking Stabilization Policy", Jackson Hole, agosto.
- Christiano, l., Eichenbaum, M. y EVans, C. (1999): "Monetary policy shocks: what have we learned and to what end?", *Handbook of Macroeconomics.*
- Doménech, R., Taguas, D. y Valera, J. et al. (2000): "The effects of budget deficit on national saving in the OECD", *Economics Letters* 69, 2000, pp. 377-383.
- Elmendorf, D. y Liebman, J. (2000): "Social Security reform and national saving in an era of budget surpluses", *Brookings Papers on Economic Activity,* 2000(2), pp 1-71.
- Gale, W. y Orszag, P. (2002): "The economic effects of long-term fiscal discipline", *Urban-Brookings Tax Policy Center Discussion Paper,* diciembre 2002.
- Gale, W. y Potter, S. (2002): "An economic evaluation of the economic growh and Tax Relief and Reconciliation Act of 2001", *National Tax Journal* Vol LV, nº 1,pp 133-186.

Gráfico A2.7.

EE.UU. Modelo de previsión del tipo de interés a diez años y previsiones



Fuente: Reserva Federal y BBVA

Gráfico A2.8.

Respuesta de los tipos a largo plazo a un impulso sobre el gasto público

En puntos porcentuales

Bandas de significatividad de dos desviaciones típicas

Fuente: BBVA

Resumen de previsiones

Variables macroeconómicas

	PIB (%). En promedio anual				IPC (%). En promedio anual			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
EE.UU.	0,3	2,4	2,0	3,0	2,8	1,6	2,4	1,8
UEM	1,4	0,8	1,0	2,0	2,4	2,2	2,2	1,8
Alemania	0,7	0,2	0,4	1,5	2,0	1,4	1,4	1,0
Francia	1,8	1,2	1,1	2,1	1,6	1,9	2,2	1,7
España	2,7	2,0	2,5		3,6	3,5	3,3	
Italia	1,8	0,4	0,9	2,0	2,8	2,5	2,5	1,8
Reino Unido[1]	1,9	1,6	2,0	2,4	2,1	2,2	2,7	2,5
Japón	0,4	0,3	0,6	1,0	-0,7	-0,9	-0,5	-0,4
Países asiáticos[2]	5,3	6,7	5,6	6,2	2,1	0,8	1,5	2,2
América Latina[3]	0,5	-0,6	1,5	3,7	6,4	9,7	12,3	9,3

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
EE.UU.	1,3	-1,5	-3,1	-2,9	-3,9	-4,8	-5,3	-4,9
UEM[4]	-1,6	-2,3	-2,5	-2,4	-0,2	0,9	0,7	0,6
Japón	-7,2	-7,7	-7,7	-7,0	2,2	2,8	2,6	2,8

[1] La inflación no incluye los tipos de interés hipotecarios.
[2] Corea del Sur, China, Filipinas, Hong-Kong, Indonesia, Malasia,Tailandia, Singapur y Taiwan.
[3] Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Mexico, Perú y Venezuela.
[4] Sólo sector público, sin incluir ingresos por la venta de las UMTS

Tipos de interés y de cambio [5]

	Tipos Oficiales				Tipos a 10 años			
	mar-03	jun-03	dic-03	mar-04	media mar-03	jun-03	dic-03	mar-04
EE.UU.	1,25	1,25	1,75	2,25	3,80	4,30	4,90	5,10
UEM [6]	2,50	2,00	2,00	2,50	4,02	4,20	4,50	4,80
Reino Unido	3,75	3,50	3,50	4,00	4,27	4,30	4,60	5,10
Japón	0,10	0,10	0,10	0,10	0,72	0,90	1,00	1,10

	Tipos de cambio			
	media mar-03	jun-03	dic-03	mar-04
Dólar/Euro	1,08	1,00	1,05	1,07
Libra/Euro	0,68	0,65	0,67	0,67
Yen/Dólar	1,19	125	128	127

[5]Datos de fin de mes
[6]Los tipos de interés a 10 años corresponden a Alemania

BBVA

Interesados dirigirse a:

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

Depósito Legal: M-31254-2000

otras publicaciones

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

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

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