

# Situación Global

---

Noviembre 2002



- EE.UU.: ¿inversión en equipo o caerse con todo el consumo?
- UEM: Alemania ya no es lo que era
- Fed: acción de gracias
- BCE: sólo un regalo por Navidad
- Dólar: entre dos tipos
- ¿Hay que reformar el PEC?



Fecha de cierre: 15 de Noviembre, 2002

## Indice

<b>1. Valoración global</b>	<b>1</b>
Recuadro: "¿Qué escenario descuentan los tipos de interés del mercado?"	3
<b>2. Estados Unidos</b>	<b>5</b>
Recuadro: "EE.UU.: gasto en seguridad y crecimiento económico"	8
Recuadro: "EE.UU.: ¿tiene fundamentos el riesgo de deflación?"	9
<b>3. Unión Europea</b>	<b>11</b>
<b>UEM</b>	<b>11</b>
Recuadro: "Ampliación de la UE: ¿se avanza en las reformas necesarias?"	14
<b>Reino Unido</b>	<b>15</b>
<b>4. Asia</b>	<b>16</b>
Recuadro: "Japón: heterodoxia en la política monetaria"	18
<b>5. América Latina</b>	<b>19</b>
<b>6. Mercados</b>	<b>20</b>
Tipos de interés	20
Tipos de cambio	22
Materias primas	24
Artículo: "¿Hay que reformar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento?" Elena Nieto	25
Resumen de previsiones	

### Han elaborado esta publicación:

Miguel Sebastián  
David Taguas

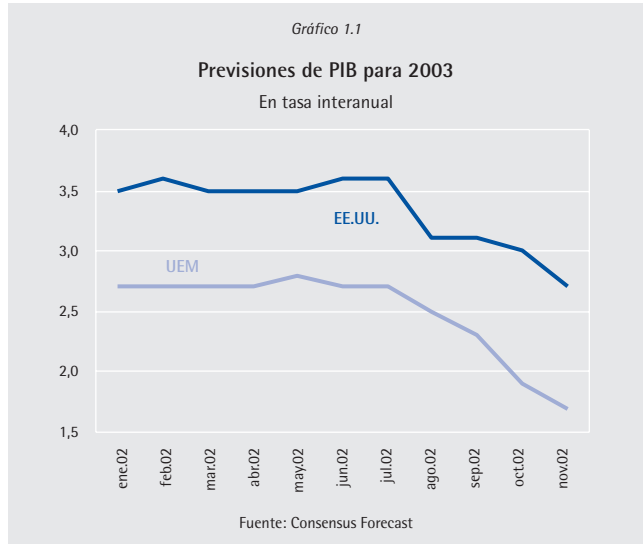
Mayte Ledo	34 91 374 40 75	<a href="mailto:teresa.ledo@grupobbva.com">teresa.ledo@grupobbva.com</a>
Sonsoles Castillo	34 91 374 44 32	<a href="mailto:s.castillo@grupobbva.com">s.castillo@grupobbva.com</a>
Jose Félix Izquierdo	34 91 374 42 00	<a href="mailto:jfelix.izquierdo@grupobbva.com">jfelix.izquierdo@grupobbva.com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

# 1. Valoración global

## Retraso de la recuperación

Las perspectivas de una recuperación de la actividad en las economías industrializadas se están retrasando: frente a la expectativa de que la actividad se encontraría cerca de su potencial a finales de 2002, parece cada vez más probable que ello no ocurra hasta mediados de 2003. Este hecho es reflejo de un aumento de la incertidumbre desde el verano, como consecuencia de una combinación de factores. En primer lugar, de la posibilidad de un conflicto bélico con Iraq, que presionó al alza a los precios del petróleo y puede volver a hacerlo en próximos meses, deprimiendo las expectativas de los agentes económicos. En segundo lugar, de las dificultades para superar los problemas del sector empresarial. A pesar de que no se han producido nuevas quiebras de grandes empresas en EE.UU. desde junio, tras los problemas de Worldcom, la volatilidad de los precios bursátiles y los elevados diferenciales de tipos en las emisiones de bonos corporativos ponen de relieve que la incertidumbre sobre la situación empresarial no se ha superado. Los problemas de exceso de capacidad y de sobrevaloración de los beneficios de la Nueva Economía están tardando más tiempo del esperado en ser corregidos. En tercer lugar, de las crecientes dudas sobre los efectos en el sistema financiero de un periodo de desaceleración prolongada de la actividad en algunos países. Por último, en un contexto de retraso en la recuperación de la inversión, se empieza a cuestionar la capacidad de las políticas de demanda de seguir sosteniendo algunos componentes, principalmente el consumo y la construcción, y soportando así la actividad. Relacionado con ello, empieza a preocupar la posibilidad de que se estén generando situaciones de sobrevaloración de los precios algunos activos, convertidos en refugio para los inversores, especialmente la vivienda y la deuda pública. Una desviación significativa de los precios de estos activos de sus fundamentos podría conllevar en el futuro a una corrección que tendría efectos negativos adicionales sobre la actividad.

Aunque es probable que algunos de estos factores estén siendo en estos momentos sobreestimados, lo cierto es que están induciendo un retroceso de la confianza empresarial, que corrige así la recuperación que se había observado en la primera mitad de año. Ello se está traduciendo en un nuevo estancamiento de la actividad industrial. Simultáneamente, se observa un descenso de la confianza de los consumidores. Ello alerta sobre un posible ajuste adicional y brusco del consumo, que preocupa especialmente en EE.UU. En esta economía, el crecimiento de los últimos trimestres se ha basado en la aportación positiva del gasto en consumo público y privado. Dado que este último ha estado basado en la adquisición de bienes de consumo duradero, impulsada por unas excelentes condiciones de financiación, se duda



de su sostenibilidad y se teme que una profundización del descenso de la confianza de los hogares pueda desencadenar un ajuste brusco del consumo, en lugar de una corrección moderada como sería deseable.

Ante esta situación, en la que se acumulan los riesgos de un fuerte ajuste del consumo, la reducción de medio punto porcentual de los tipos de interés de la Reserva Federal en noviembre se puede interpretar como "preventiva". Se busca conseguir que los ajustes del consumo se produzcan de forma moderada. Además, es probable que si los indicadores de confianza siguen retrocediendo en la UEM, el BCE recorte también sus tipos de interés en los próximos meses. Además, un diferencial de tipos de interés menos favorable a EE.UU., presiona a la baja al dólar, que podría consolidar niveles ligeramente sobre la paridad con el euro.

La reducción de la incertidumbre actual se revela así como un factor clave para que tenga lugar la recuperación de las economías aunque ésta ocurra más tarde de lo que se había previsto hace unos meses. Tras las bajadas de final de este año, los tipos de interés en EE.UU. y en la UEM se mantendrán estables en niveles bajos durante un periodo de tiempo prolongado, con probabilidad incluso de algún recorte adicional de los mismos si hay un nuevo choque negativo sobre las confianzas. El inicio del ciclo alcista de tipos no tendrá lugar hasta el segundo semestre de 2003, cuando se observen indicios de recuperación. Las subidas serán moderadas, esto es, de medio punto porcentual en EE.UU. y de cuarto de punto en la UEM hasta situarse al final de 2003 en el 1,75% y el 3,25% respectivamente.

### ¿Es probable la deflación?

En este contexto, el escenario de riesgo a la baja se caracteriza por la combinación de una corrección de la sobrevaloración bursátil de finales de los noventa más intensa y duradera de lo que se esperaba, con un nuevo deterioro de la confianza que desencadene un ajuste de los pre-

Cuadro 1.1. PIB. En tasa interanual

	2000	2001	2002	2003
OCDE	3,8	0,7	1,6	2,2
EE.UU.	3,8	0,3	2,3	2,5
UEM	3,5	1,4	0,8	1,7
Japón	2,4	-0,8	-0,2	0,6
Países en desarrollo	5,9	4,3	4,0	4,8
Países en transición	6,3	4,9	3,8	4,0
MUNDIAL	4,7	2,3	2,7	3,2

Fuente: FMI y BBVA

Cuadro 1.2. IPC. En tasa interanual

	2000	2001	2002	2003
OCDE	2,5	2,3	1,6	1,9
EE.UU.	3,4	2,8	1,6	2,1
UEM	2,3	2,5	2,3	2,2
Japón	-0,7	-0,7	-0,9	-0,3
Países en desarrollo	5,7	6,0	5,7	6,1
Países en transición	22,0	18,1	10,7	10,1
MUNDIAL	4,8	4,5	3,6	3,9

Fuente: FMI y BBVA

cios de otros activos, como la vivienda, reforzando el "efecto riqueza" negativo sobre los consumidores. En consecuencia, el brusco e inevitable ajuste del consumo, conduciría a un escenario de "doble recesión" en EE.UU., y deprimiría la actividad y el comercio del resto del mundo. Esta depresión de la demanda, unida a un contexto de mayor competencia y de menor poder de mercado de las empresas, podría terminar sumiendo a algunas economías, principalmente EE.UU. y Alemania, en un proceso de deflación y recesión, que recuerde a la situación vivida por Japón en los últimos doce años. Este escenario obligaría a recortes importantes de los tipos de interés de corto plazo (véase recuadro "¿Qué escenario descuentan los tipos de interés del mercado?").

Aunque la posibilidad de que tenga lugar este escenario ha estado presionando a la baja las rentabilidades de la deuda pública en todos los plazos, hay factores que señalan que su probabilidad debe ser limitada. En este sentido, las ganancias de flexibilidad de los mercados de bienes, servicios y factores desde los años ochenta deben facilitar que se realicen los ajustes que la economía necesita sin incurrir en un escenario de deflación-recesión. Además, el comportamiento de los consumidores, especialmente en EE.UU., muestra un patrón ahorro-consumo muy diferente al japonés, donde la propensión al ahorro es claramente más elevada. Tampoco resulta claro que exista una sobrevaloración de los precios de la vivienda que requiera de un ajuste, con los costes que ello pudiera tener en términos de actividad y del sistema financiero, al menos en economías como EE.UU. o Alemania<sup>1</sup>. Por último, a diferencia de lo ocurrido en Japón, en la economía estadounidense se ha observado una rápida y agresiva reacción de la política monetaria y fiscal.

## El deterioro fiscal puede presionar al alza los tipos de interés

Frente a este riesgo de deflación y recesión que presiona a la baja los tipos de interés, los tramos largos de la curva de deuda pueden experimentar una influencia en sentido contrario. En efecto, los tipos de interés de largo plazo podrían verse presionados al alza en los próximos meses ante el notable deterioro que se está observando en la situación fiscal. Así, en EE.UU., el ejercicio presupuestario 2001/2002 ha finalizado con un déficit del 1,5%, esto es, cuatro puntos por debajo del superávit máximo alcanzado hace dos años. Tan sólo un tercio de este cambio es consecuencia del comportamiento de los estabilizadores automáticos. El resto es el resultado de la adopción de medidas de política económica contracíclica<sup>2</sup>. Este impulso fiscal es el mayor en magnitud que haya experimentado EE.UU. en las recesiones desde los años sesenta, aunque en ninguno de los casos anteriores se partía de una situación tan saneada de las cuentas públicas ni se pusieron en práctica las medidas de estímulo con tanta rapidez. Alcanzado este nivel de déficit, la cuestión que se plantea es su evolución futura. En principio, se espera que el próximo año empeore la cifra de déficit, y los riesgos son claramente al alza, sobre todo si continúa aumentando el gasto militar y en seguridad.

En la UEM, tras el reconocimiento en julio de este año de que Portugal había superado el 3% de déficit en términos de PIB en el ejercicio 2001, que implicaba el inicio del procedimiento de "deficit excesivo" establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), en Alemania se superará este límite en 2002. Ante la desaceleración de la actividad que está experimentando la economía germana, y teniendo en cuenta que, dada su inflación, se enfrenta a unos tipos reales relativamente más restrictivos que otros países europeos, se ha empezado a cuestionar la necesidad de reformar el PEC (véase el artículo "¿Es necesario reformar el Pacto de Estabilidad?"). El debate sobre la flexibilización de los límites presupuestarios europeos se agudiza al constatar que, hasta la fecha, el deterioro fiscal de las principales economías industrializadas no parece haberse traducido en un aumento de los tipos de interés de largo plazo. Sin embargo, la experiencia de los años ochenta, muestra que existe una relación entre déficit público y tipos de interés, y que la profundización de esta situación puede dar lugar a repuntes significativos de los tipos de largo plazo, con costes en términos de actividad para las economías.

En definitiva, en el contexto actual es previsible que mientras los tipos de corto plazo sigan presionados a la baja ante los riesgos de retraso adicional de la recuperación, los largos vean compensada esta presión por el impacto que supone el deterioro de las cuentas públicas.

<sup>1</sup> En esta economía, los precios de la vivienda han disminuido en los últimos años ante las importantes dificultades del sector tras la reunificación.

<sup>2</sup> Reflejadas en el Acta de crecimiento económico y devolución de impuestos de 2001, el Acta de creación de empleo y de asistencia a los trabajadores de 2002 y el aumento del gasto en Defensa.

## ¿Qué escenario descuentan los tipos de interés del mercado?

Al finalizar 2001, después de un año de descensos de tipos de interés oficiales, especialmente en EE.UU., los mercados financieros descontaban aumentos de tipos en la segunda mitad de 2002. Un año después estos aumentos no sólo no se han producido sino que, tras casi un año de estabilidad, la Reserva Federal ha reducido sus tipos de interés en 50 puntos básicos, y probablemente, el BCE moverá a la baja sus tipos en diciembre. Además, los futuros sobre tipos de interés a corto plazo descuentan que, tras estos movimientos a la baja, los tipos se mantendrán estables hasta la segunda mitad de 2003 en EE.UU. y que podría haber descensos adicionales en la UEM<sup>1</sup>. En gran medida, este cambio de expectativas de tipos de interés refleja un retraso en las expectativas de recuperación de la actividad. Pero además, es probable que los mercados de futuros estén ponderando un escenario económico más negativo, esto es, que se esté dando actualmente una elevada probabilidad a una ralentización económica más duradera o incluso a un escenario de deflación-recesión.

Para poder analizar qué escenario macroeconómico están descontando los mercados de futuros a comienzos de noviembre de 2002, se han caracterizado varios escenarios alternativos, y para cada uno de ellos se estiman los tipos de interés de corto plazo esperados hasta finales de 2003, utilizando la metodología de la regla de Taylor. En particular se utiliza una regla monetaria *forward-looking* en la que los tipos de interés se explican utilizando las expectativas de inflación y de ciclo económico y el tipo de interés retardado<sup>2</sup>. Se asume en todos los escenarios que la Reserva Federal no baja tipos en lo que queda de año y que en la UEM el tipo de interés a tres meses en el cuarto trimestre de 2002 se situará en el 3,1%, esto es, no muy lejos del nivel que ha mantenido en las primeras semanas de este periodo, lo que da margen para bajar los tipos 25 puntos básicos en diciembre en la mayor parte de los escenarios que se van a considerar. Además, se estiman los tipos de largo plazo mediante un modelo dinámico en el que se incluyen como variables explicativas la inflación, la actividad, los tipos de corto plazo y el déficit público<sup>3</sup>.

En el escenario base (escenario 1) se espera una recuperación paulatina de la actividad en las economías industrializadas, de manera que alcanzan su crecimiento potencial en 2004 (esto es, 3% en EE.UU. y 2,3% en la UEM). La inflación se sitúa en 2003 ligeramente por debajo de su nivel subyacente (2,1% en EE.UU. y 2,2% en la UEM), con un precio del petróleo que en promedio es prácticamente el mismo que en 2002, esto es, en torno a 25 dólares. Aplicando la mencionada regla monetaria, los tipos de interés se mantienen estables hasta junio de 2003 en ambas áreas y aumentan moderadamente en la segunda mitad de ese año. En particular en EE.UU., los tipos oficiales aumentan medio punto hasta situarse en el 1,75%, y en la UEM, un cuarto de punto hasta alcanzar el 3,25%. En el tramo de 10 años, los tipos de interés aumentarían antes de mediados de año, anticipando la recuperación de la actividad y se situarían en torno al 4,6% en el segundo trimestre de 2003 en ambas áreas (esto es, claramente por encima de los tipos de interés del cuarto trimestre de 2002 que se estiman en el 4% en los bonos a 10 años en EE.UU., y en el 4,3% en Alemania). En el último trimestre de 2003 alcanzarían el 4,9% en EE.UU. y en la UEM, esto es, se superaría el actual diferencial negativo en contra de EE.UU.

¿En que escenarios macroeconómicos podrían los aumentos de tipos de interés adelantarse o ser más intensos que en este escenario base? Se contemplan dos escenarios en este sentido. En el primero (escenario 2), se asume que hay un aumento en 2003 del precio del petróleo de un 20% respecto al escenario base y se incluye una notable expansión del gasto público, tanto en EE.UU., como en la UEM, donde se podría romper el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Como consecuencia, los tipos oficiales subirían de forma inmediata, en los primeros meses de 2003, y al finalizar el año se situarían en ambas áreas significativamente por encima del escenario base, esto es, en el 3 y en el 4,25% en EE.UU. y en la UEM, respectivamente. Lo mismo ocurriría con los tipos de largo plazo, que estarían aproximadamen-

Previsiones de crecimiento e inflación en distintos escenarios

EE.UU.	PIB			IPC		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Escenario 1	2,3	2,5	3,0	1,6	2,1	2,3
Escenario 2	2,3	2,5	3,0	1,7	3,0	2,5
Escenario 3	2,3	2,9	4,5	1,7	2,3	2,5
Escenario 4	2,3	1,8	2,1	1,6	1,9	2,1
Escenario 5	1,9	-1,9	-0,2	1,4	0,0	0,4

UEM	PIB			IPC		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Escenario 1	0,8	1,7	2,3	2,3	2,2	2,0
Escenario 2	0,8	1,1	1,3	2,4	3,0	2,1
Escenario 3	0,7	2,4	3,6	2,3	2,6	2,7
Escenario 4	0,7	0,9	1,5	2,3	1,7	0,9
Escenario 5	0,5	-1,0	1,9	2,2	1,3	0,7

Fuente: BBVA

<sup>1</sup> Los mercados de futuros sobre tipos de interés a tres meses han mostrado ser una buena medida de las expectativas de política monetaria, que incluso supera a otras alternativas (futuros sobre fondos federales, letras o certificados de depósito a distintos plazos) en un horizonte a partir de cinco o seis meses, como muestran Gürkaynak, R.S., Sack, B. y E. Swanson (2002): "Market-based measures of monetary policy expectations", Reserva Federal.

<sup>2</sup> Véase Doménech, R., M. Ledo y D. Taguas (2002): "Some new results on interest rates rules in EMU and in the US", Journal of Economics and Business, 54, ps 431-446.

<sup>3</sup> En el caso alemán se incluyen además los tipos largos y el déficit de EE.UU. Para los tipos de interés de largo plazo de EE.UU., las expectativas de inflación y de actividad son significativas.

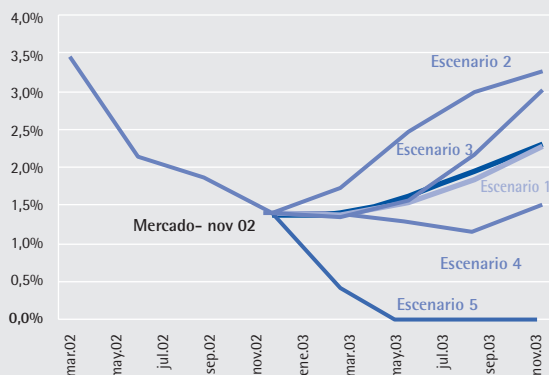
te un punto porcentual más elevados que en el escenario base en ambas áreas a finales del próximo año presionados por las mayores necesidades de financiación de los gobiernos. El segundo escenario en el que los tipos tendrían un sesgo alcista (escenario 3) se caracteriza por un aumento significativo de la confianza de los agentes, consumidores y empresarios, que tendría lugar a comienzos de 2003, lo que anticiparía la recuperación de la actividad respecto a lo planteado en el escenario base. Como consecuencia, las subidas de tipos de interés oficiales se anticiparían. De hecho, a mediados de 2003 ya habrían subido cuarto de punto en EE.UU. y al finalizar 2003 serían similares, tan sólo un cuarto de punto por debajo, a los del escenario anterior. También los tipos de largo plazo acabarían el próximo año unos 40 puntos básicos por encima de la previsión del escenario base.

¿En que escenarios se podrían esperar descensos de los tipos de interés respecto al escenario base? De nuevo, se van a considerar dos escenarios en este sentido. En el primero de ellos (escenario 4) la incertidumbre actual se prolongaría, al menos un año más, y el crecimiento volvería a estar en 2004 por debajo del potencial en las economías industrializadas. Sin presiones inflacionistas, los tipos de interés oficiales podrían bajar un cuarto de punto en EE.UU., hasta el 1% y, algo más, hasta el 2,5% en la UEM, donde aumentaría la presión sobre el BCE para reducir tipos al situarse la inflación por debajo del 2% en 2003. En el largo plazo, la desviación sobre el escenario base podría también ser más importante en la UEM, donde las presiones del mercado para reducir tipos serían más elevadas. Por último, se considera un escenario extremo (escenario 5) de deflación-recesión en EE.UU., y de recesión con inflación en mínimos históricos en la UEM. En este caso, el escenario de recesión es más agresivo en la economía estadounidense, dado que en ella el crecimiento del consumo y el notable déficit por cuenta corriente pueden conducir a una corrección más intensa de la actividad que en la economía europea. En este caso, los tipos de interés de corto plazo que se estiman a partir de una regla monetaria se sitúan en zona negativa para EE.UU., un resultado que se obtiene habitualmente para la economía japonesa<sup>4</sup>, y que lleva a concluir que los tipos de interés podrían alcanzar el límite del 0%. En la UEM, se alcanzarían mínimos históricos, con tipos de interés en el 1,5%. En ambas áreas los tipos de interés de largo plazo tendrían recorrido a la baja, alcanzándose rentabilidades del 2,5% en la economía estadounidense. La UEM tendría en este caso un diferencial de tipos positivo con EE.UU. de aproximadamente un punto porcentual.

Analizando estos escenarios de forma conjunta se puede concluir que los futuros sobre tipos de interés a tres meses descuentan una evolución de las rentabilidades de corto plazo en línea con el escenario base descrito en EE.UU., mientras que son más negativos en la UEM, donde se descuentan bajadas adicionales de tipos a lo largo de 2003, en una situación intermedia entre el escenario base y el de ralentización (escenario 4). En la medida en que los indicadores de actividad muestren un avance hacia el escenario base, los tipos de interés deberían corregir al alza. En los largos plazos, un tipo de interés en EE.UU. en niveles inferiores al 4% antes de diciembre de 2002 está dando una elevada probabilidad a escenarios de ralentización duradera e incluso de recesión-deflación (escenario 5), por lo que, de nuevo, la expectativa de un escenario de recuperación moderada de la actividad, debería convertir al tipo del 4% en un soporte de las rentabilidades de largo plazo en EE.UU. en los próximos meses.

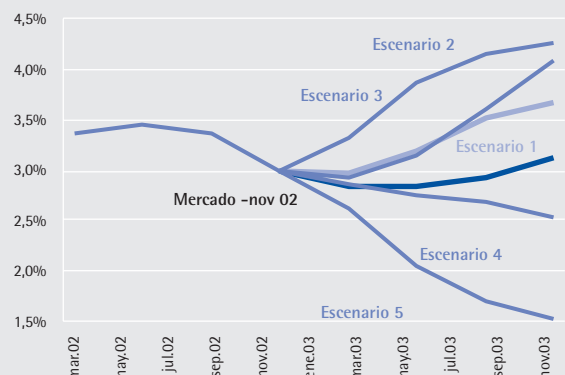
<sup>4</sup> Véase, por ejemplo, B.T. McCallum (2002): "Monetary policy rules and the japanese deflation", artículo presentado en el Economic and Social Research Institute of the Japanese Government.

Escenarios de tipos de interés a 3 meses en EE.UU.



Fuente: BBVA

Escenarios de tipos de interés a 3 meses en la UEM



Fuente: BBVA

## 2. EE.UU.

La recuperación de la economía estadounidense está siendo mucho más suave de lo esperado. No sólo se está retrasando sino que la probabilidad de que se frene es creciente. La economía ha mostrado una notable fortaleza en el tercer trimestre, pero todo apunta a que este crecimiento es difícil de sostener a corto plazo. Este es quizá el principal interrogante que plantea actualmente la economía, pero no el único. Así, en una economía creciendo por debajo de su potencial y con un mercado de trabajo que no muestra tensiones salariales, se acentúan las presiones deflacionistas. A ello se añade el riesgo geopolítico. La guerra con Irak es considerada como un escenario muy probable para los próximos meses.

En este contexto de crecientes incertidumbres, las políticas de demanda han acentuado su tono expansivo. La Reserva Federal recortó el tipo de interés de los fondos federales en 50 puntos básicos, y el año fiscal 2002 se cerró con un déficit de 1,5%, un déficit que, con nuevas rebajas impositivas, se ampliará al 2%.

### ¿Ajustará bruscamente el consumo?

El crecimiento del tercer trimestre, 3,1% en tasa trimestral anualizada, está soportado por la fortaleza del consumo privado. Los consumidores siguen gastando a un ritmo inusualmente alto en comparación con otras recesiones. En concreto, el consumo de bienes duraderos explicó más de la mitad del crecimiento en el último trimestre. Por ello, su evolución en los próximos meses resulta clave para las previsiones de actividad.

Sin duda, el ritmo de crecimiento del consumo tiene que moderarse a corto plazo, y por ello, para el cuarto trimestre se prevé una corrección del crecimiento al entorno del 1% en tasa trimestral anualizada. Pero el verdadero interrogante se plantea en el medio plazo: ¿habrá un ajuste brusco del

consumo? Una severa corrección de esta variable frenaría la incipiente recuperación de la inversión y llevaría a una nueva caída de la actividad, sumiendo a la economía en un escenario de "doble recesión". El riesgo de un ajuste brusco se ha acentuado en los últimos meses por la combinación de tres factores: la confianza, el retroceso de la refinanciación hipotecaria y el ajuste pendiente del ahorro.

Tras una notable recuperación en el primer semestre del año, la confianza de los consumidores se está deteriorando desde julio. Un deterioro que se acentuó en octubre con un desplome de las expectativas de los consumidores. La debilidad del mercado de trabajo, el temor al desarrollo de un ataque en Irak y la prolongada caída de las bolsas, la hizo caer a su nivel más bajo desde 1993, incluso por debajo de los mínimos tras el 11-S. La discrepancia entre la confianza y el gasto de los consumidores ya se venía observando en los últimos meses, sin embargo, el último dato ha preocupado especialmente al interpretarse que una caída de semejante magnitud podría anticipar un impacto muy negativo en plena temporada de compras. Además, el componente de expectativas cae de forma acusada y apenas se sitúa una décimas por encima de la situación actual.

Si no se frena este deterioro de las confianzas podría producirse un ajuste brusco del consumo de bienes duraderos, justo en un momento en el que muchas de las campañas para financiar la compra de vehículos a tipo cero empiezan a tocar a su fin. Aunque la reacción a las caídas de las ventas de automóviles en septiembre no se ha hecho esperar y alguna de las principales empresas automovilísticas han anunciado la extensión de estos planes, se trata de un consumo con alta volatilidad.

### La refinanciación de hipotecas, un apoyo cada vez más limitado

En la reciente desaceleración, la evolución del sector inmobiliario ha sido un factor que ha apoyado el consumo.

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

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

(\*) aportación al crecimiento del PIB

Fuente: Departamento de Comercio y BBVA

Por un lado, la riqueza inmobiliaria ha permitido contrarrestar en parte la caída de la riqueza financiera. Por otro, la fuerte expansión de la actividad de refinanciación hipotecaria<sup>1</sup> ha contribuido a elevar la renta de las familias norteamericanas por dos vías. Primero, los hogares han conseguido reducir el servicio mensual del préstamo hipotecario aprovechándose de unos bajos tipos de interés, y ampliando la duración del préstamo. Y segundo, las familias también se han beneficiado de un entorno de tipos a la baja y precios de la vivienda al alza, lo que les ha permitido pedir un nuevo préstamo de valor superior al anterior, obteniendo así un importante flujo de caja, incluso descontando los costes asociados a la refinanciación.

Pero, los últimos datos de refinanciación hipotecaria han sembrado la alarma sobre el agotamiento de este proceso y su potencial efecto sobre el consumo. ¿Han sido los efectos de la reciente refinanciación tan importantes para explicar la fortaleza del consumo? Por el lado de la rebaja de tipos de interés se estima que el efecto ha sido limitado, en torno a 20 mil millones de dólares<sup>2</sup> (0,2% de la renta disponible en 2002). Un impacto que se vería mermado teniendo en cuenta que un tercio del ahorro por pago de intereses se compensa con mayores impuestos, ya que los intereses hipotecarios son fiscalmente deducibles. Pero, por el lado de los flujos de caja, el impacto ha sido importante. Con datos del primer trimestre de 2002, se estima que más de la mitad de las refinanciaciones originaron flujos netos de caja y teniendo en cuenta la apreciación del precio medio de la vivienda (en torno a 25.000 dólares según la Asociación Nacional de Empresas Inmobiliarias) se calcula que se habrían generado unos flujos de caja cercanos a los 140 mil de millones de dólares, cerca del 1,5% del PIB.

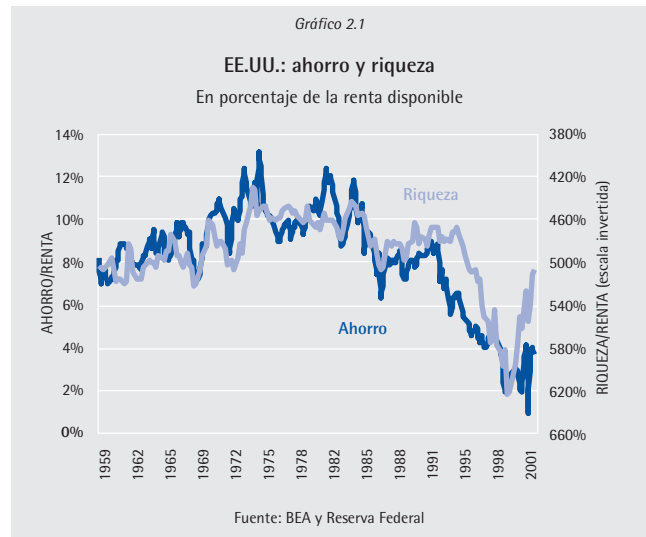
Ahora bien, la cuestión es determinar qué parte de este aumento de la renta disponible ha ido a consumo. La Reserva Federal estima, a través de los resultados de una encuesta, que en torno al 20% de estos fondos se destinan a gasto personal propiamente dicho<sup>3</sup>. Esto es, la refinanciación habría elevado el consumo en al menos 0,5 puntos porcentuales. Actualmente, la prolongación del proceso de refinanciación se enfrenta a algunos límites, ya que cada vez hay un menor recorrido a la baja de los tipos de interés de largo plazo<sup>4</sup> y la capacidad de generar flujos de caja parece condicionada a revalorizaciones adicionales

<sup>1</sup> En 2001 se refinanciaron 11,2 millones de hipotecas, duplicando el dato de 1998, considerado como un año récord.

<sup>2</sup> Asumiendo una caída de los tipos de interés de 1,3 puntos, que el número de hogares que refinancia es en torno a 8,4 millones y que el tamaño medio de la hipoteca es de 150 mil dólares.

<sup>3</sup> Véase Brady, P.J., G. Canner y D. Maki (2000): "The effects of recent mortgage refinancing", Federal Reserve Bulletin, jul-00. En este artículo se estima que un 33% se destina a mejora de la vivienda, lo que es considerado como inversión residencial, el 28% a pago de otras deudas y el resto a inversiones. En el boom de refinanciación de 1998, el flujo de fondos ascendió a 55 miles de millones de dólares y que su impacto en el consumo estuvo entre 0,2 y 0,5 puntos porcentuales.

<sup>4</sup> Véase Deep, A. y Domanski, D.: "Housing markets and economic growth: lessons from the US refinancing boom", BIS, Quarterly Review, sep-02. Según ellos tan sólo el 26% de las hipotecas de más de 30 años están a un tipo superior al 7%, frente al 92% que había en 1997.



les del precio de la vivienda. No obstante, éste no parece motivo suficiente para apostar por un ajuste brusco, a menos que se combine con el resto de factores.

### El ajuste del ahorro

Finalmente, el tercer factor que hace temer por una corrección a la baja del consumo es el ahorro. En el último año, en respuesta a la caída de la riqueza en porcentaje de la renta, el ahorro de las familias se ha recuperado desde los mínimos alcanzados a mediados de 2001, situándose actualmente en el 3,7% de la renta disponible. Desde 1999 y hasta la fecha, el ratio riqueza/renta ha caído cerca de 110 puntos mientras el ahorro ha subido 2,1 puntos. Teniendo en cuenta la relación ahorro-riqueza<sup>5</sup>, el ahorro todavía debería aumentar casi dos puntos porcentuales más. Este gap entre el ratio de ahorro y el de riqueza se convierte, por tanto, en un factor de riesgo que podría desencadenar un ajuste brusco del consumo, sobre todo si se tiene en cuenta el deterioro del ahorro público.

### De nuevo, por debajo del crecimiento potencial en 2003

El escenario para 2003 es de una moderación del consumo en un punto porcentual respecto al año 2002. Evitando un ajuste brusco de esta variable, la inversión consolidará la recuperación que ha empezado a mostrar.

La economía pasará en los siguientes meses por una fase crítica en la que el consumo ha de mantener un crecimiento tal que permita consolidar la incipiente recuperación de la inversión. En este momento los indicadores, especialmente el ISM de manufacturas y los pedidos manufactureros, apuntan a un estancamiento de la actividad industrial. Por ello, la progresiva recuperación de los beneficios empresariales que tocaron su mínimo en el cuarto trimestre de 2001, se debería ver acompañada de una recuperación de la con-

<sup>5</sup> A partir de una función de consumo se obtiene:  $S/Y = s_1 - s_2 * W/Y$ , donde S es el ahorro, Y es el PIB,  $s_1$  es uno menos la propensión marginal al consumo y  $s_2$  es la elasticidad del ahorro a la riqueza, expresados en términos de PIB. Así, se estima que cada 10% de reducción de la riqueza, en términos de PIB, eleva el ahorro en medio punto porcentual.

fianza empresarial. A ello debería contribuir el mantenimiento de las ganancias de productividad, que sigue creciendo a tasas elevadas (4,9% interanual en el promedio de los nueve primeros meses del año) y el comportamiento de los costes empresariales. Los costes unitarios no laborales muestran cierta desaceleración, pero crecen en un 5% anual. Los costes laborales unitarios están cayendo a una tasa del 2% anual. Aunque el margen de las empresas para reducir costes se está agotando, la evolución de esta variable es mucho más favorable que en ninguna recesión anterior.

En 2003, se espera un crecimiento del 2,5%, esto es, una recuperación más lenta de lo previsto. La demanda interna mantendrá similar contribución al crecimiento que en 2002, 2,5 puntos porcentuales, aunque con una composición diferente: desaceleración del consumo y aceleración de la inversión. El sector exterior no restará puntos al crecimiento. Un dólar depreciado y la paulatina recuperación del comercio mundial permitirán una recuperación de las exportaciones (hasta el 5,0%).

**¿Riesgo de deflación o estabilidad de precios?**

Las expectativas para 2002 se han mantenido estables, de forma que la inflación media en 2002 se situará en el 1,6%. A corto plazo, la inflación repuntará en el cuarto trimestre de 2002 por encima del 2%, como consecuencia del efecto base del desplome del precio del petróleo en 2001. Sin embargo, para 2003 las expectativas se han revisado a la baja, desde el 2,5% al 2,1%, por la evolución de los precios de las manufacturas, que presentarán por segundo año una evolución deflacionista aunque de menor intensidad (-0,4% de media, frente al -1,0% de 2002). Los precios de los servicios presionarán al alza creciendo alrededor del 3,5%. La inflación subyacente crecerá en promedio el 2,4%, similar al de 2002.

Los temores a que la economía de EE.UU. entre en una fase de caída generalizada de precios no parecen muy fundados si los precios de los servicios se mantienen en tasas de crecimiento superiores al 3%, esto es, si no hay un desplome de la demanda. El diagnóstico es que más bien la economía parece entrar en un periodo de estabilidad de precios (véase recuadro: "EE.UU.: ¿tiene fundamentos el riesgo de la deflación?").

**Pendientes del riesgo geopolítico**

El escenario económico descrito depende de la evolución del conflicto con Irak. El impacto macroeconómico de un eventual conflicto bélico depende básicamente de su duración<sup>6</sup>. El coste para EE.UU. de una nueva intervención en Irak podría superar el coste de la Guerra del Golfo (1% del PIB), ya que aquella apenas duró 5 días y el coste fue asumido principalmente por los aliados<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> La duración resulta clave para la evolución de tres variables clave: la confianza de los agentes económicos, el precio del petróleo y el gasto público.

<sup>7</sup> El CBO estima que el despliegue y posterior repliegue de tropas tendría un coste fijo de 20 mil millones de \$, a los que habría que añadir 7,5 mm \$ por mes de combate y entre 1,4 y 3,8 mm \$ por mes de ocupación.

Además, la guerra se produciría en un momento de claro deterioro de las cuentas públicas, con un déficit que se sitúa ya en el año fiscal 2002 en el 1,5% (primer saldo negativo tras cinco años de superávit).

El aumento del déficit estructural en EE.UU. supone un alto en el proceso de austeridad presupuestaria. Un mayor déficit a corto plazo (2003) no es descartable por dos motivos: la guerra y la mayoría republicana en ambas cámaras que hace más probable un nuevo recorte de impuestos. Con ello, la previsión de déficit para 2003 se sitúa en el 2%, 0,7 puntos por encima de lo que estima el CBO. Se asume, en cualquier caso, que el conflicto no será duradero. A medio plazo, esta estrategia plantea notables riesgos sobre las cuentas públicas y podría presionar los tipos de interés al alza, lo que podría afectar negativamente al crecimiento.

**Fed: activismo al límite**

La Reserva Federal volvió a bajar el tipo de interés de los fondos federales el pasado 6 de noviembre, tras mantenerlos estables durante casi un año, desde el pasado 11 de diciembre. El tipo de intervención se sitúa, por tanto en el 1,25% y el sesgo de la política monetaria cambia de bajista a neutral.

La decisión de la Fed sorprendió al mercado, no por la bajada, que estaba descontada, pero sí por su magnitud que fue mayor que la esperada. En su reunión de agosto la Fed cambió el sesgo de neutral a bajista, poniendo énfasis en los riesgos sobre el crecimiento y en la de septiembre hubo dos miembros del FOMC que votaron por bajadas. Los malos datos de actividad publicados en las semanas previas a la reunión posicionaron al mercado claramente a favor de una bajada.

¿Cómo se interpreta este movimiento? Inicialmente, la magnitud de la bajada podría hacer pensar que estamos ante un escenario de deflación-recesión, que conllevaría bajadas adicionales de tipos. Sin embargo, esta opción no parece la más plausible. Primero, porque las previsiones sobre inflación apuntan a una estabilidad de los precios y no a la deflación, y segundo por el sesgo neutral que la Reserva Federal ha establecido en su reunión.

En realidad, la Fed ha actuado de forma preventiva en un intento de evitar un ajuste brusco de la actividad. La Fed tomando en cuenta los riesgos a la baja, especialmente sobre el consumo, trata de recuperar la confianza de los consumidores, y, en este sentido, la bajada habría sido oportuna.

Asumiendo esta interpretación y la recuperación de la actividad, no se esperan bajadas adicionales de tipos de interés oficiales en EE.UU. De hecho, la recuperación de la actividad permitirá iniciar los movimientos al alza a mediados de 2003 con el fin de ir acercando de forma paulatina los tipos de interés a un tipo más neutral y corrigiendo el excesivo grado de relajación de la política monetaria. Con todo, las subidas serán paulatinas y los tipos se situarán en el 1,75% a finales de 2003.

## EE.UU.: gasto en seguridad y crecimiento económico

Entre 1991 y 2001 EE.UU. vivió el ciclo expansivo más largo de su historia. Con frecuencia se afirma que uno de los factores que contribuyeron a este hecho fue el descenso del gasto en seguridad y defensa en los años noventa, que liberó recursos que fueron dedicados a otras actividades. Por ello, el reciente incremento del gasto ha generado preocupación por sus posibles efectos negativos sobre la economía. ¿Debe preocupar el aumento del gasto en seguridad y defensa? ¿Qué efectos se pueden esperar del mismo en el corto y en el largo plazo?

Tras los atentados del 11-s, la lucha contra el terrorismo se ha convertido en una prioridad para EE.UU. Como consecuencia de ello, se ha producido un incremento del gasto público dedicado a la seguridad doméstica y del gasto militar. Se ha acuñado el término *homeland security* para designar los programas destinados a la prevención y respuesta contra posibles ataques terroristas en el interior de EE.UU. Según los datos de la Oficina Presupuestaria estadounidense, el gasto previsto para este capítulo en 2001 era de doce mil millones de dólares (0,1% del PIB), que se ampliaron a más de diecisiete mil tras los sucesos del 11-s. En 2002 esta cifra superará el 0,2% del PIB y se espera que en 2003 alcance el 0,4%. Por lo tanto, el gasto en seguridad doméstica se triplicará en solamente dos años. También se ha producido un incremento del gasto militar, rompiendo la tendencia de la década de los noventa, en la que el peso del mismo sobre el PIB se redujo de un 5,2% a un 3%. Las proyecciones de la Oficina Presupuestaria apuntan a cifras del 3,4% y 3,5% en 2002 y 2003 respectivamente, que podrían ser mayores en caso de un conflicto duradero en Irak.

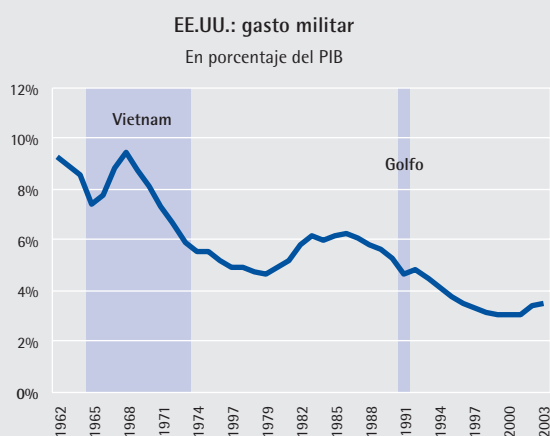
En el corto plazo, el incremento del gasto tendrá un efecto directo positivo sobre la economía, dado que supone un aumento de la demanda, y por tanto del PIB. Este efecto podría verse en parte contrarrestado por la pérdida de eficiencia derivada del incremento de las medidas de seguridad, que reducirá en alguna medida la productividad de las empresas. Sin embargo, parece claro que el efecto positivo sobre la demanda predominará sobre el dilema entre eficiencia y seguridad.

En el largo plazo, el incremento del gasto público producirá un efecto desplazamiento sobre el gasto privado. Este gasto se está financiando mediante un endeudamiento que deberá ser pagado en el futuro. Ello reducirá el rendimiento esperado del capital después de impuestos y presionará al alza los tipos de interés, reduciendo la tasa de inversión, lo cual afectará negativamente al crecimiento económico. Además, este desplazamiento del gasto empeorará la asignación de recursos en la economía porque, al contrario de lo que ocurre con otros tipos de gasto público como la educación, el gasto militar y de seguridad contribuye de una manera muy limitada a la productividad en el largo plazo, una vez que se cumplen algunos mínimos (cierto grado de protección de las personas, garantía de respeto por la propiedad privada, etc.).

Esta última afirmación se aplica especialmente al gasto corriente. De hecho, existen multitud de ejemplos en los que la inversión en infraestructuras y especialmente en I+D realizada con fines militares ha sido posteriormente utilizada con fines civiles y rentabilizada comercialmente. Con base en esta evidencia, se suele argumentar que el gasto militar es bueno para el crecimiento porque incrementa la inversión en tecnología. Sin embargo, la obtención de productos útiles para fines civiles no es el principal objetivo de la I+D militar, por lo que se podrían utilizar esos mismos recursos de una manera más eficiente si se dedicaran directamente a la investigación no militar. En consecuencia, la aportación de la investigación militar al crecimiento dependerá en gran medida de si este gasto supone una inversión en investigación adicional o si, por el contrario, sustituye a otras inversiones públicas o privadas orientadas al mercado. En cualquier caso, el gasto dedicado a desarrollo tecnológico supone una parte relativamente pequeña del gasto militar (no alcanza el 15%).

En conjunto, la mayoría de argumentos teóricos llevan a esperar que un incremento del gasto militar reduzca la tasa de crecimiento de largo plazo de la economía. La evidencia empírica sobre este aspecto es mixta y en algunos casos no se ha podido establecer una relación significativa entre gasto militar y crecimiento. Sin embargo, algunos estudios<sup>1</sup> sí han hallado esta relación. Según recientes estimaciones de la OCDE<sup>2</sup>, si se supone un incremento del gasto militar equivalente a un 1% del PIB, un aumento del empleo público del 0,5% de la población activa y un incremento permanente del gasto en seguridad privada del 0,5% del PIB, el efecto a corto plazo sobre la economía sería positivo (por el efecto sobre la demanda), pero se reduciría la productividad del trabajo. En un horizonte de 5 años el PIB real se reduciría en un 0,7%.

En conclusión, el reciente incremento del gasto en seguridad y defensa de EE.UU. tendrá efectos positivos sobre la economía en el



corto plazo, a pesar de la pérdida de eficiencia derivada de las mayores medidas de seguridad. Sin embargo, el incremento del gasto militar y de seguridad podría tener un efecto negativo sobre el potencial de crecimiento de esta economía. De momento, este aumento ha sido relativamente limitado en términos de PIB: la suma de gasto en seguridad interior y militar pasará del 3,1% del PIB en 2001 al 3,8% del PIB en 2003. Esta cifra equivale al gasto en 1995 y todavía queda lejos del de la década de los 80 (6% del PIB en promedio). Por lo tanto, es de esperar que el efecto negativo sobre el crecimiento a largo plazo sea moderado. Sin embargo, si se produjera un aumento del gasto mayor y más prolongado de lo esperado, el potencial de crecimiento de la economía estadounidense podría verse afectado negativamente, desandando parte del camino que con tanto éxito se recorrió en la década de los noventa.

<sup>1</sup> Véase, por ejemplo, Knight, M., N. Loayza y D. Villanueva (1996): "The Peace Dividend. Military Spending Cuts and Economic Growth". Banco Mundial. Policy Research Paper 1577.

<sup>2</sup> Véase "The Economic Consequences of Terrorism". OCDE Economic Outlook nº 71, capítulo IV.

## EE.UU.: ¿tiene fundamentos el riesgo de deflación?

El resurgir del temor deflacionista deriva de una coyuntura en la que se combinan varios factores: la prolongación de la desaceleración más allá de lo esperado, la profundización de las caídas bursátiles y el riesgo de nuevas caídas de precios de otros activos. En este contexto, los analistas empiezan a plantearse la posibilidad de que se desencadene una deflación y los banqueros centrales empiezan a preocuparse porque, después de las bajadas acumuladas de los tipos de interés, la política monetaria se vea limitada por la imposibilidad de hacerlo más allá del cero.

Por deflación se entiende, desde un punto de vista técnico, una caída generalizada y prolongada de los precios de los bienes y servicios. En la coyuntura actual, la economía estadounidense no está técnicamente, como algunos defienden, tan cerca de la deflación. Si bien es cierto que determinados índices de precios, como los precios de producción o el componente de bienes industriales del IPC están cayendo, otros como el IPC o el deflator del PIB se sitúan por encima del 1%.

¿Es la deflación perjudicial para la economía? Depende de su origen. En la historia económica se han vivido etapas en las que los precios han caído. Uno de los episodios de deflación con efectos más negativos sobre la economía lo protagonizó EE.UU. en los años 30, con la Gran Depresión cuando se produjo una caída precipitada e inesperada de los precios, no por el aumento de la competencia y la productividad, sino por una contracción severa de la demanda agregada. Otros episodios deflacionistas han sido más suaves y anticipados con lo que sus efectos no fueron negativos para las economías. Fueron los que se produjeron en el último cuarto del siglo pasado y vinieron caracterizados por un aumento de la inversión y de la productividad que dieron lugar a una caída de los precios. En este caso, la caída de los precios vino acompañada de un crecimiento de la actividad. Finalmente, se puede hablar de la deflación que tiene su origen en la caída de los precios en los mercados de activos, principalmente, la bolsa y el sector inmobiliario. Ésta ha sido la experiencia de Japón en la última década y la que se utiliza como paradigma para establecer paralelismos con lo que podría ocurrir en la economía estadounidense actualmente. En este caso, el pinchazo de las burbujas bursátil e inmobiliaria dañó seriamente al sistema bancario y, por extensión, al tejido empresarial. Si a esto se añade una gestión lenta de la crisis por parte de las políticas económicas se obtiene como resultado la espiral deflación-recesión en la que está inmersa la economía japonesa en los últimos doce años. Aunque es difícil achacar la espiral a un único elemento, para algunos el colapso del crédito fue una condición necesaria para su desarrollo, algo que no es muy probable que ocurra en la economía estadounidense<sup>1</sup>. En definitiva, los efectos de la deflación sobre la economía depende de muchos factores como por ejemplo, la flexibilidad del mercado de trabajo, que permite un ajuste de los salarios nominales para que no aumenten los salarios reales. En una economía con escasez de ahorro el aumento de los tipos de interés reales a que puede dar lugar la caída de los precios puede ayudar a aumentar la tasa de ahorro. Ahora bien, si hay problemas de demanda, la deflación puede tener consecuencias muy negativas sobre todo cuando el nivel de endeudamiento es alto, como ocurre actualmente en la economía estadounidense. De igual forma que la inflación favorece a los deudores, ya que eleva el valor de los colaterales, una caída prolongada y generaliza de los precios perjudica a los deudores. La deflación eleva el valor real de la deuda, lo que obliga a los deudores a ahorrar más para hacer frente a la deuda. Ello podría traducirse en un ajuste brusco del consumo y de la inversión y, por consiguiente, en una recesión de la demanda.

El bajo crecimiento de los precios que se observa actualmente en la economía estadounidense no puede sustraerse de lo ocurrido en la última década. Por un lado, al igual que ha ocurrido en las economías de la OCDE, la inflación ha caído de forma tendencial - frente a una inflación media en la OCDE del 9% a principios de los ochenta, a finales de 2001 está situaba en el 2,3%- y se ha mantenido relativamente estable. Por otro lado, la economía estadounidense ha experimentado en los últimos años una aceleración de la productividad que ha permitido una reducción de precios en determinados sectores. Estos dos elementos permitirían matizar el riesgo de deflación en EE.UU., aunque hay otros factores a tener en cuenta, como el margen de las políticas.

Aunque la desinflación es considerada un logro que reporta importantes beneficios económicos para la sociedad en su conjunto, genera incertidumbre al menos por dos motivos. Primero, por la mayor vulnerabilidad de las economías: en el actual contexto de "baja inflación", los precios podrían verse presionados todavía más a la baja, si bien es cierto que históricamente se comprueba que la caída de la inflación es mayor cuando mayor es el nivel de partida. Y segundo, por la posibilidad de ser convenientemente gestionada por la política monetaria, dado que combatir la deflación se enfrenta a la restricción de que los tipos de interés nominales no pueden bajar de cero. Okun (1981) y Summers (1991)<sup>2</sup> encuentran que cuanto menor es la tasa de inflación menor es el tipo de interés nominal y, por tanto, más probable es que el recorte de tipos necesario para estabilizar la economía se encuentre con el límite del 0%. En EE.UU., tras acumular 475 puntos básicos

<sup>1</sup> En EE.UU. este tipo de eventos no ha supuesto en el pasado un serio riesgo para el sistema bancario, dadas las regulaciones introducidas tras la Gran Depresión. El episodio más problemático se produjo en la crisis de los ochenta cuando más de 700 instituciones de ahorro y préstamo hubieron de ser liquidadas (a un coste aproximado de 155 mm \$). La disposición al crédito sólo se vio afectada marginalmente y el episodio no afectó seriamente a la solvencia de los grandes bancos. Es más, el episodio se saldó con un endurecimiento de las necesidades de capital de los bancos.

<sup>2</sup> Véase Okun (1981): "Prices and Quantities: A macroeconomic Analysis", Brookings y Summer (1991): "How should long-term monetary policy be determined?", Journal of Monetary Credit and Banking 123.

de bajadas en 2001, y reducirlo en 50 pb en noviembre de este año, la Reserva Federal ha dejado los tipos de interés oficiales en el nivel más bajo de los últimos cuarenta años. ¿Cuenta la Fed con margen suficiente para estimular la economía en caso de deflación? Dada la experiencia histórica, los resultados obtenidos por la literatura apuntan a que mientras la inflación se mantenga por encima del 1% no debería haber problemas significativos desde el punto de vista de la restricción del tipo de interés nominal cero<sup>3</sup>. Es más, parece que los efectos negativos de unos tipos de interés nominales al cero por ciento podrían ser evitados a través de medidas preventivas, esto es, una actuación rápida y agresiva. Además, la política monetaria podría hacer uso de medidas menos convencionales para aumentar la liquidez del sistema y con ello generar expectativas de inflación (dos ejemplos fueron las inyecciones de liquidez a raíz de la crisis rusa de 1998 y la quiebra de LTCM, y tras los ataques del 11 de septiembre). En definitiva, si el riesgo es la deflación, la economía estadounidense debería llevar a cabo una política monetaria que actuase de forma más activa y lejos de los convencionalismos<sup>4</sup>.

Por lo que se refiere a la política fiscal también se le asigna un papel clave en la resolución de la crisis. Frente al consenso generalizado en contra de la utilización de la política fiscal como instrumento de estabilización macroeconómica, empiezan a surgir las voces que la defienden como instrumento válido en un contexto de bajos tipos de interés (Feldstein, 2002<sup>5</sup>). En concreto se apunta a la aplicación incentivos fiscales para estimular el consumo y la inversión, medidas éstas que contribuirían a impulsar la demanda y que no tendrían porqué suponer un aumento del déficit público.

¿Es predecible que se produzca una caída en el nivel general de precios de forma prolongada? A pesar de que efectivamente una deflación parece ser un episodio difícilmente predecible, lo cierto es que los distintos instrumentos de previsión de la inflación a medio plazo permiten calificar el escenario de deflación como poco probable. A partir de un modelo de previsión de componentes, se comprueba que para observar una inflación inferior al 1% en el próximo año, deberíamos ver una prolongación de la deflación en los bienes industriales, lo cual sólo sería compatible con una caída de los precios energéticos, y una desaceleración de la inflación en los servicios cercana a los dos puntos porcentuales desde el 3,5%. La caída en promedio de anteriores recesiones fue del 3%, aunque por supuesto partiendo de niveles superiores (un 9% de promedio). Tomando la metodología de la Curva de Phillips se estima que un escenario de deflación<sup>6</sup> tendría lugar si se combina un componente cíclico del PIB negativo de magnitud parecida a la observada en la recesión de 1982, en el que el PIB cayó un -2%, una caída del precio del petróleo del 20% y una caída de los precios de importación no energéticos del 5%. Esto es, se precisaría un escenario en el que se produjera una fuerte recesión, acompañada de una caída fuerte del precio del petróleo y de una apreciación del dólar. Finalmente, utilizando un modelo BVAR para la economía estadounidense los resultados señalan, que aún teniendo en cuenta una caída adicional de las bolsas, una caída del precio del petróleo y unos tipos de interés nominales próximos a cero, la probabilidad de deflación en 2003 es prácticamente nula.

En definitiva, hay argumentos suficientes para pensar que EE.UU. no va a protagonizar un episodio de deflación a la japonesa: la estabilidad del sistema financiero impidió en anteriores episodios que una deflación de activos condujera a una deflación global. Una deflación al estilo de los años treinta sería, efectivamente, muy difícil y, en cualquier caso, las consecuencias no deberían ser tan nefastas: el sistema financiero ha evolucionado considerablemente y las autoridades económicas están más sensibilizadas con el tema y tratarían de actuar anticipadamente.

<sup>3</sup> En Viñals (2001): "Monetary policy issues in a low inflation environment", Banco de España, Documento de trabajo 0107, se obtiene que la probabilidad de que se alcance la restricción del tipo de interés cero se reduce conforme aumentan el tipo de interés real y la inflación. En cualquier caso se obtiene, que la probabilidad es muy baja, inferior al 5%, siempre que la inflación se sitúe como mínimo en el 1%.

<sup>4</sup> Esta es una de las conclusiones que derivan del artículo de la Fed: Ahearn, A. et al.: "Preventing deflation: Lessons from Japan's experience in the 1990s", Board of governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, nº 729, jun-2002

<sup>5</sup> Véase Feldstein, M. (2002): "The role for discretionary fiscal policy in a low interest rate environment", NBER working paper 9203, sep- 2002.

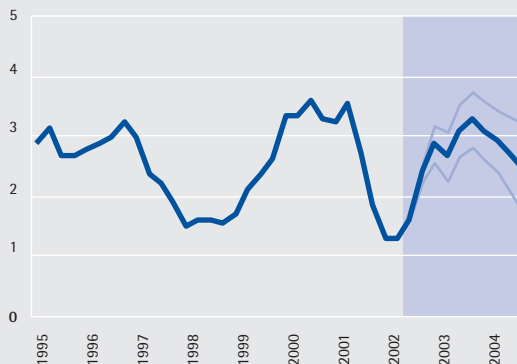
<sup>6</sup> Entendida como un crecimiento nulo o negativo del IPC.

**EE.UU.: previsión de inflación y riesgo de deflación a partir de la Curva de Phillips, 2003\***

	Base	Deflación
Brent, \$ barril	25	18
Precios import. no energ.	3%	-5%
Ciclo	-1%	-4%
<b>Inflación</b>	<b>2,1%</b>	<b>-0,1%</b>

\* promedios anuales  
Fuente: BBVA

EE.UU.: previsión de inflación a partir de un modelo BVAR



Fuente: BBVA

### 3. Unión Europea

#### UEM

##### Crecimiento por debajo del potencial en 2003

Las perspectivas de crecimiento en la UEM se han deteriorado en los últimos meses. Las expectativas de rápida recuperación de la actividad que se generaron durante la pasada primavera se han moderado significativamente, a la vista de la continua debilidad de la demanda interna y de las incertidumbres del escenario internacional. Los problemas empresariales, especialmente en el sector financiero europeo, que han tenido su reflejo en una caída de los precios bursátiles, la posibilidad de un conflicto bélico en Irak y sus efectos sobre el precio del petróleo, y el temor a un ajuste brusco en EE.UU. están pesando negativamente en el ánimo de los consumidores e inversores europeos. Parece necesario, por tanto, que se disipen estas incertidumbres para que la recuperación vuelva a cobrar fuerza, algo que previsiblemente no ocurrirá hasta la segunda mitad de 2003. De esta forma, la economía europea volverá a crecer en 2003, y por tercer año consecutivo, por debajo de su potencial. Los riesgos que se plantean, además de los relacionados con la resolución de las citadas incertidumbres, se centran en la capacidad de las exportaciones para seguir liderando el crecimiento mientras la demanda interna siga mostrando síntomas de debilidad. Las dudas en el panorama internacional y la persistencia del euro en torno a la paridad durante más tiempo de lo inicialmente previsto podrían terminar afectando al dinamismo de este componente. En este contexto, las presiones inflacionistas en la UEM se han reducido, si bien la inflación subyacente se mantendrá en 2003 por encima del 2% por segundo año consecutivo.

##### La demanda interna tarda en reaccionar

A diferencia de EE.UU., en Europa el consumo está creciendo a un ritmo muy moderado. La confianza de los consumidores se ha mantenido prácticamente estancada, desde otoño del año pasado, debido a la preocupación por la situación económica y por el mercado laboral. Todo ello a

pesar de que el empleo se está comportando de forma más favorable que en otros períodos de bajo crecimiento. La tasa de desempleo ha aumentado sólo tres décimas desde el mínimo de 2001. La percepción de fuertes incrementos de precios a principios de año derivados de la introducción del euro ha podido contribuir al retraimiento del consumo, así como la negativa evolución de los mercados bursátiles, porque aunque la proporción de renta variable de las familias europeas sobre sus activos financieros totales es menor que la de las familias estadounidenses, este porcentaje ha aumentado desde 1997 a 2000 del 15% al 20%. No obstante, estos factores no parecen suficientes para justificar la reticencia de los consumidores, que pueden estar afectados por el actual contexto de incertidumbre. Así, cabe esperar que en lo que resta de 2002 y principios de 2003 el consumo siga creciendo a tasas moderadas, apoyado en unos tipos de interés reales en niveles históricamente bajos, sin que experimente un impulso significativo hasta la segunda mitad de 2003, una vez desaparecidas las incertidumbres actuales.

Las que sí habían registrado una recuperación importante desde finales del año pasado eran las expectativas empresariales, mostrando un optimismo durante la primavera que posteriormente se ha corregido. Los empresarios se enfrentan a una demanda interna y externa incierta, a mayores problemas de financiación derivados la caída de las rentabilidades bursátiles y del incremento de los spreads corporativos, y a unos costes laborales que no terminan de ajustarse y presionan sobre los márgenes de beneficio. La producción industrial, en consecuencia, parece que ha frenado su ritmo de recuperación. En esta situación, no cabe esperar un impulso significativo de la inversión, el componente del PIB que más se ha ajustado, con seis caídas trimestrales consecutivas. Su recuperación no tendrá lugar de forma clara hasta el segundo semestre de 2003, superadas ya las incertidumbres actuales, aunque el ligero aumento de la capacidad utilizada a principios del cuarto trimestre y la magnitud del ajuste acumulado en inversión constituyen factores de soporte. Como no se espera un

Cuadro 3.1. UEM: cuadro macroeconómico y previsiones

Variación interanual	1tr02	2tr02	3tr02	4tr02	1tr03	2tr03	3tr03	4tr03	2000	2001	2002	2003
Consumo Privado	0,6	0,3	0,4	0,6	1,0	1,0	1,2	1,4	2,5	1,8	0,5	1,2
Consumo Público	2,1	2,1	1,8	1,4	1,0	1,0	1,1	1,4	1,9	1,9	1,8	1,1
Formación B.C. Fijo	-2,8	-3,1	-3,0	-2,0	-1,0	0,6	2,3	3,5	4,8	-0,7	-2,7	1,3
Var. Existencias (*)	-0,4	-0,2	0,2	0,5	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,0	-0,4	0,0	0,0
<b>Demanda Nacional (*)</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>1,2</b>
Exportaciones	-2,8	0,1	1,1	3,0	4,4	4,4	4,8	5,2	12,7	2,8	0,3	4,7
Importaciones	-4,5	-2,6	-0,7	1,0	3,0	3,0	3,7	5,0	11,3	1,4	-1,7	3,7
Saldo Exterior(*)	0,6	1,0	0,7	0,8	0,6	0,6	0,5	0,2	0,6	0,5	0,7	0,5
P.I.B. p.m.	0,3	0,7	0,9	1,4	1,4	1,4	1,7	2,1	3,5	1,4	0,8	1,7
Inflación	2,6	2,1	2,0	2,5	2,3	2,2	2,3	2,1	2,3	2,5	2,3	2,2

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

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

Variación interanual	2000	2001	2002	2003
Consumo Privado	1,6	1,6	-0,7	0,6
Consumo Público	1,2	0,8	1,2	1,0
Formación B.C.F.	3,0	-4,9	-5,0	-0,7
B. Equipo	10,2	-4,0	-6,5	-0,1
Construcción	-2,2	-5,7	-3,8	-1,1
Var.Existencias (*)	0,2	-0,6	0,1	0,0
Dd Nacional (*)	2,0	-0,7	-1,1	0,4
Exportaciones	14,4	5,4	1,8	5,0
Importaciones	11,1	1,3	-2,7	3,0
Saldo Exterior (*)	1,1	1,4	1,5	0,8
PIB a p m	3,1	0,7	0,4	1,2
<b>Inflación</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>

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

repunte significativo de la demanda interna hasta la segunda mitad de 2003, la evolución del sector exterior será clave en los próximos trimestres, a pesar de los obstáculos que representa una divisa más apreciada que en años anteriores y el retraso en la recuperación del comercio mundial. Conforme el consumo y, sobre todo, la inversión vayan cobrando fuerza ayudadas por una política monetaria laxa y un entorno internacional más favorable, la demanda interna irá tomando el relevo al sector exterior.

En definitiva, todo apunta a que, tal como muestran los indicadores de PIB, la economía europea seguirá creciendo a tasas muy moderadas hasta la segunda mitad de 2003, cuando recuperará tasas próximas a su potencial. De esta forma, el crecimiento del PIB será del 0,8% en 2002 y del 1,7% en 2003. Aunque el riesgo de esta previsión es a la baja, no se contempla la posibilidad, como en EE.UU., de un ajuste brusco de la economía, toda vez que la UEM no ha acumulado desequilibrios significativos en los últimos años. La balanza corriente va a registrar un ligero superávit en 2002, la tasa de ahorro de las familias europeas (en torno al 15% de su renta disponible) es significativamente

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

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

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

mayor que la de las estadounidenses, y su nivel de endeudamiento (77%) sustancialmente menor.

### En Alemania se acentúan las incertidumbres

En Alemania, los riesgos que se han señalado para la UEM se acentúan. Su mayor dependencia de la demanda externa (las exportaciones de bienes representan casi un 31% del total del PIB, mientras que en la UEM sólo ascienden al 15%), se combina con una preocupante debilidad de la demanda interna, que acumula cinco caídas trimestrales consecutivas, una evolución más desfavorable que la registrada en 1993. Hasta ahora no se ha detectado una reducción del ritmo exportador (según se desprende de los pedidos de manufacturas y los datos de aduanas), pero la recuperación de la inversión en EE.UU. es un factor clave para que mantenga su dinamismo, dada la composición (un 51% son bienes de equipo y casi un 30% bienes intermedios) y el destino (el 18% de las no-UEM se dirige a EE.UU.) de las exportaciones alemanas.

El lento crecimiento de la demanda interna alemana no es un fenómeno nuevo. Ha sido una constante durante los años 90, y ha determinado un crecimiento del PIB inferior al de sus socios europeos, así como una mayor vulnerabilidad a los choques externos. El coste fiscal de la unificación, la crisis del sector de la construcción y el deterioro de los costes laborales, en un contexto de rigideces estructurales, están detrás del bajo crecimiento alemán de los últimos años<sup>1</sup>.

La necesidad de reformas estructurales y el bajo crecimiento de la productividad es un factor de similitud con Japón que ha acentuado el temor a una recesión-deflación en Alemania. Un temor al que han contribuido unas expectativas de inflación en torno al 1%, unas perspectivas de crecimiento moderadas, y una fuerte corrección bursátil (el Dax ha caído más de un 60% desde máximos), con colapso del mercado tecnológico incluido, que ha dado lugar a la desaparición del *Neuer Market*. La difícil situación de la banca alemana, afectada por los descensos bursátiles y la necesidad de aumentar las provisiones por insolvencia, aumenta el paralelismo con Japón, si bien no es comparable con la situación actual del sistema financiero de este país. Los errores de política económica se identifican, en el caso de Alemania, con una política monetaria demasiado restrictiva para sus condiciones internas. De hecho, utilizando una regla monetaria que relaciona el crecimiento y la inflación con los tipos de interés, se obtiene que, desde el último año, los tipos en Alemania tendrían que situarse medio punto por debajo de los del conjunto de la UEM. Asimismo, los límites del Pacto de Estabilidad y Crecimiento impiden que se pueda instrumentar una política fuertemente contracíclica, aun-

<sup>1</sup> En este sentido, las iniciativas para reformar el mercado laboral, en línea con las propuestas de la Comisión Hartz, parecen insuficientes, al centrarse en mejorar los procesos de búsqueda de trabajo y en la administración de subsidios al desempleo y dejar a un lado problemas como la rigidez del sistema de negociación salarial o la escasez de incentivos al trabajo en determinados grupos de población.

que esto sea el resultado de una política fiscal demasiado expansiva en años anteriores.

A pesar de ello, otras razones apuntan a que Alemania no se enfrenta a un caso como el de Japón, sino a una situación de bajo crecimiento. En primer lugar, no hay indicios de una burbuja inmobiliaria en Alemania. De hecho, los precios de la vivienda se han mantenido prácticamente estables desde 1995. En segundo lugar, la interrelación entre grandes empresas, bancos y políticos está lejos de ser tan estrecha como en Japón. Además, el sistema de protección social alemán permite que los ajustes económicos no provoquen un desplome del consumo o un ahorro excesivo por motivos de precaución. Por último, la divisa europea no se encuentra en la misma situación de sobrevaloración del yen, que contribuyó a acentuar la crisis en Japón. De hecho, un modelo de indicadores muestra que, para que Alemania caiga en deflación en 2003, entendida como un crecimiento nulo del IPC, se precisa la combinación de una caída del precio del petróleo por debajo de los niveles promedio de 1998 (mínimo de la década de los años 90) con un desplome de la producción industrial dos veces y medio mayor que la registrada durante 1993.

En el escenario más probable, Alemania crecerá en 2003 un 1,2% impulsada, principalmente, por la recuperación de la demanda externa.

### La resistencia de la inflación a bajar del 2%

Los precios en la UEM durante el tercer trimestre del año han crecido por encima del 2%, con una contribución mayor de lo esperado de los precios energéticos por la tensión en el precio del petróleo, y un comportamiento más favorable del componente estructural de manufacturas no energéticas. La debilidad de la demanda centroeuropea, unida a la inclusión de los precios rebajados en el cálculo de IPCA (España, Italia, y la liberalización del límite de las rebajas del 3% en Alemania<sup>2</sup>) se está reflejando en la reducción de las presiones inflacionistas de las manufacturas. Si a ello se une que los desastres causados por el temporal veraniego no han afectado tanto al componente de alimentos sin elaborar como se estimaba, y se añade la corrección de 4\$/b en el precio del petróleo desde los máximos de septiembre, conducen a una revisión a la baja las previsiones de inflación para el resto de 2002 y para 2003. Así, la inflación en la UEM cerrará el año con una décima menos de media, en el 2,3% y, las expectativas para 2003 se rebajan en dos décimas hasta el 2,2%.

El repunte inflacionista previsto para el último trimestre, consecuencia del desplome del precio del petróleo en el año anterior, llevará a terminar 2002 con una tasa interanual alrededor del 2,5%. Para 2003, los precios estarán dominados por la inercia de los componentes estructurales que lle-

varán la inflación subyacente a una evolución estable a lo largo del año del 2,2%, mientras la inflación general oscilará alrededor de ella con alguna probabilidad de romper el suelo del 2% aunque de forma transitoria. En cualquier caso, las expectativas de inflación a medio plazo se mantienen por encima del 2%, el techo del BCE.

### Sesgo bajista de la política monetaria

Ante el deterioro de las perspectivas de crecimiento en la UEM, el BCE ha adoptado un claro sesgo bajista, aunque un buen número de factores desaconsejan un agresivo recorte de tipos. En primer lugar, las expectativas de inflación, que se mantienen por encima del 2% pese a la atonía de la actividad, y con posibles riesgos al alza derivados de los salarios o de un incremento del precio del petróleo. En concreto, el BCE ha mostrado su preocupación por los precios de los servicios, anclados en el 3%. En segundo lugar, las condiciones fiscales se han deteriorado sustancialmente en el área. La controversia generada en torno a la idoneidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), y las propuestas de "flexibilización" con la consideración de distintos criterios de evaluación puede tener un impacto negativo sobre la estabilidad de precios a medio plazo, en la medida en que se interpreta que desvirtúan y relativizan el compromiso fiscal asumido. Por último, las condiciones monetarias, aún teniendo en cuenta la actual incertidumbre, son las apropiadas para el conjunto del área. El agregado monetario M3 está creciendo en torno al 7%, muy lejos del valor de referencia del 4,5%, si bien esta cifra está distorsionada al alza por la incertidumbre actual. Y aunque a corto plazo hay margen para un recorte de 25 puntos básicos, la regla monetaria con previsiones de crecimiento e inflación del conjunto de la UEM apunta a unas subidas de tipos en el segundo semestre de 2003 tras un periodo de estabilidad de tipos en el 3%. Al menos, sin cambios en las preferencias de la autoridad monetaria, esto es, sin un mayor peso al crecimiento. Bien es cierto que para países como Alemania, por ejemplo, los tipos actuales son elevados, pero la autoridad monetaria debe fijarse en las variables agregadas de la zona. Las presiones para bajar, no obstante, son importantes, y previsiblemente el BCE utilizará ese margen de 25 puntos básicos antes de fin de año. Así se desprende de las declaraciones del gobernador y del reciente énfasis del BCE en la asimetría de la política monetaria, rescatando un trabajo que demuestra que ésta tiene un mayor impacto sobre la actividad en desaceleraciones, sobre todo en Alemania, que en expansiones<sup>3</sup>. Sólo en caso de un deterioro adicional de la confianza, de la situación de Alemania o de una apreciación del euro claramente por encima de la paridad, se asistiría a recortes más agresivos de tipos.

<sup>2</sup> Aunque no hay cambio normativo en el IPC como en España o Italia, se ha eliminado una ley que limitaba la rebaja de cualquier producto a un máximo del 3%.

<sup>3</sup> Véase Peersman, G y Smets, F.: "Are the effects of monetary policy in the euro area greater in recessions than in booms?", ECB Working Paper No. 52.

## Ampliación de la UE: ¿se avanza en las reformas necesarias?

En los últimos meses se han producido algunos avances importantes en el proceso de ampliación de la UE. La Comisión Europea dio su visto bueno<sup>1</sup> al ingreso de diez de los doce países candidatos<sup>2</sup>; en Irlanda, se celebró por segunda vez un referéndum sobre el Tratado de Niza, que finalizó con un resultado favorable a su ratificación; por último, en el Consejo Europeo de los días 24 y 25 de octubre, los países miembros llegaron a un acuerdo sobre la futura financiación de la UE. Todos estos factores hacen cada vez más probable que el proceso de ampliación de 15 a 25 países como se había previsto inicialmente, frente al temor a un posible retraso en el proceso.

El referéndum del pasado día 18 de octubre en Irlanda, deja vía libre a la aplicación del Tratado de Niza, en el que se establecen las reformas institucionales básicas de cara a la ampliación. En la actualidad, buena parte de las decisiones del Consejo Europeo se toman por unanimidad, lo cual podría bloquear el proceso de toma de decisiones en el contexto de una UE ampliada. Para otras decisiones es suficiente una "mayoría cualificada". Según lo establecido en el Tratado de Niza, en una Europa ampliada, esta mayoría cualificada se obtendrá con un 74% de los votos (el número de votos de cada país depende de su tamaño<sup>3</sup>) y el apoyo de la mayoría de estados miembros. El Tratado también reduce el número de temas que deben votarse por unanimidad, aunque los avances en este sentido son modestos<sup>4</sup>. En el caso de la Comisión Europea, en el Tratado se prevé que los países de mayor tamaño pierdan uno de los dos comisarios que tienen en la actualidad y que algunos países no tengan ningún representante en la Comisión. En el Tratado también se aborda la adaptación del BCE<sup>5</sup> a la ampliación y se establecen las bases para reformar otras instituciones fundamentales de la UE, como el Parlamento Europeo y se define un nuevo marco jurisdiccional en la Unión.

Otro aspecto que condicionará el éxito del proceso de ampliación, es la reforma de los mecanismos de financiación de la UE, y, en particular, del futuro de la Política Agraria Común (PAC). En el Consejo Europeo de los días 24 y 25 de octubre, se alcanzó un acuerdo para diferir el pleno acceso de los nuevos miembros a los fondos agrícolas de la UE. Estos países obtendrán las ayudas agrícolas de una manera gradual, en un período que se extenderá desde 2004 hasta 2013. El primer año, los nuevos países recibirán un 25% del nivel de los pagos que les corresponderían si fuesen miembros de la UE; un 30% en 2005; un 35% en 2006; un 40% en 2007; y en adelante un 10% adicional cada año hasta equipararse con el resto de estados miembros en 2013. Además, se aseguró que el proceso de ampliación se produciría en un contexto de "estabilidad presupuestaria". Es decir, el presupuesto de la UE dedicado a las ayudas directas no crecerá a una tasa superior al 1% anual en el período 2006-2013. También se llegó a un acuerdo en materia de fondos estructurales y de cohesión: entre 2004 y 2006 se destinará un total de 23 mil millones a los nuevos estados miembros (esta cifra equivale a un 23% del presupuesto total de 2002). Este acuerdo en materia de financiación permitirá ultimar las negociaciones con los países candidatos, que deberían concluir en el Consejo Europeo de Copenhague en diciembre. Ello permitiría firmar de los tratados de Adhesión en Atenas en abril del año 2003.

Los acuerdos sobre las reformas institucionales y sobre los mecanismos de financiación de la UE contribuyen a acercar la ampliación. Sin embargo, ¿son estas reformas suficientes? En el caso de la reforma institucional el Tratado de Niza es un instrumento útil pero imperfecto. Todavía son muchos los temas en los que se requiere unanimidad, el umbral de la mayoría cualificada resulta aún más rígido que en la actualidad (pasa del 71% al 74% de los votos), no clarifica el reparto de papeles entre el Consejo y la Comisión, entre otras carencias. Estos aspectos deberán solucionarse, probablemente en el contexto de la Convención Europea, formada tras el Consejo Europeo de Laeken de diciembre de 2001, en la que se debate el futuro de la Unión y que debe culminar en una "Constitución Europea". En definitiva, la reforma institucional va en la dirección adecuada pero es insuficiente porque no asegura que los mecanismos de decisión sean eficientes y porque no define con suficiente claridad el reparto de papeles entre las instituciones.

En cuanto a la financiación, los acuerdos recientemente alcanzados suponen un equilibrio entre la voluntad de seguir adelante con el proceso de ampliación y los intereses para mantener la Política Agraria Común y los fondos estructurales. Desde un punto de vista práctico, esta solución permite continuar adelante con la ampliación, pero tiene algunas limitaciones. Tal vez la mayor de ellas sea que se ha perdido una oportunidad para redefinir la PAC, dado que los países contribuidores netos (entre ellos Alemania) han cedido en sus pretensiones de reducir las ayudas agrícolas (defendidas con éxito por Francia). Por otra parte, el acuerdo es una buena muestra de las importantes presiones para diferir el acceso de los nuevos miembros a los fondos europeos. Este retraso puede ser un arma de doble filo, porque ralentizará el avance de estos países en su convergencia con el resto de la UEM<sup>6</sup>. En este sentido, se debería realizar un esfuerzo adicional por impulsar las economías de los nuevos miembros, además de reformar sus mercados de trabajo y sus sistemas de protección social de cara a la ampliación<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> Los países candidatos deben cumplir una serie de requisitos conocidos como los "Criterios de Copenhague", que suponen regímenes democráticos consolidados, economías de libre mercado y adaptación a las normas de la UE.

<sup>2</sup> Los países declarados aptos son: Chipre, República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, Eslovaquia y Eslovenia. Bulgaria y Rumania no cumplen todavía estos criterios, por lo que se retrasa su ingreso en la UE a 2007.

<sup>3</sup> El Tratado incrementa el peso de los países grandes. El conjunto de los cinco estados más poblados pasará de tener un 55% de los votos a disponer de un 60%. Esta ganancia compensa en parte a estos países por la pérdida de un Comisario Europeo.

<sup>4</sup> Para una discusión detallada de este aspecto véase Baldwin *et al.* (2001): "Nice Try: Should the Treaty of Nice be Ratified?" Monitoring European Integration, 11. CEPR.

<sup>5</sup> El Tratado de Niza prevee el acceso de los países candidatos a la Unión Monetaria, pero no se establecen con claridad las reformas institucionales que ello conllevaría. En concreto, no se prevee la futura composición del Consejo del BCE, que actualmente cuenta con un representante por país.

<sup>6</sup> En este sentido será fundamental la evolución de la Inversión Directa en los países candidatos, que ya en los últimos años se ha visto favorecida por las perspectivas de ampliación. Entre 1995 y 2000 la IED a estos países se triplicó (véase UNCTAD (2001): "World Investment Report").

<sup>7</sup> Ver Boeri *et al.* (2002): "Who is afraid of the big enlargement?". CEPR Policy Paper N° 7.

## Reino Unido

### La sostenibilidad del crecimiento del consumo y del precio de la vivienda, en cuestión

En 2002 la economía de Reino Unido ha seguido mostrando una relativa fortaleza. En los tres primeros trimestres del año el PIB ha crecido en promedio un 1,4% y la previsión para el conjunto del año es del 1,5%. Para 2003 se prevé una recuperación paulatina de la actividad, que llevará el crecimiento a tasas del 2,4%.

La demanda doméstica sigue siendo el principal soporte de la actividad. El consumo privado creció un 3,7% en la primera mitad de año y los indicadores disponibles, como las ventas al por menor (+4,6% interanual en septiembre de 2002) o las ventas de automóviles (+15% trimestral en septiembre), apuntan a que esta variable seguirá registrando crecimientos notables. Los principales soportes del consumo son al aumento de la renta disponible por el buen comportamiento del empleo (la tasa de paro se mantiene en el 3,1%, mínimo histórico de hace más de dos décadas) y de los salarios, y la evolución de la riqueza, soportada por el excepcional incremento de los precios de la vivienda. En 2003 el consumo seguirá creciendo a tasas notables, aunque más moderadas que las de 2002. El consumo público también ha tenido una aportación positiva, con un crecimiento del 5,4% en la primera mitad del año. Para 2003 se espera un crecimiento de esta variable del 3%, en línea con lo previsto en los últimos presupuestos.

Por el contrario, la inversión ha tenido un comportamiento muy negativo en 2002, con un crecimiento del -5,8% en la primera mitad de año. Para 2003, se prevé una moderación del crecimiento negativo de la inversión en los primeros trimestres y una ligera recuperación en la segunda mitad del año, en la medida en que se despejen las incertidumbres en el entorno internacional. En cuanto al sector exterior, las exportaciones se han reducido (-4,2%) en la primera mitad de año por el menor crecimiento mundial y los datos de balanza comercial apuntan la misma tendencia para el conjunto del año. En 2003 tanto las exportaciones como las importacio-

nes registrarán incrementos moderados, apoyados por un mayor crecimiento y la aportación del sector exterior al PIB dejará de ser negativa.

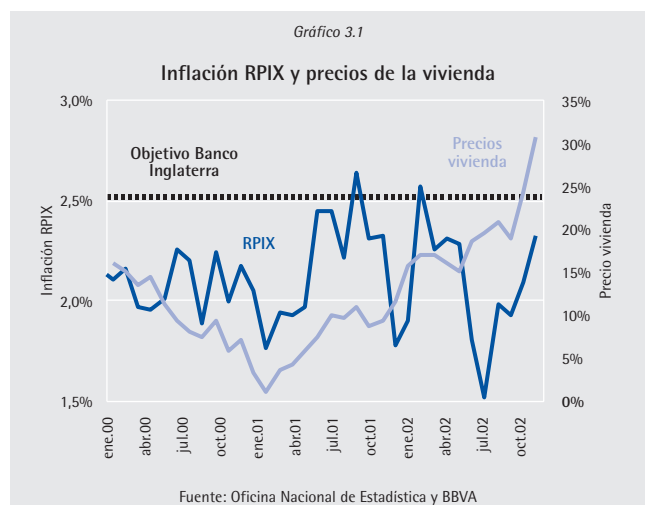
La inflación ha repuntado en octubre hasta el 2,3%, desde un mínimo del 1,5% en junio. Este incremento se debe principalmente al fuerte crecimiento de la inflación en servicios (5,9% en septiembre si se exceptúan alquileres y servicios públicos) y al aumento del índice de depreciación de la vivienda, que pasó del 10,6% al 13,4% entre julio y septiembre. Por el contrario, los precios de los bienes han crecido a tasas negativas, en parte por la disminución de los precios de importación. Para 2003 se espera un ligero aumento de la inflación, cuya media se situará en el entorno del objetivo del 2,5% del Banco de Inglaterra. Varios factores justifican esta evolución al alza de la inflación. En primer lugar, se está produciendo un incremento de los costes laborales, tal y como se refleja en los datos de ganancias, que crecieron a una tasa del 3,9% en el último trimestre. En segundo lugar, las cotizaciones de los empresarios a la seguridad social aumentarán un 1% en 2003, lo que podría trasladarse en parte a los precios. Por último, el crecimiento de los precios inmobiliarios, aunque se moderará, seguirá afectando a la inflación por medio del índice de depreciación de las viviendas. Estos precios crecieron a una tasa interanual del 30,7% en octubre, máximo de los últimos 13 años.

El Banco de Inglaterra está recibiendo presiones para una relajación de la política monetaria. Sin embargo, una reducción adicional de los tipos presionaría al alza el precio de las viviendas, en un momento en el que empiezan a existir serias dudas sobre la sostenibilidad de estos aumentos. Además, en el medio plazo existen riesgos al alza sobre la inflación y la demanda interna se mantiene relativamente fuerte. En este contexto, lo más probable es que el Banco de Inglaterra mantenga los tipos estables en lo que queda de 2002 y en la primera parte de 2003, con posibles subidas en los últimos meses del año en la medida en que se recupere la actividad y se materialicen los riesgos al alza sobre la inflación.

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

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

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



## 4. Asia

### Japón: reformas insuficientes

Tras registrar un crecimiento negativo del -0,8% en 2001, la economía de Japón ha seguido sin mostrar señales claras de recuperación en 2002. La economía sigue registrando un crecimiento negativo, continúa la deflación y perviven graves problemas estructurales que dificultan la recuperación. Sin embargo, durante 2002 se observa una lenta mejoría, y para el año 2003 se espera un crecimiento positivo del 0,6%.

Los datos de los tres primeros trimestres del año muestran el estancamiento de la demanda interna, con tasas moderadas de crecimiento del consumo privado (1%) y una moderación del ritmo de caída de la inversión, tras alcanzarse el mínimo en el primer trimestre del año. Sin embargo, los datos de ventas y de confianza del consumidor de los últimos meses apuntan a un posible estancamiento del consumo en el cuarto trimestre del año. Para 2003 se prevé un crecimiento moderado de esta variable, a una tasa del 1%. Por su parte, el consumo público ha seguido creciendo a tasas superiores al 2%, por lo que sigue siendo uno de los principales soportes de la economía japonesa.

Sin embargo, el componente más dinámico ha sido el sector exterior, que en los tres primeros trimestres de 2002 aportó un 0,6% de crecimiento al PIB. La reciente apreciación del yen no es una buena noticia para el sector exportador, aunque la magnitud de la misma es limitada. Para 2003, la principal incertidumbre es el retraso en la recuperación de la actividad mundial.

A lo largo del año ha continuado la deflación, que ya se prolonga desde 1998. Se prevé que para este año el crecimiento de los precios se sitúe en el -0,9%, con una ligera mejoría en 2003, en que la inflación se situaría en una tasa del -0,3% de media y recuperaría valores positivos a finales de año.

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

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

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

El Banco de Japón ha acentuado el carácter expansivo de su política monetaria, inyectando liquidez en el sistema. Para ello, el pasado mes de octubre, ante la desaceleración del crecimiento de la base monetaria, aumentó su objetivo de reservas hasta un rango de 15 a 20 mil millones de yenes (anteriormente este rango era de 10 a 15 mil millones). Sin embargo, existen dudas sobre la efectividad de estas medidas, dado que los bancos japoneses ven muy limitada su capacidad para expandir el crédito por el deterioro de sus balances. Por ello, el Banco de Japón ha anunciado medidas de compra directa de acciones a las entidades financieras (véase el recuadro "Japón: heterodoxia en la política monetaria").

Simultáneamente, el gobierno ha anunciado su nuevo plan de reformas contra la deflación (plan Tenaka). El principal pilar de este plan es la reforma del sistema financiero. A pesar de los esfuerzos que desde hace algunos años se ha realizado por sacar los préstamos insolventes de los balances de los bancos, el peso de los mismos no ha decrecido y éstos suponen cerca de un 20% del PIB.

Las principales líneas de esta reforma finalmente aprobada implican cambios en los criterios de valoración de los activos de los bancos, con una vigilancia más estricta de la calidad de los colaterales y una adaptación de los métodos contables. Se fomenta la colocación de los préstamos dudosos a una agencia pública destinada a este fin (Resolution and Collection Corporation) y se introduce como novedad que esta agencia tendrá una participación más activa en la reestructuración de las empresas. Además, se pone en práctica una reforma impositiva que ampliará las exenciones fiscales de los bancos por la eliminación de los créditos insolventes de sus balances. Esta medida supone un derecho para la deducción de impuestos futuros, que constituye una parte importante del activo de los bancos. En el plan de reforma inicial se preveía un límite al peso de los impuestos diferidos en el capital del 10%, pero éste finalmente no ha sido aprobado<sup>1</sup>.

El último paquete de medidas aprobado por el gobierno japonés ha decepcionado porque aunque apunta en la dirección correcta (saneamiento del sistema financiero, reestructuración industrial, etc.) es de una intensidad claramente insuficiente. En su versión final, el plan parece haber puesto demasiado énfasis en asegurar la pervivencia de las empresas y demasiado poco en conseguir una auténtica reestructuración de las mismas.

### Confianza en China

Después de crecer un 7,3% en 2001, la economía china ha sorprendido por su fortaleza en 2002, con una tasa de cre-

<sup>1</sup> De hecho, las reformas del plan Tenaka han encontrado oposición tanto en el sector privado como en el propio partido en el gobierno por su carácter reformista. Ello obligó a retrasar una semana la presentación del plan y a suavizar algunas de sus medidas.

cimiento del 7,8% en la primera mitad de año. Este buen comportamiento se ha debido al dinamismo de la demanda externa y a un comportamiento de la demanda interna mejor del previsto.

La demanda interna se ha visto impulsada por una política fiscal fuertemente expansiva, con incrementos de la inversión pública en infraestructuras e incrementos de los salarios de los empleados públicos en julio. La política monetaria también ha contribuido a estimular la demanda. El Banco Popular de China rebajó los tipos de interés en medio punto porcentual e incrementó el objetivo de crecimiento de M2 del 13 al 14%.

Las favorables perspectivas de esta economía se ven reflejadas en el hecho de que en lo que llevamos de 2002, China ha sido el mayor receptor de inversión extranjera en el mundo, con un crecimiento del 20,7% en los siete primeros meses del año para superar los 30 mil millones de dólares. Los principales determinantes de esta tendencia siguen siendo las expectativas generadas por la entrada de China en la OMC y por la reubicación de actividades productivas desde Japón, EE.UU. y la UE, debida a los menores costes de producción. Este factor es la principal explicación al fuerte crecimiento de las exportaciones chinas (con tasas superiores al 15%), en un momento de estancamiento de la economía y el comercio mundial.

Los precios han seguido la senda deflacionista de los últimos años. En el mes de julio, la inflación se situó en el -0,9%. La deflación se debe en parte a un exceso de capacidad de las empresas, pero también a otros factores como el aumento de la productividad en el sector industrial, la disminución de los precios de las materias primas y la reducción de los aranceles sobre las importaciones de un 9,1% en promedio en 2001 a un 6,4% en la primera parte de 2002, derivada de la entrada en la OMC. Para el año 2003 se espera que el crecimiento de los precios vuelva a terreno positivo.

**Resto de Asia: aumentan las incertidumbres**

Al igual que en China, el comportamiento del resto de economías del sudeste asiático ha sido, en promedio, mejor del inicialmente esperado. El sector industrial y las exportaciones se vieron apoyados por la mejoría en el sector de las tecnologías de la información. El crecimiento fue especialmente significativo en economías como Corea, Taiwan, Singapur, Malasia o Tailandia, muy negativamente afectadas por la desaceleración de 2001. Sin embargo, los últimos datos mensuales de producción industrial apuntan a una ralentización de este ritmo de crecimiento en la segunda mitad del año. En conjunto, se espera que la zona en su conjunto muestre un crecimiento cercano al 6,1% en 2002 y una cifra similar en 2003.

El comportamiento es ligeramente divergente entre países. La economía de Corea ha sido la que ha experimentado una mayor y más sólida recuperación, gracias en gran parte a una mayor fortaleza de la demanda interna, con un crecimiento del consumo del 8% en la primera mitad del año. Este buen comportamiento se ha visto favorecido por los recortes impositivos. Por el contrario, otros países como Hong Kong o Taiwan se han visto negativamente afectados el incremento del desempleo, la deflación y un mal comportamiento de los mercados financieros (y el inmobiliario en el caso de Hong Kong).

La inflación en la zona permanece relativamente controlada en términos históricos. En los dos extremos se encuentran Indonesia, cuya inflación superará el 10% a finales de año (aunque la previsión se ha reducido en los últimos meses) y Hong Kong, donde el deterioro de las perspectivas de crecimiento añade presión deflacionista.

Tras registrar una notable apreciación en la primera mitad de año, la mayoría de las divisas asiáticas se han depreciado con respecto al dólar, por el aumento de las incertidumbres sobre la recuperación internacional, especialmente en EE.UU., que podría penalizar negativamente a una región muy dependiente de las exportaciones de productos tecnológicos.

Los recientes atentados de septiembre y octubre en Indonesia (Bali) y Filipinas introducen un elemento adicional de incertidumbre. Los ingresos por turismo representan entre un 4 y un 5% del PIB de Indonesia, y las llegadas de turistas podrían reducirse en un 20%<sup>2</sup>. Ello podría dañar la confianza de los consumidores y de los inversores extranjeros, con el consiguiente efecto negativo para la recuperación de la actividad. El mayor riesgo es que se creen tensiones políticas adicionales y que desestabilicen el frágil equilibrio que permite gobernar al presidente Megawati. En cualquier caso, el efecto de los atentados en la zona dependerá fuertemente de si se producen acciones terroristas adicionales.

<sup>2</sup>Suponiendo un impacto similar al que se produjo tras los atentados de 1997 en Egipto (Véase "East Asia Update". Banco Mundial. Noviembre 2002).

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

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

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

## Japón: heterodoxia en la política monetaria

El pasado mes de septiembre el Banco de Japón (BdJ) anunció la implementación de nuevas medidas con el objetivo de preservar la estabilidad del sistema financiero y solventar, en la medida de lo posible, el problema de crédito de los bancos japoneses, que mantienen un elevado volumen de préstamos insolventes<sup>1</sup>. Lo sorprendente de estas medidas es que incluyen la compra directa de acciones por parte del BdJ de varias de las principales instituciones financieras de la economía japonesa<sup>2</sup>.

En concreto, el plan comprende la adquisición de las acciones en cartera de los bancos japoneses, a precio de mercado, que cumplan, entre otros, unos determinados requisitos de *rating* y volumen de negociación. En total, la autoridad monetaria prevé adquirir acciones por un importe de 2 billones de yenes como mínimo. En un principio, está previsto que el BdJ compre acciones en el mercado hasta finales de septiembre de 2003. A su vez, el BdJ se compromete a mantener las acciones adquiridas en cartera hasta finales de septiembre de 2007. Para septiembre de 2017 se prevé que las acciones estén ya completamente disponibles en el mercado, considerando siempre el posible impacto que tendrían en el mismo, así como el riesgo de pérdidas por parte del propio banco central.

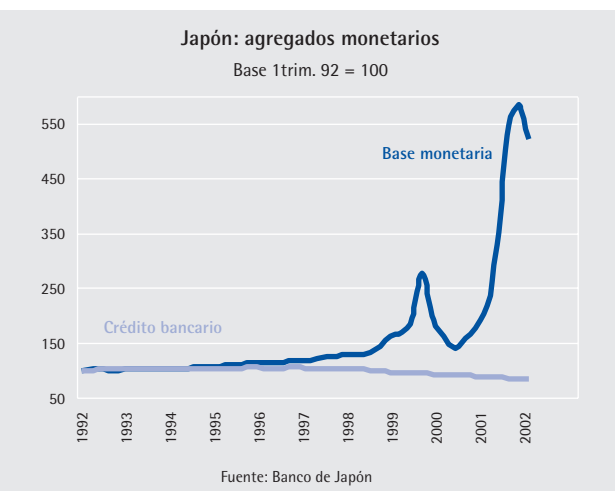
La nueva medida tiene lugar en un contexto de estancamiento de la actividad económica, y proceso de caída generalizada de precios. La trampa de liquidez en la que se encuentra inmersa la economía japonesa ya llevó al BdJ a principios del año pasado, en un contexto de tipos de interés prácticamente nulos, a adoptar un objetivo monetario. De hecho, en la última reunión de octubre, el BdJ ha aumentado el objetivo cuantitativo desde 10-15 a 15-20 miles de millones de yenes. En este contexto, la continuada caída de los precios bursátiles, en mínimos de los últimos 17 años, representa un riesgo adicional para la estabilidad financiera del sistema, debido al impacto negativo que puede tener sobre los bancos, los cuales mantienen en su cartera un elevado volumen de acciones. Así, el objetivo de la medida adoptada por el BdJ es preservar el canal de transmisión de la política monetaria, esto es, los mercados y el sistema financiero en su conjunto. Existe un intenso debate sobre el papel que la estabilidad financiera debe tener para los bancos centrales y las políticas que, en su caso, deberían ponerse en práctica<sup>3</sup>. En un reciente estudio centrado en la economía japonesa<sup>4</sup> se reconoce la necesidad de que el banco central intervenga en los mercados financieros para restaurar el canal de transmisión de la política monetaria. La cuestión es si las medidas acordadas por el BdJ son las más eficaces e idóneas.

En efecto, dicha medida no está exenta de críticas. Por un lado, existen dudas sobre su puesta en práctica. En el actual nivel de interrelación en los mercados financieros es difícil controlar los precios de forma artificial, y serían necesarias compras de elevados volúmenes de acciones. A su vez, la compra de acciones comporta asumir un riesgo para el BdJ, ya que parte de las reservas del BdJ quedan expuestas a las fluctuaciones de los precios de las acciones. En este sentido, a mayor volumen de acciones, mayor es el riesgo asumido por la autoridad monetaria. Según lo anunciado por el BdJ, se prevé que el volumen de acciones adquiridas represente alrededor del 2% del total de activos del banco, cantidad limitada pero no trivial. Es cierto que el BdJ ha anunciado distintas medidas destinadas a minimizar este riesgo, pero con todo las incertidumbres permanecen.

Por otro lado, se considera que no es apropiado que un banco central tome medidas para intervenir en los mercados bursátiles por varias razones. En primer lugar, un banco central no tiene la misma influencia sobre este objetivo que el que tiene sobre un objetivo monetario o de precios, hecho que ha limitado el papel de los activos en la política monetaria. En segundo lugar, la compra de acciones en los mercados bursátiles con criterios distintos a los de mercado puede ser origen de distorsiones en la economía. En efecto, las decisiones de política monetaria deben ser neutrales en términos de la asignación de recursos y de la determinación de precios. La intervención pública en los mercados financieros, aún teniendo un impacto temporal en la dirección adecuada, puede a representar a medio plazo una distorsión que beneficie a empresas menos eficientes, perjudicando a las más competitivas.

Con todo, la acción tomada por la autoridad monetaria, aunque arriesgada, puede valorarse positivamente en la medida en que se interprete como un paso adelante hacia un equilibrio de cooperación entre los organismos públicos. La salida de la actual situación de la economía japonesa pasa por la necesidad de avanzar en una profunda reestructuración del sector financiero junto con otras

reformas estructurales que permitan el saneamiento de la economía. Para que se alcance este equilibrio, es necesario que el gobierno se comprometa de forma creíble en mantener la estabilidad fiscal, limitando el gasto a la vez que avance en las reformas de forma que se recupere la confianza en la economía. Con este tipo de medidas, el BdJ se ha posicionado claramente hacia un equilibrio cooperativo con las demás autoridades japonesas, señalizando su disposición de llevar a cabo medidas no ortodoxas de política monetaria para reactivar la economía. En este sentido, este tipo de actuaciones podría llegar a resultar beneficiosas a medio plazo.



<sup>1</sup> *Non-performig loans*, (NPL). Según las últimas estimaciones éstos superan los 43 billones de yenes.

<sup>2</sup> Ha habido otros casos de compra de acciones por parte de un banco central, pero bajo unas condiciones específicas y de forma puntual como fue el caso de Hong Kong durante la crisis asiática de 1998.

<sup>3</sup> Véase, por ejemplo Borio C. y P. Lowe (2002): "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", BIS, Documento de trabajo nº 114.

<sup>4</sup> Véase Okina K., y S. Shiratsuka (2002): "Asset Price Bubbles, Price Stability, and Monetary Policy: Japan's Experience", Monetary and Economic Studies, octubre.

## 5. América Latina

### La región está experimentando un importante ajuste de demanda interna

La caída en las entradas de capital que está experimentando la región en 2002 está obligando a la economía a un ajuste importante. Con ello el PIB regional en el primer semestre del año ha caído alrededor de un 1,9% interanual. Sin embargo, lo relevante no es sólo la caída del PIB, sino la fuerte contracción que está experimentando la demanda interna. El ajuste de la demanda interna es obligado. La falta de ahorro externo para financiar el crecimiento conlleva un aumento del ahorro doméstico, público y/o privado. Dicho aumento del ahorro debe traducirse en una menor demanda interna.

A modo de ejemplo, las importaciones regionales agregadas de bienes en términos nominales se han reducido alrededor de un 9% interanual en la primera mitad del año. Se podría pensar que la severa recesión argentina explica buena parte de dicha caída. Sin embargo, incluso si excluimos este país del análisis, las importaciones mantendrían su tasa de crecimiento negativa (alrededor del 4%). Brasil es el país que está experimentando un mayor ajuste de las importaciones tras Argentina, con una caída de las mismas superior al 6%<sup>1</sup>. Sólo Perú está mostrando un comportamiento más positivo.

Sin embargo, también es cierto que las importaciones tocaron niveles mínimos en el primer trimestre del año y que desde entonces puede apreciarse una tímida mejoría. La demanda parece estar saliendo del bache, aunque es todavía pronto para dar por cerrada la recesión. Brasil sigue siendo una incógnita y pasarán algunos meses hasta que se despejen las incertidumbres.

### La política monetaria se relaja en 2002

La debilidad de la demanda interna y el bajo pass-through de depreciación a precios está permitiendo implementar una política monetaria más expansiva. Si excluimos a Argentina, las tasas de interés reales agregadas para la región se han venido reduciendo desde finales del año pasado.

En la situación actual de ausencia de presiones inflacionistas, de debilidad económica y de reducidas tasas de interés internacionales (en EE.UU. fundamentalmente), las autoridades monetarias locales deben favorecer el crecimiento.

El caso argentino es peculiar. Durante el año 2001, el mantenimiento del régimen de tipo de cambio fijo (Convertibilidad) forzó a la economía a mantener unas tasas de interés reales superiores al 20% durante buena parte de 2001. Tras la devaluación y posterior estabilización del

tipo de cambio, las tasas de interés han comenzado a caer y se encuentran ya por debajo de la tasa de inflación.

En el caso de Brasil la tasa de interés real se ha mantenido estable en torno al 10% durante todo 2002, aunque la reciente subida del SELIC se debe a que el Banco Central intenta sostener al tipo de cambio mediante unos tipos de interés elevados. En el caso de Brasil, sólo es posible una mayor relajación monetaria si finalmente retorna la confianza internacional y con ella los capitales internacionales.

En los países que no afrontan una crisis doméstica (Colombia, Chile, Perú y México) los tipos de interés oscilan entre el 0% y 3% poniendo de relieve una política monetaria relativamente laxa.

### El tipo de cambio asume parte del ajuste

Durante la crisis de 1999, buena parte de los países latinoamericanos se dotaron de tipos de cambio flexibles. Gracias a dicho cambio de régimen cambiario, ahora la política monetaria puede favorecer el crecimiento.

Sin embargo, la mayor relajación monetaria y la ausencia de financiación internacional tiene como contrapartida una mayor depreciación de las divisas de la región. Con la sola excepción de Perú, las divisas latinoamericanas se han depreciado a lo largo del último año. En el caso de Argentina, Venezuela y Brasil la depreciación ha sido especialmente intensa.

Desgraciadamente, la debilidad económica mundial no permite aprovechar todos los beneficios asociados a la depreciación. En particular, las exportaciones de la región no sólo no están creciendo a mayor ritmo, como podría esperarse, sino que se están reduciendo.

De cara al año 2003, las economías de la región deberían crecer moderadamente. Buena parte del ajuste de la demanda interna habrá tenido lugar durante 2002. Por su parte, la política monetaria está ayudando a generar un choque positivo de demanda. Finalmente, la intensa depreciación real de las divisas latinoamericanas sienta las bases para aprovechar el impulso generado por las economías industrializadas cuando éstas comiencen a crecer.

Cuadro 5.1. América Latina: previsiones de crecimiento

	2000	2001	2002	2003
Argentina	-0,8	-4,4	-11,3	2,3
Brasil	4,4	1,5	1,3	1,4
Chile	4,4	2,8	2,2	2,8
Colombia	2,8	1,6	1,2	1,5
México	6,6	-0,3	1,1	2,9
Perú	3,6	0,2	3,5	2,6
Venezuela	3,2	2,7	-5,3	0,9
América Latina	4,1	0,4	-0,5	2,0

Fuente: BBVA

<sup>1</sup> Media de los tres últimos datos.

## 6. Mercados

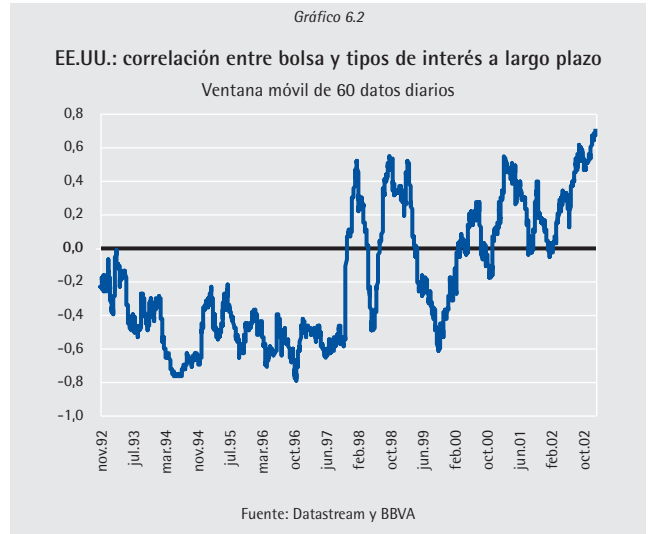
### Tipos de Interés

#### Elevada incertidumbre

Los mercados financieros han estado dominados en los últimos meses por el elevado grado de incertidumbre existente. El deterioro de las perspectivas de crecimiento en las economías industrializadas, la intensificación de las tensiones geopolíticas, lideradas por el conflicto con Irak y por el consecuente aumento del precio del petróleo, la inestabilidad en mercados emergentes como Brasil, y la continuación de las caídas en los precios bursátiles, que alcanzaron nuevos mínimos a principios de octubre, afectan negativamente a la confianza de los inversores internacionales.

Incluso, en algunos momentos, se ha observado una excesiva reacción, con una elevada prima de riesgo, que ha conducido a las rentabilidades de largo plazo en EE.UU. a mínimos desde 1958. Dado que no se anticipa un escenario de deflación-recesión que justifique unos tipos a estos niveles (véase el recuadro: "¿Qué escenario descuentan los tipos de interés del mercado?"), la explicación más pausable es que los bonos se convirtieron en un refugio para los inversores, temiéndose incluso por la posibilidad de que se estuviese generando una "burbuja" en la deuda pública. La recuperación de la bolsa en octubre ha reducido la presión a la baja sobre las rentabilidades de largo plazo, pero al no estar respaldada por unos mejores fundamentos de las economías, su sostenibilidad no parece garantizada.

En este contexto, la pérdida de confianza también ha afectado negativamente al mercado de bonos corporativos. En concreto, en EE.UU., los *spreads* de crédito, que durante gran parte de 2002 habían evolucionado relativamente bien, teniendo en cuenta los continuados descensos bursátiles, han repuntado en los últimos meses, superando los máximos de finales de 2001 en el caso de empresas de



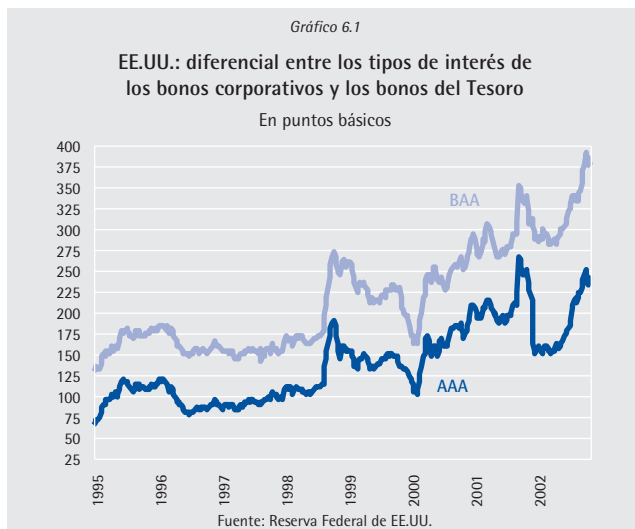
menor calidad crediticia. Por sectores, las financieras, afectadas por el deterioro del crédito bancario, y las aseguradoras están siendo las más perjudicadas. En Europa, el deterioro también ha sido notable, sobre todo en el caso del mercado alemán, donde los *spreads* se han situado a niveles de principios de los noventa.

#### Cortos presionados a la baja

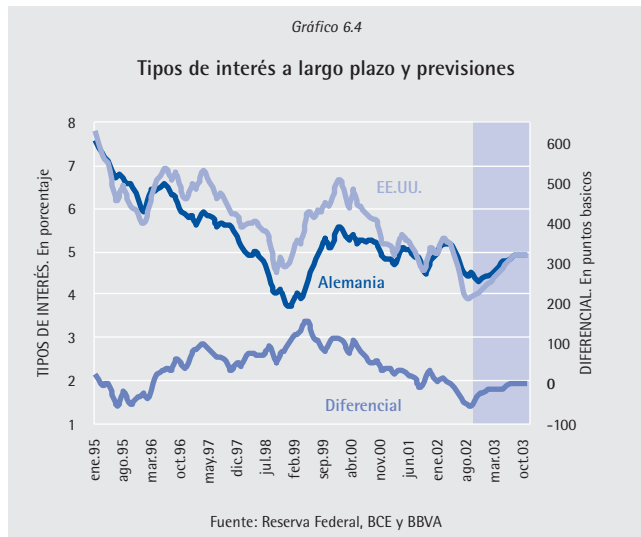
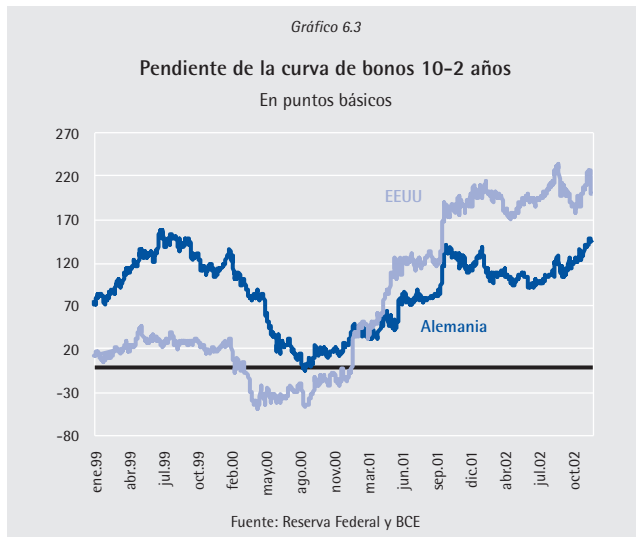
En este contexto económico, y apoyado por la escasa tensión inflacionista y por el descenso del precio del petróleo de los últimos días, la presión bajista sobre los principales bancos centrales se ha intensificado.

La Reserva Federal ha sido la primera en reducir los tipos de interés oficiales después de permanecer estables durante los últimos once meses. Con el objetivo de apoyar la confianza en la recuperación de la actividad económica, la autoridad monetaria acordó en su última reunión una reducción en los tipos de los fondos federales de 50 puntos básicos, hasta el 1,25%, a la vez que cambió el sesgo de bajista a neutral. Respecto al BCE, por su parte, cada vez es más probable un nuevo descenso de los tipos de interés antes de fin de año. Y el Banco Central de Japón, junto con el aumento de la inyección de liquidez al mercado, ha anunciado un nuevo paquete de medidas que incluye la compra de acciones con el objetivo de mantener la estabilidad del sistema financiero japonés<sup>1</sup>.

El deterioro de las perspectivas de crecimiento ha mantenido así el tramo corto de la curva presionado a la baja en EE.UU., y sobre todo en la UEM. En concreto, en la UEM, el euribor a 12 meses se sitúa actualmente en mínimos de finales de 2001, esto es, próximo al 3%, lo que comporta que la curva monetaria europea permanezca invertida, como reflejo de las expectativas de bajadas en los tipos oficiales. Esto no se observa en el caso de EE.UU., donde no se descuentan nuevas reducciones en los tipos de inte-



<sup>1</sup> Véase recuadro: "Japón: heterodoxia en la política monetaria".



rés. En conjunto, las rentabilidades a corto plazo van a permanecer bajas durante los próximos meses y durante gran parte de 2003. Tan sólo a finales de 2003 se espera una moderada corrección al alza de la curva monetaria.

El deterioro de las perspectivas ha comportado también un importante descenso de las rentabilidades en el tramo corto de la curva de deuda. En EE.UU., la rentabilidad de los bonos a dos años se ha situado en mínimos históricos del 1,7%. Esta importante reducción del tramo corto ha comportado una positivización de la pendiente de la curva de deuda tanto en EE.UU., donde ha superado los 200 pb en el tramo 10-2 años, como en la UEM.

**Tipos largos y deterioro de las cuentas públicas**

Durante el tercer trimestre y principios del cuarto, la deuda pública a largo plazo ha permanecido muy vinculada a la evolución de los mercados bursátiles, mostrando una notable volatilidad. Así, se benefició de la intensificación de las caídas bursátiles y del consecuente efecto refugio. En este sentido, las rentabilidades a largo plazo, sobre todo en EE.UU., han llegado a alcanzar mínimos de los últimos cuarenta y cuatro años.

Durante las últimas semanas, los tipos a 10 años en EE.UU. han repuntado de forma moderada hasta tasas más próximas al 4%, desde los mínimos observados a principios de octubre, cuando se llegaron a alcanzar tasas del 3,5%. Pero este repunte no parece el inicio de un recorrido importante al alza de las rentabilidades, en la medida en que no se corresponde con una mejora de los fundamentos económicos, sino que es más bien una corrección del efecto refugio en deuda.

En concreto, utilizando un modelo estructural para los tipos de interés a largo plazo se puede deducir que unos tipos actualmente en tasas del 3,5% son justificables, en términos de fundamentos, si: i) la economía se encuentra ante un escenario de deflación en EE.UU., algo que no parece probable (véase el recuadro: "EE.UU.: ¿tiene fundamento el riesgo de

deflación?") y que además los mercados no descuentan, como recogen las expectativas de inflación descontadas por los TIPS (bonos indexados a la inflación), y ii) se espera que la economía avance hacia una "segunda recesión". De hecho, un escenario de deflación-recesión situaría las rentabilidades a largo plazo en tasas del 2,5%. Por lo tanto, si bien es cierto que, dada la elevada volatilidad e incertidumbre existente en los mercados, un mayor efecto refugio puede presionar los tipos de interés a la baja antes de fin de año, dadas las perspectivas actuales, los fundamentos apoyan unas rentabilidades en torno al 4% en la deuda a largo plazo en EE.UU.

Para el próximo año, la moderada recuperación de la actividad y la escasez de presiones inflacionistas apoyan un repunte limitado de las rentabilidades. El importante deterioro de las cuentas públicas observado durante los últimos meses, que se ha acentuado tras la victoria republicana en las últimas elecciones y la mayor probabilidad de nuevas reducciones de impuestos y de un aumento del gasto público, podría presionar adicionalmente los tipos al alza. En concreto, tras alcanzar un déficit del 1,5% en términos de PIB en 2002, se espera que éste aumente hasta el 2% del PIB en 2003, mientras hace unos meses se esperaba que estuviese tan sólo en el 1,2%. De este modo, a finales del próximo año, los tipos de interés a largo plazo se aproximarán a tasas del 5%.

El deterioro de las cuentas públicas también va a representar un impulso al alza en el caso de las rentabilidades europeas. En un contexto de moderada recuperación de la actividad, de expectativas de reducción de los tipos de interés oficiales por parte del BCE y de limitadas presiones inflacionistas, el importante deterioro de las cuentas públicas, que ha llegado a cuestionar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de los países miembros, presionará los tipos al alza. Su recorrido es, en todo caso, limitado, por lo que no se superarán tasas del 5% a finales de 2003. En consecuencia, después de alcanzar un diferencial negativo de tipos de interés con EE.UU. de 70 puntos básicos, se prevé que éste sea nulo para finales del próximo año.

## Tipos de cambio

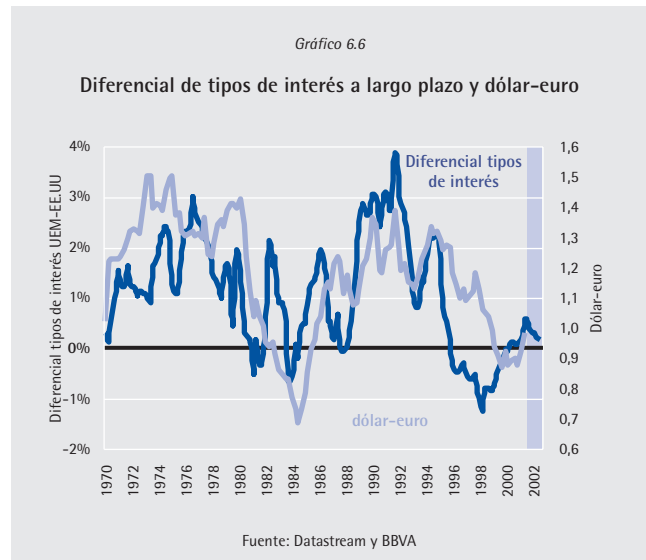
### Las dudas pesan sobre el dólar

Después de que el mercado de divisas permaneciese relativamente estable durante los meses del verano, las últimas semanas se han caracterizado por la pérdida de valor del dólar respecto a las principales divisas. El deterioro de las perspectivas de crecimiento en EE.UU., apoyado en un conjunto de datos negativos sobre la economía, el reciente descenso de la confianza de los consumidores, y la reducción de 50 pb de los fondos federales por parte de la Reserva Federal, han afectado negativamente a la divisa estadounidense. Esta depreciación del dólar no sólo se ha observado en el cruce con el euro o el yen, sino también con otras divisas europeas, como la corona noruega o la sueca. Con todo, en términos efectivos nominales, el dólar se ha depreciado respecto a las principales divisas un 2% en las últimas semanas y acumula una depreciación efectiva desde principios de año del 8%.

### ¿Euro al alza?

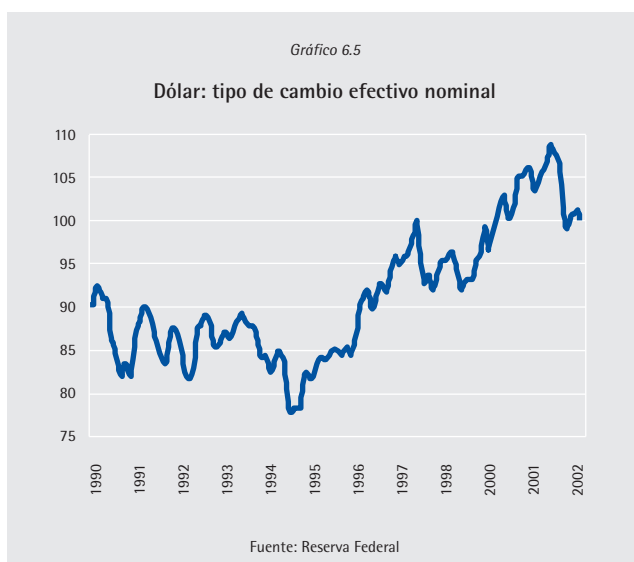
El cambio observado en el cruce dólar-euro en las últimas semanas ha sido significativo, superando todas las expectativas. Después de que el dólar alcanzase la paridad con el euro de forma puntual a finales de julio, permaneció estable durante los cuatro meses siguientes en un rango de 0,96-0,99. El generalizado deterioro de las perspectivas de crecimiento y los menores tipos de interés, tanto en EE.UU. como en la UEM, no permitían consolidar una dirección definida en el tipo de cambio. No obstante, ante las expectativas de reducción de tipos por parte de la Fed y las noticias negativas provenientes de EE.UU., el euro recuperó la paridad con el dólar y repuntó hasta los máximos del pasado mes de julio.

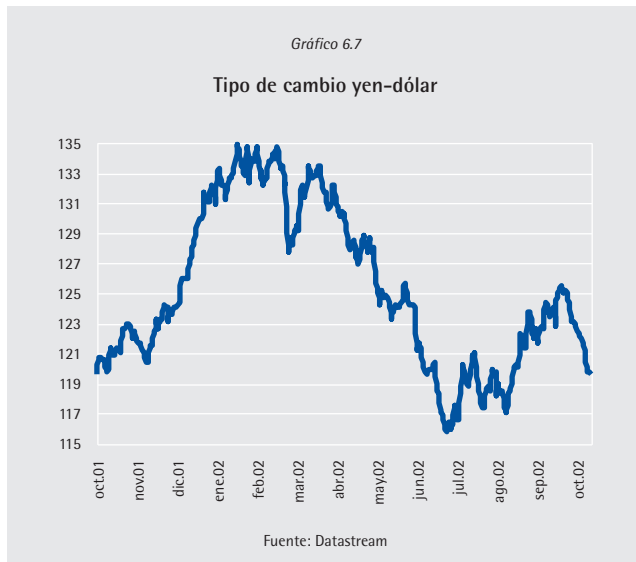
La apreciación de la divisa europea en los últimos días parece corresponderse con un cambio en el sentimiento de



los inversores internacionales respecto al euro. De hecho, se han observado órdenes de compra de euros por volúmenes no vistos desde 1999. Un diferencial de tipos a largo plazo negativo para EE.UU. que ha alcanzado los 70 puntos básicos, la ampliación del diferencial de tipos a corto plazo, tras la última reducción de los fondos federales, y el mantenimiento de las dudas sobre la recuperación de la actividad en la economía estadounidense apoyan este movimiento. Llegados a este punto, la cuestión es si representa un cambio de tendencia hacia una apreciación sostenida del euro, superando los niveles de finales de 1999 y principios de 2000, o si, por el contrario, el margen de apreciación del euro sigue siendo limitado y los riesgos a la baja son más importantes.

En el último año, pese al mantenimiento de las ganancias de productividad en EE.UU. respecto a la economía europea, el elevado grado de incertidumbre existente en los mercados globales, acentuado por los fuertes descensos bursátiles, y la pérdida relativa de confianza por parte de los inversores internacionales han estado afectando negativamente a la divisa estadounidense. El mayor grado de aversión al riesgo ha deteriorado los flujos de capital, cuyo volumen ha descendido de forma drástica desde los máximos del año 2000. Este cambio de sentimiento de los inversores ha comportado una mayor preocupación por el elevado volumen de las necesidades de financiación de la economía estadounidense (cuyo déficit por cuenta corriente se mantiene elevado, próximo al 5% del PIB) y por la caída de su financiación IED. Este hecho se puede contrastar mediante un simple ejercicio con el modelo de predicción del dólar-euro del BBVA. En concreto, se observa que las variables que recogen las variaciones en los flujos de fondos entre EE.UU. y la UEM cobran una especial relevancia en el periodo más reciente, y permiten mejorar la explicación de las fluctuaciones observadas en el tipo de cambio dólar-euro.





El tipo de cambio actual incorpora estas incertidumbres por lo que, en este sentido, a corto plazo no parece que se vayan a producir grandes cambios en la cotización. En la medida en que no se intensifiquen las noticias negativas provenientes de EE.UU., lo más probable es que el euro se mantenga cercano a la paridad con el dólar, con soporte en niveles en torno a 1,02 hasta finales de año, y principios de 2003.

A medio plazo, con un menor grado de aversión al riesgo y una recuperación de la confianza de los inversores internacionales en la economía estadounidense, los fundamentos no permiten defender una tendencia apreciadora de la divisa europea.

Por un lado, las expectativas apuntan a un cierre del diferencial de tipos de interés a largo plazo entre EE.UU. y la UEM. El deterioro de las cuentas públicas y la recuperación económica presionan los tipos de interés al alza en ambas áreas, pero en mayor medida en EE.UU. A su vez, no se esperan nuevas reducciones en los tipos de interés oficiales por parte de la Reserva Federal, y en todo caso, la tendencia es al alza para finales de 2003. En la UEM, por el contrario, el retroceso de la confianza y la delicada situación económica de Alemania, pueden llevar al BCE a reducir los tipos oficiales tan pronto como a finales de año, corrigiendo el actual diferencial de tipos. A su vez, el mayor crecimiento de la productividad de EE.UU. respecto a la UEM previsto para los próximos meses apunta en la misma dirección.

Los problemas estructurales de la economía europea siguen pesando negativamente sobre el euro. A las puertas de la ampliación de la Unión Europea, se cuestiona la viabilidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y sus problemas de control y seguimiento, en un contexto de aumento de los déficit públicos en los próximos años. La escasez de avance en las reformas estructurales necesarias mantienen, por ejem-

plo, una alta rigidez en los salarios, lo que presiona al alza los precios en el área y cuestiona la estrategia de política monetaria del BCE. De hecho, las previsiones apuntan que la inflación se va a mantener por tercer año consecutivo por encima del objetivo máximo del 2%.

En consecuencia, no parece probable un escenario sostenido de apreciación del euro. Tan sólo en un escenario de riesgo, en el que se produzca un nuevo deterioro de las perspectivas de crecimiento en EE.UU., y aumente el riesgo de avanzar hacia un escenario de deflación-recesión y con nuevas reducciones en los tipos de interés tanto a corto como a largo plazo en EE.UU., se observaría un movimiento sostenido al alza en la divisa europea a lo largo de 2003. Con todo, no es fácil que haya un ajuste brusco del dólar, que tendría efectos muy negativos sobre las exportaciones europeas.

### Apreciación no deseada del yen

La depreciación del dólar también ha tenido sus efectos en el cruce dólar-yen. Así, la divisa nipona, que en octubre se situaba próxima a los 125 yenes por dólar, actualmente apenas alcanza los 120 yenes por dólar, lo que supone una apreciación de un 4% en menos de un mes. Esta apreciación no se corresponde con la situación actual de la economía japonesa, que sigue sin mostrar señales claras de recuperación, a la vez que se mantienen los riesgos de inestabilidad del sistema financiero, como consecuencia del elevado volumen de créditos de mala calidad y de la continuación de las caídas bursátiles, deteriorando el ya de por sí delicado balance de las instituciones financieras. Las recientes medidas de inyección de liquidez por parte del Banco Central de Japón y el último plan antideflacionista del Gobierno, aunque apuntan en la dirección correcta, no parecen suficientes. En este contexto, un yen débil sigue siendo una salida a corto plazo para incentivar las exportaciones e importar inflación.

Por ello, y ante la reciente apreciación del yen, el apoyo del Ministerio de Finanzas al "yen débil" se ha acentuado y aumenta la probabilidad de intervenciones. Así, las operaciones de venta de yenes en los mercados de divisas pueden contribuir a evitar la depreciación de la divisa. De hecho, aunque en el pasado este tipo de medidas intervencionistas han mostrado escasa efectividad cuando el objetivo es generar una senda de depreciación de la moneda, sí que resultan más efectivas en frenar la apreciación.

Sin cambios en la política y ante un escenario en el que no se espera que se acentúe la debilidad del dólar, lo más probable es que el yen oscile durante el próximo año en un rango de 125-128 yenes, más depreciado que en los niveles actuales, pero sin alcanzar niveles que supongan una pérdida de competitividad importante para los países del resto de Asia.

## Materias primas

### Volatilidad en el precio del crudo

El precio del crudo se ha reducido significativamente durante las últimas semanas. Así, en noviembre el precio medio del barril está sobre los 24 dólares, frente a los más de 28 dólares del mes de septiembre. Esta reducción estaría motivada por una caída de la prima de riesgo de guerra y un aumento de producción significativo, alrededor de 1,3 millones de barriles. El precio podría volver a repuntar a corto plazo con la llegada del invierno en el Hemisferio Norte y si tiene lugar un aumento de la mencionada prima de guerra.

Pero, de cara al año 2003, se espera cierta estabilidad de precios. Según datos de la International Energy Agency (IEA), los productores "No OPEP" van a aumentar su producción media anual hasta 48,8 millones de barriles, frente a 47,9 que es la producción estimada en 2002. Parece probable que los países de la OPEP mantengan cierta disciplina en la producción y, por tanto, ésta crecerá de manera muy moderada (por debajo del 1 millón de barriles diarios desde los niveles actuales). Finalmente, la demanda media de 2003 crecerá modestamente, hasta los 79 millones de barriles diarios, dado el débil escenario económico mundial.

### Riesgo en 2003: cambio de modelo

Pero a largo plazo, los riesgos apuntan a un precio claramente menor. En la segunda mitad del año 1999 tuvo lugar un cambio en la estructura del mercado del crudo, ocasionado por los recortes de producción de la OPEP. De manera simplificada se podría decir que durante el periodo 1986-1998 el mercado del crudo estaba dominado por "factores de demanda". En este periodo, el crecimiento mundial, o las condiciones meteorológicas en el Hemisferio Norte marcaban, en buena medida, la evolución del precio. El precio medio de dicho periodo fue de 19 dólares por barril (\$/b).

Sin embargo, los recortes de producción de la OPEP llevados a cabo durante 1999 cambiaron el panorama. El mercado del

crudo pasó a estar dominado por "factores de oferta". Desde dicho año, las reuniones de la OPEP tienen especial relevancia para los mercados y marcan la evolución del precio. Es la situación de la oferta más que la de la demanda la que determina el precio. El precio medio del crudo tipo Brent de este periodo ha sido de 25\$/b.

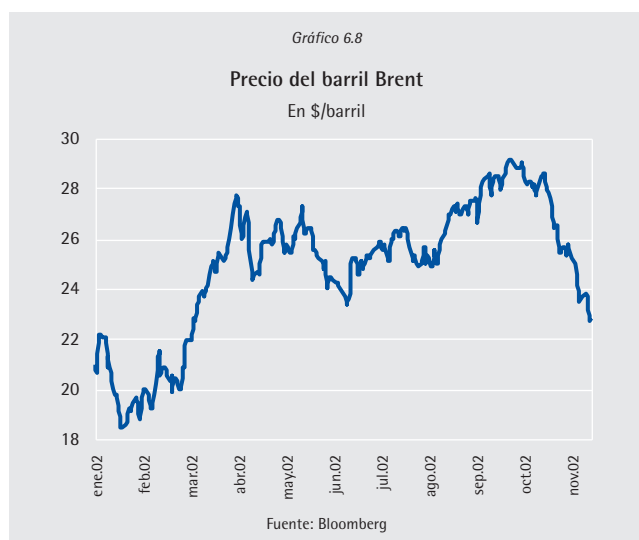
Esta forma de enfocar el mercado de petróleo conlleva, obviamente, una simplificación excesiva pues el precio se determina tanto por factores de oferta como de demanda. Pero se pretende ilustrar el hecho de que en el periodo 1986-1999, la demanda mundial de crudo era el factor que consideraba clave para explicar las oscilaciones del precio. En el periodo 1999-2002 ese papel lo desempeña ahora la oferta.

El modelo "de oferta" que ha dominado el panorama petrolero en el periodo 1999-2002 podría llegar a su fin en 2003. La actual situación de tensión política entre Estados Unidos e Irak no parece sostenible a medio plazo. Cuando dicha tensión finalmente termine, Irak deberá afrontar rápidamente la reconstrucción de su economía y, para ello, posiblemente aumente sus exportaciones petroleras. Actualmente, las exportaciones petroleras de Irak están restringidas al programa "petróleo por alimentos". Según algunas estimaciones, este país podría aumentar su producción en 1 millón de barriles rápidamente (1,3% de la producción mundial).

Por otra parte, la economía mundial sigue deprimida. No se espera un cambio significativo de la situación en 2003, por lo que la demanda mundial de crudo seguirá creciendo moderadamente (1,6% según nuestras estimaciones).

Finalmente, se espera que los países productores que no son miembros de la OPEP sigan aumentando su producción por encima del crecimiento de la demanda y, por lo tanto, ganando cuota de mercado.

En este escenario, en el cual se supera la tensión política entre Estados Unidos e Irak a lo largo de 2003, los demás países de la OPEP deberán contener otro año más su producción para mantener los precios dentro de su banda objetivo (22\$/b y 28\$/b para la cesta de crudo de la OPEP). Esto, sin embargo, parece poco probable y, por tanto, se espera un aumento de la producción. Esto implicaría retornar al viejo modelo imperante en 1986-1999. Así, si este cambio finalmente tiene lugar, para finales del año 2003 el precio podría ser revisado a la baja.



### Cuadro 6.1. Materias Primas. Previsiones anuales

Fin de año

	1999	2000	2001	2002	2003
Indice BBVA-MAP LATAM	105	98	83	96	92
Petróleo Brent (\$/b)	25	26	19	25	23
Cobre (¢/lb)	81	84	62	72	81
Café (¢/lb)	138	78	63	70	72
Soja (¢/bush)	447	491	440	550	490
Oro (\$/onza)	283	272	275	310	290

Fuente: BBVA

# ¿Hay que reformar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento?

Elena Nieto<sup>1</sup>

## 1. El PEC, en el punto de mira

Las críticas al Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) se han intensificado en los últimos meses. En la primera desaceleración económica importante que sufre la zona euro desde su creación, las demandas de "una mayor flexibilidad" del PEC se han multiplicado a la vista de la situación fiscal de los países más grandes del área, que se encuentran en riesgo de superar el límite del 3% de déficit público<sup>2</sup>. A las críticas al PEC se han sumado políticos, economistas, instituciones, e incluso el presidente de la Comisión Europea, Romano Prodi.

Resulta evidente que el esfuerzo de consolidación fiscal de Alemania, Francia e Italia fue insuficiente en los años de coyuntura económica más favorable, pero en el actual contexto de ralentización de la actividad parece difícil que se les penalice, forzándoles a compensar este comportamiento mediante la adopción de una política fiscal fuertemente restrictiva. Como consecuencia, y con una credibilidad ya muy deteriorada, hay una fuerte presión para que en los próximos meses se produzca una revisión de los términos actuales del PEC.

Éste podría ser, por tanto, el momento idóneo para valorar la necesidad de este tipo de compromisos fiscales, así como los aspectos que podrían mejorarse del acuerdo actual. El presente artículo se organiza como sigue. En el segundo apartado se comentan las razones que justifican los límites sobre la política fiscal en una unión monetaria. En el tercero, se exponen las rigideces que se atribuyen al PEC, por la definición del objetivo presupuestario, por el límite que impone a las políticas fiscales contracíclicas y por las dificultades para discriminar entre países. En el cuarto apartado, a partir de la condición de sostenibilidad de la deuda pública, se discute el impacto que variables como la deuda pública inicial y la inflación doméstica tienen sobre la situación presupuestaria. En el quinto, se plantea la dificultad de conseguir una flexibilidad mayor del PEC en un entorno de deterioro de la credibilidad de las instituciones, y finalmente, en el sexto apartado se recogen las conclusiones.

## 2. Política fiscal en una unión monetaria

El PEC, según las propias autoridades europeas, responde a la convicción de que unas finanzas públicas saneadas refuerzan las condiciones para la estabilidad de precios y para un crecimiento sostenido del área. Ya desde los años 80 se tiene consciencia de la necesidad de evitar déficits públicos

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

<sup>2</sup> Portugal ya lo superó en 2001, con un déficit del 4,1% del PIB, y Alemania ha anunciado que lo superará en 2002.

excesivos y persistentes, por los problemas de sostenibilidad y la distorsión de las decisiones económicas que generan. Pero en un área monetaria común, la disciplina fiscal es, si cabe, más importante. Como el banco central fija los tipos de interés de corto plazo en función de las variables agregadas del área, cada país individualmente podría tener incentivos a cometer excesos presupuestarios, al considerar que éstos podrían quedar diluidos en los agregados del área, sin provocar una respuesta en forma de una política monetaria más restrictiva. La experiencia de estos años de UEM muestra, además, que hasta la fecha los mercados no han penalizado a los países con más déficit a través de un aumento de los spreads de su deuda pública, lo que contribuye a acentuar estos incentivos. A partir de este incentivo individual, la solución de equilibrio no cooperativa lleva a un mayor déficit fiscal en todos los países con una mayor deuda y un menor crecimiento a largo plazo. El PEC es una "solución cooperativa".

## 3. ¿Es rígido el PEC?

Las críticas al PEC se centran fundamentalmente en la supuesta rigidez del acuerdo. Por una parte, se plantea que la variable sobre la que se establece el objetivo (el saldo presupuestario total) puede no ser la más acertada, porque no permite discriminar por situación cíclica, o composición del gasto público. Representa, además, un límite importante al único instrumento que, perdida la autonomía monetaria, le queda a un país para afrontar un choque asimétrico de demanda. Por otra parte, se critica el escaso margen que otorga el PEC para diferenciar entre países. A priori, podría parecer que la exigencia fiscal debería ser mayor para aquellos países con un nivel de deuda inicial mayor, con un impacto previsto del envejecimiento de la población sobre las cuentas públicas más significativo o con condiciones monetarias más relajadas.

Respecto a la idoneidad de establecer el objetivo sobre el saldo presupuestario total, ciertamente parece más razonable considerar el saldo estructural, descontando el efecto del ciclo. De hecho, el objetivo de equilibrio presupuestario "a medio plazo"<sup>3</sup> supone exigir, implícitamente, que el saldo estructural se mantenga cerca del equilibrio. El límite del 3% sobre el saldo total se estableció para permitir fluctua-

<sup>3</sup> Un objetivo que, al estar definido sobre el medio plazo, no está necesariamente en contradicción con el resultado de Marcat y Scott (2002). Estos autores encuentran que, dada la existencia de mercados incompletos, bajo una política fiscal óptima los saldos públicos experimentarían importantes y persistentes fluctuaciones. Pero, en principio, cabe esperar que un país pueda permitirse mayor volatilidad a corto plazo en su saldo fiscal cuanto mayor sea su credibilidad.

ciones cíclicas, un rango que históricamente<sup>4</sup> se ha mostrado más que suficiente. Establecer el límite y/o objetivo directamente sobre el déficit estructural, sin embargo, tendría los inconvenientes de reducir la transparencia (el saldo estructural no es directamente observable, tiene que estimarse con métodos que no proporcionan resultados unívocos) y de dificultar la comprensión de la norma por parte del público en general. Lo que no es impedimento para que, tal y como proponen las autoridades europeas, se preste más atención a esta variable en la actualidad.

La composición del gasto público tampoco debería resultar indiferente al valorar las cuentas públicas de un país. Especialmente cuando en estos momentos varias economías de la zona (serán muchas más después de la ampliación al Este) presentan una renta per cápita muy por debajo de la media, por lo que requieren de un esfuerzo de inversión pública para avanzar en la convergencia. Por esta razón, algunos autores proponen que la atención no se centre en el saldo fiscal total, sino en el obtenido tras descontar la inversión pública. Pero la aplicación de una "regla de oro" en Europa (similar a la vigente en Reino Unido)<sup>5</sup> no está exenta de problemas. No está claro que la rentabilidad de la inversión pública sea tan elevada como para justificar un aumento de la deuda pública sin restricciones, y la diferencia entre gastos de capital y corrientes no es tan patente como para que no pueda dar lugar a problemas de interpretación. Además, la inversión conlleva un flujo de gasto corriente en el futuro. De nuevo, lo apropiado sería que este factor se tuviera en cuenta, pero no de forma mecanicista.

<sup>4</sup> El máximo saldo cíclico en la UEM en los últimos 30 años ha sido, según datos de la Comisión, del 1%. Por países, este máximo ha oscilado entre el 0,75% y el 2,5% (con la notable excepción de Finlandia a principios de los años 90). Ahora bien, el empleo de los estabilizadores automáticos ha estado condicionado, durante los años 90, por la necesidad de consolidación fiscal para cumplir los requisitos de Maastricht.

<sup>5</sup> La "regla de oro" indica que los gobiernos deberían endeudarse cada año sólo para financiar la inversión, no los gastos corrientes. En 1997, el gobierno de Reino Unido instauró la política de cumplir la regla de oro a lo largo del ciclo.

#### 4. Cuestión de sostenibilidad

También resulta sorprendente la limitada atención que presta el PEC explícitamente a la deuda, siendo su principal objetivo el saneamiento de las finanzas públicas. De hecho, algunos autores defienden que la única restricción fiscal a la que deberían someterse los países de la UEM es la de garantizar la sostenibilidad de la deuda a largo plazo.

El saldo presupuestario en un momento  $t$  ( $S_t$ ) viene dado por la diferencia entre el superávit primario ( $F_t$ ) y el pago de intereses de la deuda anteriormente contraída ( $B_{t-1}$ ).

$$S_t = F_t - i^* B_{t-1} \quad (1)$$

Este saldo se traducirá en una reducción/aumento equivalente de deuda de forma que:

$$B_t - B_{t-1} = -F_t + i^* B_{t-1} \quad (2)$$

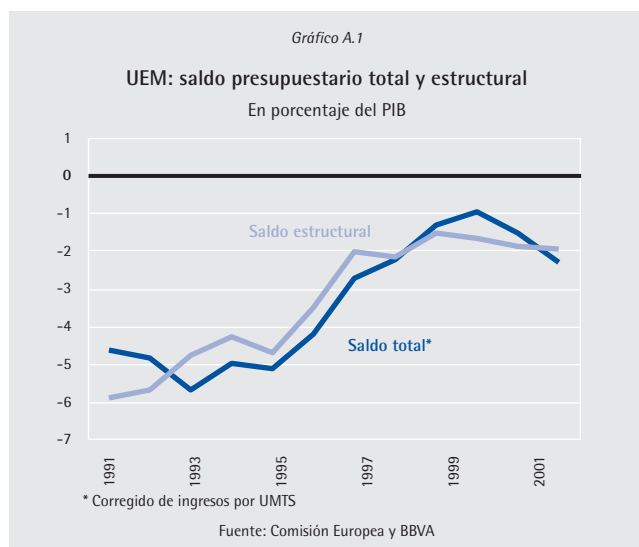
En términos de PIB, y aproximando el crecimiento del PIB nominal por la suma del crecimiento del PIB real más la inflación, esto se puede escribir:

$$s_t = f_t - i^* b_{t-1} / (1 + y_t + \pi_t) \quad (3)$$

$$\Delta b_t = (i_t - y_t - \pi_t) * b_{t-1} / (1 + y_t + \pi_t) - f_t \quad (4)$$

donde  $s_t$ ,  $b_t$  y  $\Delta b_t$  son, respectivamente, el saldo presupuestario, la deuda pública y el superávit primario en términos de PIB,  $i_t$  es el tipo de interés nominal que se aplica a la deuda pública,  $y_t$  el crecimiento del PIB real y  $\pi_t$  la inflación. Así, esta ecuación refleja que un superávit primario elevado, unos tipos de interés bajos y un crecimiento nominal significativo, ya sea vía inflación o vía crecimiento real, contribuyen a mejorar el saldo presupuestario y a reducir el ratio de deuda sobre PIB.

A partir de esta relación, se pueden realizar simulaciones de medio plazo. Así, por ejemplo, Walton (2002), encuentra que para estabilizar el ratio de deuda en el 60% del PIB, el objetivo de déficit cero es demasiado exigente. Efectivamente, asumiendo que las economías europeas crecen, en promedio, a su potencial (obtenido a partir de la estimación de la Comisión<sup>6</sup>) con una inflación a medio plazo del 2%, una deuda inicial del 60% y unos tipos de interés nominales del 5,5%<sup>7</sup>, se obtienen los resultados que se muestran en el Cuadro A.1. Según esto, para estabilizar el ratio de deuda en el 60% en la UEM, basta con establecer un objetivo de déficit a medio plazo del 2,5%. A este plazo el déficit estructural y el déficit total son iguales al suponer que las economías crecen a su potencial. Este ejercicio, sin embargo, plantea varios problemas (algunos de los cuales reconoce y resuelve el propio Walton). Primero, es discutible que el 60% sea un nivel de deuda óptimo. De hecho, parece demasiado elevado, más aún si se considera



<sup>6</sup> Véase Comisión Europea (2002a).

<sup>7</sup> Se aplica un pequeño diferencial entre países.

el efecto negativo que en los próximos años tendrá sobre las cuentas públicas el envejecimiento de la población. En segundo lugar, en este ejercicio se asume que los países parten de un nivel de deuda del 60%, cuando algunos de ellos (Italia, Grecia y Bélgica) están muy lejos de ese ratio. Y por último, los resultados son muy sensibles a los supuestos sobre crecimiento, inflación y tipos de interés.

Una alternativa es estimar el superávit primario y saldo presupuestario que necesitaría cada país de la UEM para llegar en 2010<sup>8</sup> a una posición de deuda pública suficientemente saneada para afrontar el impacto de los cambios demográficos. Este objetivo se puede identificar con alcanzar en 2010 un ratio de deuda pública sobre PIB del 60% menos el impacto previsto en cada país de estos cambios demográficos<sup>9, 10</sup>. Así, se obtienen los resultados del Cuadro A.2, de donde se desprende que, con este criterio, el objetivo de equilibrio presupuestario es demasiado riguroso en casi todos los países excepto en los tres más endeudados (Bélgica, Grecia e Italia), para los que resulta demasiado laxo. Ahora bien, la media en la UEM es ya mucho menor que en el ejercicio anterior (entre -1,2 y -0,6) y más próximo al 0,0 implícito en el PEC. Además, la dispersión entre países se multiplica, lo que hace bastante inviable su aplicación. En conjunto, más que conclusiones sobre si el objetivo actual es o no demasiado estricto<sup>11</sup> (ya se ha comentado anteriormente que el ratio de 60% no tiene porqué considerarse óptimo), este ejercicio plantea si tiene sentido establecer los mismos objetivos de déficit a países que presentan condiciones de deuda tan diferentes.

Pero no sólo el nivel de deuda inicial condiciona la evolución de las finanzas públicas. Las diferencias en tipos de interés, crecimiento potencial e inflación también afectan a los resultados. Por ejemplo, en el ejercicio anterior se supone que la inflación a medio plazo en todos los países de la UEM es del 2%. Sin embargo, en los últimos años, y a pesar de la unión monetaria, se han observado significativos diferenciales de inflación que parecen bastante persistentes. Si se repite el ejercicio considerando como inflación a medio plazo el promedio en cada país desde 1999, se obtienen resultados diferentes (ver gráfico A.2). Los países con mayor inflación se beneficiarían, dado que, *ceteris paribus*, su ratio de deuda disminuye. Por tanto, pueden permitirse un déficit mayor. Así, países como Grecia, Irlanda, España, Portugal y Países Bajos, pueden permitirse un déficit entre medio y un punto su-

<sup>8</sup> Este será el año en el que, según la Comisión Europea, se empezará a notar con más fuerza el efecto sobre las cuentas públicas del envejecimiento de la población.

<sup>9</sup> Véase Comisión Europea (2002a), pág. 68.

<sup>10</sup> A partir de 2010, los países tendrían que intentar mantener este nivel de deuda a medio plazo (en el supuesto en que se considere el 60% como objetivo), con unas implicaciones sobre el saldo presupuestario que podrían ser diferentes a las que aparecen en el cuadro A.2.

<sup>11</sup> De hecho, aplicando esta misma metodología, se obtiene que el objetivo de equilibrio presupuestario equivale a una reducción de deuda de los países miembros en 2010 hasta niveles similares a lo que tenían durante los años 70 y 80 (el promedio en la UEM durante los años 80 fue ligeramente inferior al 50%).

**Cuadro A.1. UEM: Ejercicio estabilizar la deuda en el 60%**

	Obj. deuda a medio plazo	Saldo primario necesario	Objetivo de Saldo presup.
Bélgica	60	0,8	-2,5
Alemania	60	0,9	-2,2
Grecia	60	0,4	-3,0
España	60	0,5	-2,7
Francia	60	0,6	-2,5
Irlanda	60	-0,8	-3,9
Italia	60	1,0	-2,3
Países Bajos	60	0,5	-2,7
Austria	60	1,0	-2,3
Portugal	60	0,7	-2,6
Finlandia	60	0,3	-2,9
UEM	60	0,7	-2,5

Fuente: BBVA y Comisión Europea

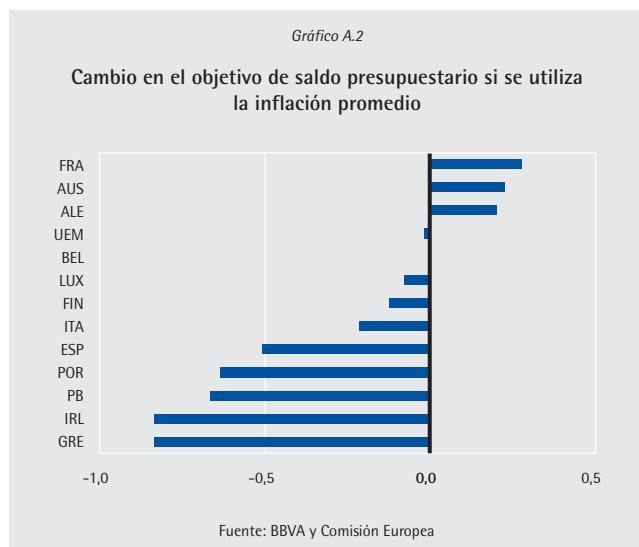
**Cuadro A.2. UEM: Ejercicio para obtener en 2010 una deuda pública del 60% menos el impacto demográfico**

	Deuda Inicial	Obj. deuda en 2010	Superávit primario necesario		Objetivo de saldo presup.	
			2002	2010	2002	2010
Bélgica	107,6	54,3	7,4	- 6,7	1,5	- 3,4
Alemania	59,5	53,8	1,6	- 1,5	-1,5	- -1,4
Grecia	105,1	47,3	7,1	- 6,8	1,2	- 3,8
España	57,1	51,9	1,1	- 1,0	-2,0	- -1,8
Francia	57,3	54,6	0,9	- 0,9	-2,1	- -2,0
Irlanda	36,4	54,4	-2,5	- -2,7	-4,4	- -5,4
Italia	109,8	56,4	7,8	- 7,0	1,7	- 3,5
Países Bajos	52,8	51,1	0,6	- 0,6	-2,2	- -2,2
Austria	63,2	53,8	2,1	- 1,9	-1,4	- -1,1
Portugal	55,5	53,7	0,8	- 0,8	-2,2	- -2,2
Finlandia	43,4	52,5	-0,8	- -0,7	-3,1	- -3,5
UEM	69,2	54,0	2,5	- 2,3	-1,2	- -0,6

Fuente: BBVA y Comisión Europea

perior. Sobre todo si esa mayor inflación, como está ocurriendo en la actualidad, no se traduce en unos tipos de interés de largo plazo más elevados. Estos países, además, disfrutaban de unos tipos de interés reales más bajos (los tipos nominales a corto son los mismos para todo el área), con lo que se están beneficiando de un policy-mix relativamente más relajado.

No obstante, esta conclusión no se sostiene para un horizonte de largo plazo. Cabe esperar que, si la inflación de un país se mantiene persistentemente por encima del 2%, se termine transmitiendo a los tipos de interés de largo plazo, y a su competitividad exterior e incluso podría terminar afectando negativamente al crecimiento potencial de la economía. El efecto final sobre las variables fiscales en términos de PIB puede ser, por tanto, incluso negativo, lo que obligaría a considerar el "beneficio fiscal" actual no sólo como de corto plazo sino como un argumento para tener mayor disciplina fiscal ahora.



Con todo, es un factor que debería tenerse en cuenta en la evaluación a corto plazo de las finanzas públicas, así como los otros mencionados (condiciones cíclicas, composición del gasto, nivel inicial de deuda, etc.). De hecho, el PEC contempla que "se tengan en cuenta las características cíclicas y estructurales de las economías" así como "si el déficit supera a la inversión, y la situación presupuestaria y económica de cada país" a la hora de evaluar sus cuentas públicas. Pero establecer, como consecuencia, límites u objetivos diferentes para cada economía parece inviable. En un entorno multi-país la simplicidad representa un valor añadido.

## 5. Flexibilidad versus credibilidad

En la UEM, además, la credibilidad del objetivo de sostenibilidad a largo plazo está muy ligada a la definición nítida del objetivo del PEC y de un procedimiento concreto a seguir en caso de incumplimiento. Este es un claro ejemplo de la dicotomía entre reglas e instituciones que plantea Wyplosz (2002). Al igual que ocurre con la política monetaria, cuanto mayor es la credibilidad de la institución encargada de controlar y sancionar el cumplimiento del objetivo, mayor puede ser la flexibilidad a corto plazo en la aplicación de las medidas. En el caso de la UEM, donde el control del cumplimiento del PEC se deja en última instancia en manos de los gobiernos<sup>12</sup>, se entendió que el mecanicismo y la rigidez de las normas aplicadas servirían para dotar de credibilidad al acuerdo.

El comportamiento de los gobiernos hasta ahora (continuo aplazamiento del objetivo de déficit cero por parte de los países más grandes del área, ausencia de advertencias por la escasa consolidación fiscal en épocas de mayor crecimiento) no ha contribuido precisamente a reforzar la credibilidad del PEC, y en todo caso, hace temer las consecuencias de un mayor margen de interpretación del acuerdo. Las propuestas de re-

formas para solventar este problema de credibilidad van desde dejar el control y seguimiento del cumplimiento del PEC en manos de un Comité de Expertos independientes, como propone Wyplosz, a automatizar aún más los mecanismos de disciplina, como proponen Ubide y Dugger (2002), de forma que se evite la politización del proceso. A falta de la disciplina del mercado, estos dos autores proponen que se penalicen automáticamente a los países que incumplan los compromisos del PEC con un aumento de la tasa de descuento de su deuda pública en el BCE. Asimismo, debería haber una penalización en épocas de expansión a países que no aprovechen para consolidar sus cuentas públicas, especialmente atendiendo a la existencia de un ciclo político diferente en todos los países<sup>13</sup>. De esta forma se limitarían los problemas de prociclicidad del PEC y situaciones como la actual, al obligar a los países a disponer de un amplio margen fiscal para utilizar en caso de desaceleración. Reforzar la credibilidad del PEC es una prioridad, por lo que sería conveniente avanzar en la línea que apuntan estas propuestas.

## 6. Conclusiones

Parece deseable que en la evaluación de las cuentas públicas se tengan en cuenta más factores que simplemente el saldo presupuestario. Pero esto es algo que no está en contradicción con el propio diseño del PEC. Un objetivo concreto con límites definidos (como el actual 3%) contribuye a reforzar la credibilidad del acuerdo, y el margen para la flexibilidad será mayor cuando quede patente el compromiso de los países implicados, con una tarea de control y seguimiento libre de presiones políticas y dirigida exclusivamente al logro del cumplimiento del objetivo establecido.

## Referencias

- CEPS (2002): "Fiscal and Monetary Policy for a Low-Speed Europe", 4<sup>o</sup> Annual Report of the CEPS Macroeconomic Policy Group.
- Comisión Europea (2002a): "Production function approach to calculating potential growth and output-gaps. Estimates for the EU member States and the US". *European Economy. Economic papers* n° 176.
- Comisión Europea (2002b): "Public finances in EMU - 2002". *European Economy* n° 3/2002.
- Dugger, R y Ubide, A. (2002): "Walking away from the SGP would be a Big Mistake for Europe". <http://www.obce.org/docs/SGPforFA.doc>.
- Marcet, A. y A. Scott (2002): "Debt and deficit fluctuations and structure of the bonds market", *CEPR discussion paper series* n° 3029.
- Walton, D. (2002): "Europe's Stability Pact: in Need of New Clothes". Goldman Sachs, *Global Economic paper* n° 81.
- Wyplosz, Ch. (2002): "Fiscal policy: institutions versus rules", *CEPR working paper* n° 3238.

<sup>12</sup> La decisión última depende del Consejo Europeo en casos, por ejemplo, de alerta temprana o déficit excesivos.

<sup>13</sup> Su tasa de descuento es casi nula, que sería el mecanismo automático de disciplina.

## Resumen de Previsiones

### Variables macroeconómicas

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

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

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

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

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

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

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

	Tipos Oficiales				Tipos a 10 años			
	jul-02	mar-03	jun-03	dic-03	nov-02*	mar-03	jun-03	dic-03
EE.UU.	1,25	1,25	1,25	1,75	3,93	4,00	4,60	4,90
UEM <sup>6</sup>	3,25	3,00	3,00	3,25	4,50	4,30	4,70	4,90
Reino Unido	4,00	4,00	4,00	4,50	4,58	4,55	4,85	5,00
Japón	0,10	0,10	0,10	0,25	0,97	1,20	1,30	1,40

### Tipos de cambio

	nov-02*	mar-03	jun-03	dic-03
Dólar/Euro	1,01	1,02	1,00	0,97
Libra/Euro	0,64	0,65	0,65	0,65
Yen/Dólar	121	125	125	128

\*Media hasta el 15 de noviembre.

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

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

## OTRAS PUBLICACIONES DEL BBVA



Interesados dirigirse a:

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

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

Depósito Legal: M-31256-2000

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

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

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