

LAS PERSPECTIVAS ECONÓMICAS AL COMIENZO DE 2001

M^a Nieves García Santos

1. Panorama general

Los datos de última hora sobre la economía americana muestran una desaceleración importante de su crecimiento en la transición del año 2000 y de 2001. Esa corrección, cuya magnitud aún no es posible anticipar, no debe hacer olvidar que el panorama económico mundial ha mejorado a lo largo del año 2000. La mejoría ha sido generalizada, con la economía de Estados Unidos continuando su papel de motor, pero con la economía europea mostrando un crecimiento sostenido y con recuperación en las zonas emergentes asiáticas y en los países latinoamericanos. También los países del este de Europa muestran una situación más estable. Las zonas más atrasadas tanto en el continente africano como en Asia siguen teniendo problemas serios, pero la situación tiende a mejorar aunque sea ligeramente.

Con la recuperación de 1999 y del año 2000 se puede considerar finalizada la etapa depresiva de 1997 y 1998. La brevedad de la crisis puede explicarse por diversos factores. En primer lugar, porque estaba concentrada en países cuyo peso en la economía mundial no era demasiado elevado. En segundo lugar, porque todas las zonas económicas han aplicado políticas correctoras de los desequilibrios y estimuladoras de la actividad.

La principal perturbación económica durante el año pasado ha consistido en el aumento del precio del petróleo, que ha provocado presiones inflacionistas, con mayor o menor intensidad, en las diversas áreas económicas. Los precios del petróleo se han duplicado respecto a los existentes en 1986 y han llegado a superar los 30 \$ por barril a lo largo de 2000. La intensidad de la transmisión de los precios del petróleo a la cadena productiva ha dependido de la existencia de presiones de demanda y de las políticas aplicadas. La presencia de políti-

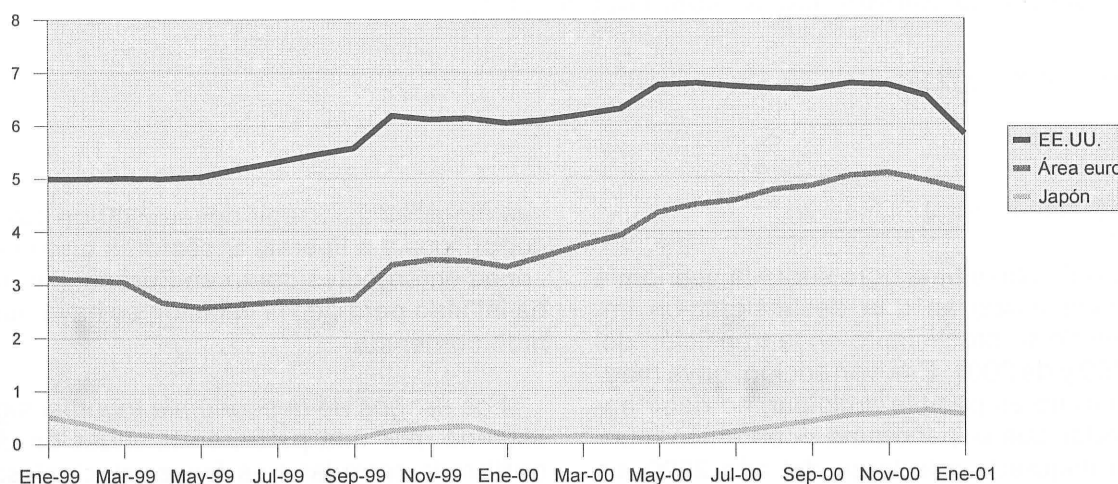
cas dirigidas a corregir desequilibrios macroeconómicos y a liberalizar sectores tanto en las zonas emergentes como en Europa, sin duda, ha influido para que la inflación se haya mantenido contenida.

Los riesgos de la economía mundial siguen estando, por una parte, en la situación desequilibrada entre las tres áreas principales: Estados Unidos, Europa y Japón. Este desequilibrio tiene su reflejo en el elevado déficit corriente de Estados Unidos (con su paralelo en el superávit en Japón), la apreciación del dólar (con la correspondiente debilidad del euro) y la sobrevaloración de los valores bursátiles americanos. Aunque las economías europea y japonesa ya muestran un mayor vigor, y ha habido alguna corrección de los mercados, aún permanece el riesgo de que la situación desemboque en lo que se denomina un "aterrizaje fuerte" de la economía americana que puede incluso transmitirse a una recesión generalizada.

Un segundo riesgo se encuentra en los precios del petróleo y en la inflación. Aunque los precios han dejado atrás los máximos, y han vuelto al rango de entre 22-28 \$ por barril, el aumento de la demanda mundial puede superar el aumento anunciado por la OPEP en septiembre de 2000 (1 por 100 en la oferta mundial) y llevar a nuevas elevaciones de precios. Aparte del efecto sobre la inflación, también se produciría un impacto sobre el crecimiento económico. De hecho, con la aplicación de políticas restrictivas, el alza de los precios del petróleo ha actuado como un impuesto, reduciendo renta disponible de las familias, que han ido moderando su gasto.

Ésta es una de las razones que explica que el panorama económico haya ido cambiando a lo largo del año 2000. El crecimiento económico se está desacelerando en las zonas desa-

GRÁFICO 1
TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO
 Interbancario a 3 meses



rolladas, más en Estados Unidos y menos en Europa. La situación en Japón es más ambigua ya que parece que la inversión continúa mejorando, pero dada la fragilidad de sus condiciones no se puede descartar que la desaceleración generalizada les termine afectando.

Respecto a la inflación, las predicciones realizadas por los principales organismos permanecen optimistas. Por ejemplo, la OCDE considera que el precio del petróleo se estabilizará a mediados del año 2001 y descenderá a partir de entonces. La inflación general descenderá respondiendo a los menores costes energéticos. Aunque ello contribuirá a que disminuyan las importaciones energéticas de muchos países, el efecto sobre los desequilibrios exteriores no será importante y permanecerá, como se ha señalado, siendo el principal riesgo.

Otro riesgo para la economía mundial procede de los mercados financieros. La sobrevaloración de las acciones americanas, junto con la incertidumbre sobre la sostenibilidad de su economía induce volatilidad a los mercados; a los suyos y, por contagio, al resto. La influencia sobre los mercados emergentes es habitualmente superior y lleva aparejado un aumento en los diferenciales de interés de los activos de los países emergentes respecto a los de referencia (generalmente americanos). Así pues, la volatilidad puede provocar un descenso significativo en la liquidez, especialmente en la que

se dirige hacia los mercados emergentes, con el subsiguiente riesgo de estrangulamiento de su actividad económica.

Durante el año 2000 se ha ido corrigiendo parte de la sobrevaloración acumulada en los años anteriores. Los mercados de acciones japoneses han estado todo el año registrando caídas, así como los mercados de alta tecnología, como es el caso del Nasdaq. Los mercados bursátiles tradicionales tanto en Estados Unidos (según recoge el índice Dow Jones) como en Europa (índice Eurostoxx) se han mostrado más o menos estables durante la mayor parte del año, descendiendo sólo al final. (gráfico 2). Los mercados de deuda, por su parte, se han mostrado bastante estables (gráfico 3), con una tendencia al descenso de la rentabilidad en Estados Unidos y al aumento en Japón. En Europa la característica ha sido la estabilidad, a pesar del aumento de los tipos de interés a corto plazo (gráfico 1).

Aunque con mucha menor intensidad que en el año 1999, podría considerarse algún riesgo procedente del mercado de acciones americano. De todas formas, la salud de los mercados europeos de acciones, de deuda pública en Estados Unidos y en Europa, y la política monetaria estricta, son factores que limitan el riesgo de inestabilidad financiera.

Otro riesgo adicional se centra en la situa-

CUADRO 1
CRECIMIENTO DEL PIB. ESTIMACIONES Y PREVISIONES

	1999	2000		2001		2002	
		OCDE(*)	FMI(**)	OCDE	FMI	OCDE	FMI
Mundo	3,3	4,7	4,7	4,1	4,2	4,1	n.d.
EE.UU.	4,2	5,2	5,2	3,5	3,2	3,3	n.d.
Area euro	2,5	3,5	3,5	3,1	3,4	2,8	n.d.
Japon.....	0,2	1,9	1,4	2,3	1,8	2,0	n.d.

(*) OECD Economic Outlook nº 68 Diciembre 2000.

(**) FMI World Economic Outlook. Septiembre 2000.

GRÁFICO 2
ÍNDICES

Datos a fin de mes: base

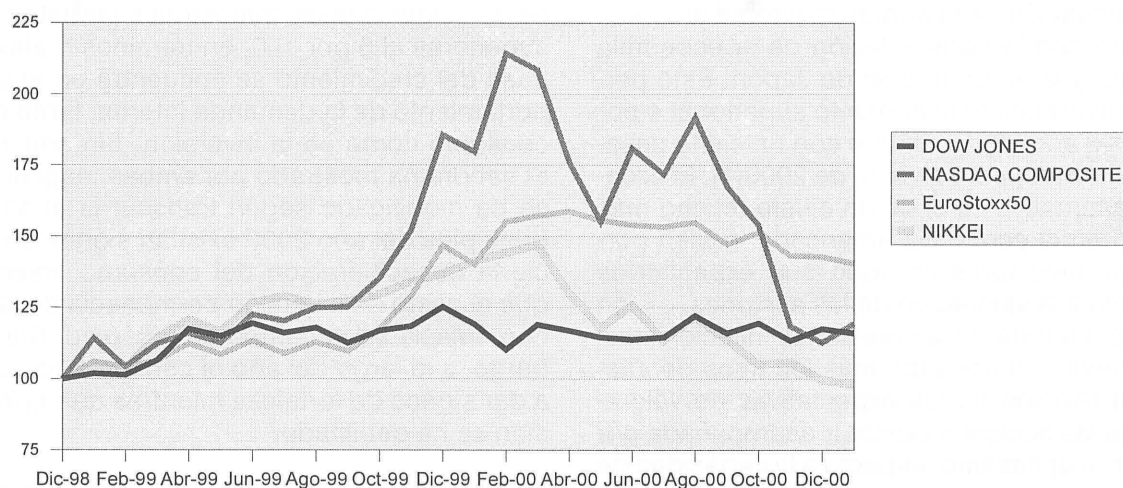
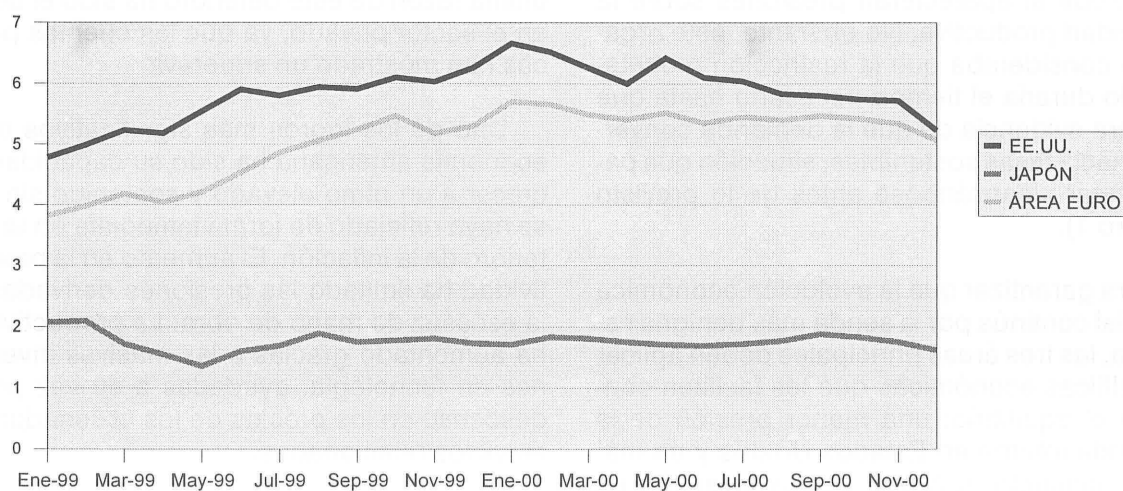


GRÁFICO 3
RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA
10 años



ción de Japón. El elevado nivel alcanzado por la deuda pública puede provocar una crisis de confianza y hundir los precios de los bonos, lo cual puede causar problemas financieros a diversas empresas y dañar la frágil situación económica.

Por último, no hay que dejar de lado el riesgo de que la recuperación de las economías emergentes se frene, debido a causas entre las que se pueden encontrar las mencionadas de una corrección de los mercados o de una desaceleración fuerte de las economías avanzadas.

El FMI ha elaborado un escenario según el cual los desequilibrios existentes en la actualidad se irían resolviendo gradualmente, con una desaceleración de la demanda interna americana junto con la consolidación de la economía europea y la recuperación de Japón. Esto permitirá un crecimiento conjunto superior al 4 por 100 en el año 2001, aunque con un cierta desaceleración respecto al ritmo de 2000(1). El escenario alternativo es el de un ajuste mucho más brusco en la economía americana, o bien porque los inversores corrigen sus expectativas respecto a la valoración de las acciones, o bien porque, en vista de las presiones inflacionistas, la Reserva Federal sube más los tipos de interés. La revisión de las expectativas de valoración de las acciones puede ir acompañada por un menor optimismo respecto a la capacidad de crecimiento de la productividad (o percepción de los límites de la "nueva economía").

Para la OCDE el escenario previsto también es de desaceleración pero no recesión, a pesar de que considera que los tipos de interés podrían subir si aparecieran presiones sobre la capacidad productiva. No obstante, este organismo consideraba que la restricción monetaria sólo duraría el tiempo necesario hasta que existiera evidencia de que la demanda convergiera hacia tasas sostenibles, situación que parece estar alcanzándose antes de lo previsto (cuadro 1).

Para garantizar que la evolución económica mundial continúa por la senda más benigna estimada, las tres áreas principales deben aplicar las políticas económicas que les faciliten conseguir el equilibrio: una menor presión de la demanda interna en Estados Unidos y un mayor crecimiento apoyado por la inversión en tecnología en Europa y en Japón. Dado que es

recomendable que la política fiscal no modifique su objetivo de consolidación fiscal ni en Europa ni en Estados Unidos, el énfasis debe ponerse en la política monetaria en Estados Unidos y en las reformas estructurales en Europa. En Japón la situación fiscal se encuentra muy desequilibrada; sin embargo, el límite a la capacidad de maniobra de la política monetaria requiere que se utilicen medidas de estímulo presupuestario (gráficos 1, 2 y 3).

2. Estados Unidos ante la duda de la magnitud de su desaceleración

La economía americana ha continuado durante la transición del año 1999 a 2000 creciendo con vigor, a tasas trimestrales (anualizadas) superiores al 5 por 100, en términos reales. La base del crecimiento se encuentra en el comportamiento de la demanda interna, tanto en el consumo como en la inversión. Sin embargo, el panorama mostrado por ambas magnitudes se ha modificado según transcurría el año. A principios del año 2000 existían signos de una cierta desaceleración del consumo, mientras que el gasto de inversión permanecía boyante, con énfasis en el campo tecnológico. Sin embargo, a lo largo del año el consumo ha vuelto a dar signos de fortaleza mientras que la inversión se ha debilitado.

La consecuencia más destacable del extraordinario crecimiento de la demanda interna frente al de la producción ha sido la ampliación del déficit por cuenta corriente que ha llegado a suponer el 3,8 por 100 del PIB en 1999, subiendo hasta el 4,3 por 100 al principio de 2000. La última razón de este deterioro ha sido el déficit en el sector privado, ya que las cuentas públicas han mostrado un superávit.

Uno de los logros más significativos de la economía americana ha sido su capacidad de crecer a un ritmo elevado y sostenido sin que se haya reflejado de forma inmediata en un deterioro de la inflación. El aumento en la productividad ha limitado las presiones derivadas de la escasez de mano de obra. La productividad ha aumentado gracias a las masivas inversiones en tecnología, ayudadas a su vez por el descenso en los precios de los ordenadores y servicios relacionados.

Sin embargo, la inflación ha ido tendiendo

gradualmente al alza. La inflación total se fue incrementando a lo largo de 2000 desde cerca del 3 por 100 hasta un 3,5 por 100 en julio (que se mantuvo hasta finales de año). La razón principal se encuentra en los precios de la energía, ya que la medida subyacente se ha mantenido controlada debido al crecimiento contenido de los salarios y al aumento en la productividad. A pesar de ello, ya cerca del final del año, los salarios han comenzado a dar muestras de crecer más y las empresas de trasladar estos mayores costes a los precios de consumo.

El crecimiento tan extraordinario de la economía norteamericana (por duración y vigor) se debe a la aplicación de políticas económicas adecuadas a ese fin, que han dado su fruto además en un entorno caracterizado por la flexibilidad. La inversión en capital, principalmente tecnológico, ha permitido aumentar la productividad del trabajo, lo que se ha caracterizado como una "nueva economía". El capital extranjero se ha visto atraído por las perspectivas de bonanza económica, contribuyendo a la apreciación del dólar y a la sobrevaloración de los precios de los activos financieros. Este último hecho también ha llevado al descenso del ahorro de las familias, ya que han podido financiar su gasto con base a sus ganancias de capital. Durante los años 1999 y 2000 los economistas se han preguntado si el aumento tan destacado en la productividad de la economía americana se prolongaría en el futuro o si era un hecho derivado de la importante inversión en capital realizada.

A pesar del crecimiento en la productividad, durante el año 2000 se han ido haciendo evidentes síntomas crecientes de recalentamiento, lo que hacía suponer que la situación cada vez era más insostenible. Ello llevó a la Reserva Federal a ir restringiendo las condiciones monetarias. Desde mediados de 1999 hasta mediados del año 2000, la autoridad monetaria aumentó el tipo de interés en casi 2 puntos porcentuales. Durante el verano de 2000 la autoridad monetaria permanecía vigilante ante la posibilidad de una aceleración de la inflación.

A finales del tercer trimestre de 2000 aún se estimaba que la política adecuada a las condiciones económicas americanas debía tener un tono restrictivo, a pesar de que ya habían aparecido ciertos síntomas de desaceleración de

la demanda interna. Una de las razones que explicaban la desaceleración era el efecto parcial que habían producido las sucesivas elevaciones en los tipos de interés. Precisamente esto llevó a que se corrigieran a la baja las expectativas de tipos de interés, lo que proporcionó un nuevo impulso a los precios de los activos financieros. El conjunto de factores como la presión del mercado laboral, la valoración de los activos financieros, y la perspectiva de un aumento en los precios de importación (que hasta la fecha se habían mostrado contenidos) explicaban que el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal mantuviera aún un tono inclinado hacia la restricción monetaria. También se consideraba posible que los efectos de la "nueva economía" desaparecieran, ya que no era previsible que siguiera el gasto en tecnología al mismo ritmo que los años anteriores, y la productividad tendría menos repercusión en la actividad. Por lo tanto, la economía podría entrar en una fase de comportamiento más "tradicional": la demanda seguiría fuerte pero la actividad respondería de forma menos ágil. De hecho, los analistas predecían que probablemente el PIB había alcanzado su mínimo en el tercer trimestre, con una tasa del 3 por 100, y pensaban que dicha moderación era temporal. Todo ello explica que se consideraban posibles nuevas subidas de tipos de interés.

La política fiscal ha seguido un plan de consolidación a lo largo de los últimos años, que ha desembocado en que las cuentas públicas muestren una situación de superávit, que en 2000 ha alcanzado el 1,5 por 100 del PIB. Las estimaciones recogidas en los planes oficiales suponían que el superávit podría alcanzar una ratio media del 3,5 por 100 del PIB en el periodo 2000-2010 (con base a un crecimiento del PIB del 3 por 100). Según la OCDE, con un crecimiento del 4 por 100 los superávits serían substancialmente mayores, ya que los análisis de sensibilidad existentes indican que un aumento de 0,4 puntos porcentuales en ese período más que duplican el superávit acumulado. Los planes del gobierno de Clinton eran continuar con la consolidación fiscal y reducir la deuda pública acumulada, para estar en disposición de pagar las pensiones de la generación del *baby boom*. La nueva administración de George Bush ha anunciado sus planes de reducción de los impuestos. Dadas las estimaciones realizadas sobre la acumulación del superávit, no parece haber peligro de que se pro-

duzca un deterioro de la posición presupuestaria.

La percepción de la situación de la economía americana ha cambiado radicalmente en el último mes de 2000, al irse publicando indicadores tanto de demanda como de oferta que muestran que la economía ha frenado su ritmo a lo largo del cuarto trimestre. El ritmo de la demanda interna se ha desacelerado substancialmente y los indicadores de producción también muestran una situación de escasa actividad. En este sentido, cabe señalar que el índice de los gestores de compras (NAPM) ha crecido por debajo de 50(2) cuatro meses consecutivos, y la producción industrial ha registrado una tasa del 4,7 por 100 en noviembre que es la menor desde octubre de 1999.

El desempleo, por su parte, también ha reflejado este cambio de coyuntura: la tasa de paro aumentó en noviembre al 4 por 100. Y la tasa de creación de empleo descendió hasta el 1,6 por 100, el menor ritmo desde enero de 1996, siendo la peor situación la mostrada en el sector de bienes industriales.

En el lado del consumo privado, los datos de ventas al por menor muestran las menores tasas de aumento desde finales de 1998. Y tanto el consumo privado como la renta de las familias han reducido su ritmo desde septiembre. También esta tendencia es visible en el gasto de inversión. Así los pedidos de bienes duraderos han moderado su aumento en el cuarto trimestre.

La publicación de los datos de contabilidad nacional referentes al último trimestre de 2000 no ha hecho sino confirmar la desaceleración. El PIB, tras crecer a tasas alrededor del 5 por 100 en la primera mitad del año (4,8 por 100 y 5,6 por 100 en el primer y segundo trimestre, respectivamente), pasó a hacerlo al 2,2 por 100 en el tercero y al 1,4 por 100 en el cuarto. La moderación de la actividad es generalizada, tanto en el gasto de consumo como en el de inversión. Es probable que el crecimiento se frene aún más en los próximos trimestres, ya que se está produciendo una acumulación en los inventarios mantenidos por las empresas que les llevará a ajustar consecuentemente su producción.

La contención de la actividad ha conseguido que la inflación haya frenado su pequeña,

pero persistente, tendencia a la aceleración. La inflación general se ha desacelerado un punto básico entre noviembre y diciembre, habiendo terminado el año 2000 en una tasa del 3,4 por 100. También el desequilibrio externo parece mostrar alguna corrección, y en octubre se situó en 38 mil millones de dólares (el déficit comercial), con las importaciones creciendo a una tasa 6 puntos porcentuales menos que la de septiembre.

El panorama actual indica que la economía americana por fin ha entrado en la esperada fase de desaceleración. Esta nueva etapa podría reducir el exceso de demanda que ha caracterizado los últimos años y, así, reducir el déficit externo. La percepción de la magnitud de esta desaceleración ha ido modificándose desde la primera evidencia registrada en el primer trimestre; así, las opiniones han cambiado desde las iniciales de que la desaceleración era temporal, insuficiente, y por tanto que aún podrían subir los tipos de interés(3), hasta las más recientes que opinaban que la acumulación de evidencia apuntaba a la posibilidad de que se generase una severa recesión.

La evidencia aún no es concluyente sobre la magnitud de la desaceleración. El recorte de tipos de interés realizado por la Reserva Federal dos veces en enero (por un total de un punto porcentual) puede cambiar la tendencia depresiva. Una rápida consolidación de expectativas optimistas es necesaria para evitar que las empresas vean deteriorarse sus *cash-flow* y sus beneficios, que son dos factores fundamentales para que continúen invirtiendo en tecnología y la economía siga beneficiándose de la aplicación de innovaciones en el proceso productivo. De esta forma, aunque la demanda se desacelerara, la actividad productiva continuaría sostenida (cuadro 2) (gráfico 4).

3. Japón: una crisis indefinida

La situación que experimenta Japón sólo cabe ser calificada como de crisis permanente. Sus estimaciones iniciales mostraban un aumento del PIB a una tasa superior al 4 por 100 anual en el primer semestre del año 2000. Dicha cifra puede estar parcialmente distorsionada por el efecto de la escasa actividad reflejada en la cifra del último trimestre de 1999; a pesar de ello, parece que la econo-

CUADRO 2
ESTADOS UNIDOS: INDICADORES MACROECONÓMICOS.
ESTIMACIONES Y PROYECCIONES(4).
Tasas de variación (en porcentaje), salvo indicación en contrario

	1998	1999	2000	2001	2002
PIB a precios constantes	4,4	4,2	5,2	3,5	3,3
Consumo privado	4,7	5,3	5,4	3,6	3,0
Consumo público	1,5	2,1	2,0	2,1	2,5
Formación bruta de capital.....	10,7	9,2	9,0	5,1	5,4
Privada residencial	8,3	6,4	-0,2	-3,4	-1,2
Privada no residencial.....	13,0	10,1	13,1	8,3	7,6
Pública.....	5,3	9,1	4,8	2,4	3,8
Demanda interna final	5,4	5,6	5,6	3,7	3,4
Existencias ⁽¹⁾	0,2	-0,4	0,2	-0,1	-0,1
Demanda interna total.....	5,5	5,2	5,8	3,6	3,4
Exportaciones.....	2,3	2,9	10,4	9,3	7,7
Importaciones	11,9	10,7	13,7	8,8	7,2
Exportaciones netas ⁽¹⁾	-1,3	-1,2	-0,9	-0,3	-0,3
PIB a precios corrientes	5,7	5,8	7,5	5,8	5,7
OTROS INDICADORES:					
Deflactor consumo privado	1,1	1,8	2,5	2,1	2,2
Empleo total	2,2	1,9	1,9	1,0	1,1
Tasa desempleo ⁽²⁾	4,5	4,2	4,0	4,2	4,5
Saldo presupuestario ⁽³⁾	0,3	1,0	2,3	2,6	2,7
Saldo cuenta corriente ⁽³⁾	-2,5	-3,6	-4,3	-4,5	-4,3
Tasa ahorro familias ⁽⁴⁾	4,2	2,2	0,0	-0,3	-0,2
Brecha s/PIB potencial ⁽⁵⁾	1,2	1,3	2,5	1,7	1,1

(1) Contribución a variaciones en el PIB real.

(2) Porcentaje s/población activa.

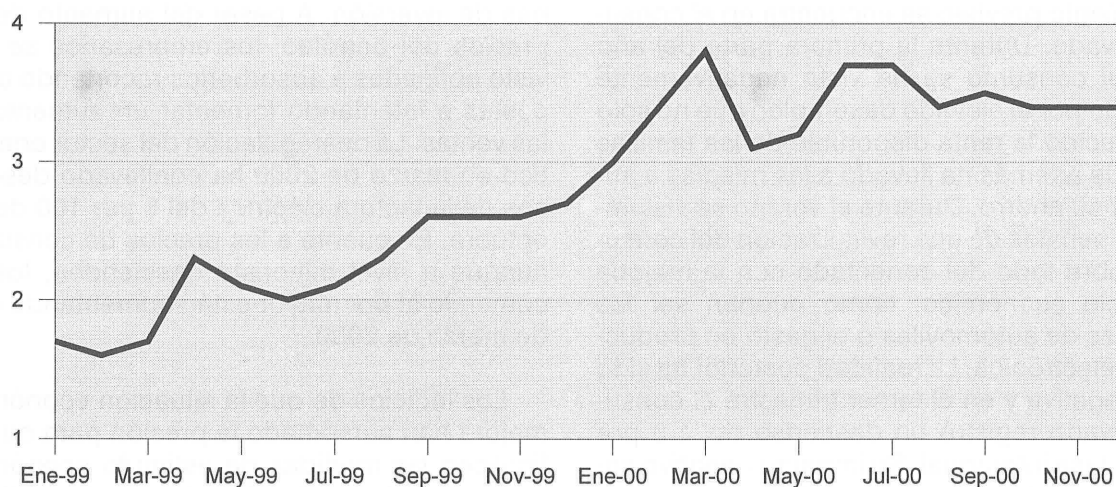
(3) Porcentaje s/PIB.

(4) Porcentaje s/renta disponible.

(5) Desviación del PIB real respecto al PIB potencial en porcentaje sobre éste.

Fuente: OCDE

GRÁFICO 4
ESTADOS UNIDOS: IPC



mía japonesa muestra una cierta recuperación. Las estimaciones del FMI apuntan a que es posible que durante el año 2000 Japón haya crecido a una tasa del 1,4 por 100 que podría llegar a ser del 1,8 por 100 en 2001. Las estimaciones de la OCDE son algo más positivas (ver tabla), ya que señalan un crecimiento del 2 por 100 en 2000 y del 2,3 por 100 en 2001. El crecimiento estaría sostenido principalmente por la recuperación de los beneficios empresariales que está permitiendo que se desarrolle una demanda de inversión, principalmente en tecnología.

Sin embargo, la situación aún debe calificarse como de extraordinaria fragilidad. La recuperación continúa pero a ritmo modesto. La principal fuente de crecimiento continúa siendo la inversión en capital tecnológico, pero la proporción del gasto de inversión en el PIB y su ritmo de aumento permanecen por debajo de lo ocurrido en otros periodos de recuperación. Las empresas aún tienen acumulado capital improductivo, y, aunque ello mismo es un estímulo para la inversión futura, de momento puede limitar el gasto empresarial.

Por otra parte, se espera que la inversión pública caiga, especialmente la dependiente de los gobiernos locales. En los años pasados, las medidas de estímulo fiscal han sido importantes para sostener el gasto, sobre todo de construcción, y existe el riesgo de que dichas medidas no continúen y que la actividad privada no tome el relevo.

La clave para que se sostenga el modesto crecimiento previsto se encuentra en el consumo privado. Durante la primera parte del año 2000 el consumo se ha visto negativamente afectado por el elevado desempleo que no sólo ha reducido la renta disponible de las familias sino que además ha llevado a las mismas a aumentar su ahorro. Durante el verano se vislumbraron señales de una revitalización del consumo, sobre todo del conectado con la mejoría del ciclo económico, como pueden ser las compras de automóviles o el gasto en productos de electrónica. La realidad posterior ha sido más negativa y en el tercer trimestre el consumo privado registró un descenso del 1,3 por 100 en tasa interanual. Su impacto negativo sobre la actividad económica, sin embargo, fue contrarrestado por el dinamismo de la inversión que creció a una tasa del 4,3 por 100.

Los indicadores existentes de la evolución económica en el último trimestre continúan mostrando una situación económica positiva pero que no termina de asentarse. Así, las ventas al por menor registraron un descenso en octubre del 2,4 por 100. En el caso de las ventas en grandes almacenes, la caída fue del 3,6 por 100.

La debilidad del consumo interno se une a la debilidad de la demanda exterior, ya que en octubre las exportaciones también descendieron. Algún efecto se está trasladando a la actividad productiva, ya que el índice de actividad empresarial Tankan ha empezado a señalar en el cuarto trimestre que las grandes empresas han dejado de considerar la situación económica como positiva. Por el contrario, las empresas medianas y pequeñas opinan que la situación es favorable.

Los indicadores de la actividad productiva no son concluyentes: mientras que la producción industrial parece estar desacelerándose ligeramente en el tercer trimestre, el indicador constituido por las ofertas de trabajo creadas mostró en octubre un nivel de 0,64 ofertas por cada persona, lo que representa la máxima cifra desde finales de 1997.

Los precios de consumo continúan descendiendo (ver gráfico 5). Esta situación puede reflejar la debilidad de la demanda, pero también se debe a factores de oferta como la inversión en tecnología, la desregulación o la reorganización empresarial. De hecho, los mayores descensos se registran en los precios de bienes de inversión. A pesar del aumento de los precios del petróleo, los empresarios se han visto obligados a absorberlos recortando otros costes e intentando fomentar un aumento en las ventas. La desregulación del sector energético en marzo de 2000 ha conllevado descensos de la factura eléctrica del 5 por 100 desde octubre. En cuanto a los precios de consumo, aunque a nivel minorista descienden, los de comercio al por mayor están aumentando desde marzo de 2000.

Los indicios de que la situación económica mejora han aumentado la presión para que se finalicen las medidas de estímulo económico extraordinarias aplicadas durante los últimos dos años. Así, el Banco de Japón decidió en agosto cerrar la política de dinero gratuito (0

por 100 interés) y elevó el tipo básico al 0,25 por 100 en agosto de 2000. La política monetaria puede aún calificarse de acomodaticia, aunque, sin embargo, la demanda de crédito permanece débil. Han aumentado las quiebras empresariales, pero ello no es reflejo de un empeoramiento de la situación sino del término de un periodo de un año concedido a las empresas para repago de créditos.

La política fiscal ha permanecido en un tono neutral en el año 2000, pero las presiones para aplicar una política fiscal restrictiva son grandes, ya que el déficit se sitúa en una proporción casi del 10 por 100 del PIB y la deuda pública acumulada alcanza niveles francamente elevados. De hecho, el paquete de medidas fiscales suplementarias de octubre ha sido inferior a lo anunciado previamente. La OCDE estima que sin medidas de gasto adicionales el déficit estructural puede descender hasta un 1 por 100 en 2002 (desde un nivel actual cercano al 6 por 100).

El Fondo Monetario Internacional ha aconsejado a Japón que continúe con las políticas previstas de estímulo fiscal y de reestructuración bancaria y empresarial. Por una parte, el descenso de la inversión pública demandaría un paquete de estímulo fiscal suplementario. No obstante, el organismo internacional también aconseja que se vayan sentando las bases para que en el horizonte de unos 5 a 10 años se pueda ir reduciendo el peso de la deuda sobre el PIB. La política monetaria, por su parte, debe permanecer en tono acomodaticio a la situación económica. Hay que señalar que aún existe riesgo de deflación.

Respecto a la política de reestructuración bancaria, el camino recorrido hasta la fecha aún es insuficiente. Los bancos aún deben acometer planes que contribuyan a que aumente su rentabilidad. Además, la caída de las cotizaciones bursátiles les sigue afectando negativamente. Por otra parte, la situación puede empeorar si la subida de los tipos de interés realizada por el Banco de Japón se termina trasladando a los bonos. Otras parcelas del sistema financiero que permanecen a la espera de que se aborde su reestructuración son las cooperativas de crédito, los bancos regionales y las aseguradoras de vida, entre otras.

También se hace necesario abordar la rees-

tructuración de las empresas. Como en el caso del sector financiero, hay una falta de correspondencia entre los planes anunciados y su aplicación efectiva. En este caso, la Ley de Revitalización Industrial establecía ayudas fiscales a las empresas, y algunas fusiones se han realizado gracias a las mismas. Sin embargo, aún no ha habido mucho avance en la mejora de los balances de las empresas ni en la amortización o venta de activos no productivos. En esta área, el FMI ha aconsejado que se siga avanzando en temas como la introducción de la consolidación fiscal, la abolición de obstáculos fiscales a las fusiones y la promoción de una cultura empresarial que haga suyos los principios de gobierno corporativo.

La fragilidad de la situación de Japón es indiscutible. Las predicciones económicas señalan de forma generalizada una recuperación en los próximos años. No obstante, los paquetes de estímulo fiscal jugarán un papel importante en la actividad, siendo fuente del crecimiento sobre todo en la primera parte del año 2001. Es posible que el PIB se desacelere en la segunda mitad si no continúan los estímulos fiscales. La sostenibilidad de la resuperación dependerá en última instancia de un afianzamiento de la demanda interna, en particular, del consumo y de la inversión, sobre las que siguen apareciendo indicadores no contundentes. Además existe el riesgo de que se produzcan situaciones de "abuso de confianza" (*moral hazard*) que lleve al aprovechamiento de los estímulos monetarios y fiscales para financiar actividades improductivas (cuadro 3 y gráfico 5).

4. Europa: la necesidad de su despegue

Durante 1999 la economía del área euro tomó un pulso de firmeza, y alcanzó en el último trimestre una tasa de crecimiento del 3,3 por 100 que se ha mantenido a lo largo del año 2000, aunque con un tono modesto. El mayor crecimiento se alcanzó en el segundo trimestre (3,7 por 100), aunque se moderó posteriormente.

Los factores que contribuyeron a la consolidación del crecimiento europeo fueron la ganancia de competitividad que proporcionó la debilidad de la moneda y la fortaleza de la economía global, que se tradujeron en un dinamismo de las exportaciones. A lo largo del año

CUADRO 3
JAPÓN: INDICADORES MACROECONÓMICOS.
ESTIMACIONES Y PROYECCIONES.
 Tasas de variación (en porcentaje), salvo indicación en contrario

	1998	1999	2000	2001	2002
PIB a precios constantes	-2,5	0,2	1,9	2,3	2,0
Consumo privado	-0,5	1,2	1,6	2,1	2,2
Consumo público	1,5	1,3	0,2	0,5	0,6
Formación bruta de capital.....	-7,4	-1,2	0,6	2,8	1,2
Privada residencial	-14,4	1,4	1,0	-4,3	-2,0
Privada no residencial.....	-7,6	-5,9	5,4	6,3	5,5
Pública	-3,0	7,8	-8,8	-1,3	-7,3
Demanda interna final	-2,5	0,5	1,1	2,1	1,7
Existencias ⁽¹⁾	-0,6	0,1	0,1	0,2	0,0
Demanda interna total.....	-3,1	0,5	1,3	2,4	1,8
Exportaciones.....	-2,5	1,9	13,6	5,5	5,3
Importaciones	-7,6	5,3	10,5	6,4	4,2
Exportaciones netas ⁽¹⁾	0,5	-0,3	0,7	0,0	0,3
PIB a precios corrientes	-2,2	-0,7	0,3	1,9	1,8
OTROS INDICADORES:					
Deflactor consumo privado	0,2	-0,5	-0,5	0,0	-0,1
Empleo total	-0,7	-0,8	-0,4	0,3	0,4
Tasa desempleo ⁽²⁾	4,1	4,7	4,7	4,6	4,6
Saldo presupuestario ⁽³⁾	-5,0	-7,0	-6,0	-6,0	-5,7
Saldo cuenta corriente ⁽³⁾	3,2	2,5	2,8	2,7	3,0
Tasa ahorro familias ⁽⁴⁾	13,4	13,2	12,8	12,4	13,2
Brecha s/PIB potencial ⁽⁵⁾	-2,9	-3,8	-3,2	-2,2	-1,7

(1) Contribución a variaciones en el PIB real.

(2) Porcentaje s/población activa.

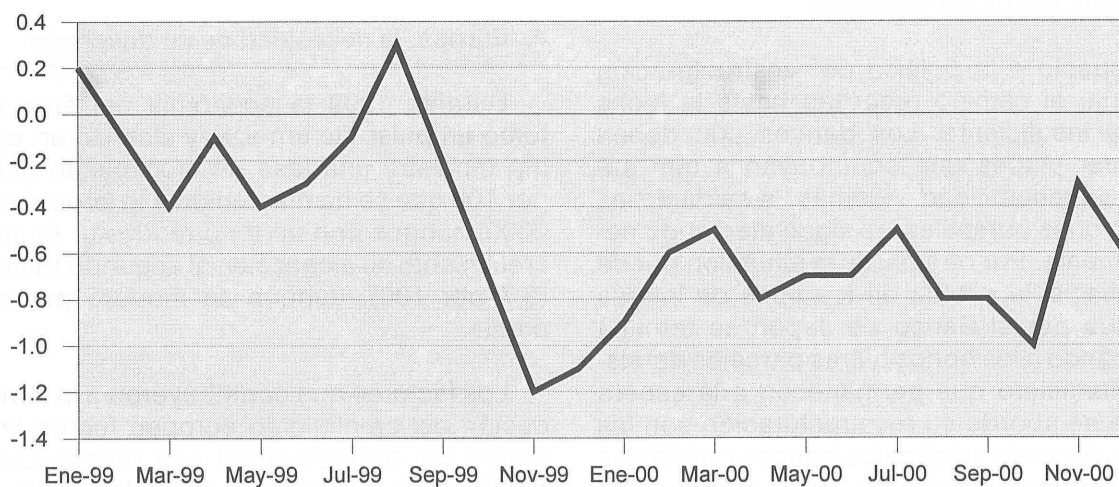
(3) Porcentaje s/PIB.

(4) Porcentaje s/renta disponible.

(5) Desviación del PIB real respecto al PIB potencial en porcentaje sobre éste.

Fuente: OCDE

GRÁFICO 5
JAPÓN: IPC



mo de las exportaciones. A lo largo del año 2000 al factor de dinamismo proporcionado por el sector exterior se ha añadido una consolidación de la demanda externa tanto del consumo privado como de la inversión.

En el tercer trimestre el PIB se ha desacelerado ligeramente mostrando una tasa del 3,4 por 100. El consumo privado ha reducido su tasa de aumento desde el 2,9 por 100 del segundo trimestre a un 2,6 por 100 y la inversión privada lo ha hecho desde el 4,9 por 100 al 4,3 por 100. Por su parte, también el consumo público ha reducido en ese mismo periodo su tasa de aumento en 0,2 puntos, creciendo a un ritmo del 1,4 por 100 en el tercer trimestre. Hay que señalar que los inventarios acumulados en el periodo han contribuido a que el PIB no se desacelerara demasiado. Sin embargo, este hecho es un factor que puede inducir debilidad en los próximos meses, si no renace el dinamismo en la demanda.

Los últimos indicadores señalan que la actividad económica se ha desacelerado, aunque aún permanece en un nivel elevado, y es probable que siga en este tono durante la primera parte de 2001. El índice de producción industrial ya mostró en septiembre una moderación de la tasa de crecimiento; por su parte, el indicador de clima industrial europeo, tras haber estado estable en el tercer trimestre, en el cuarto señala un deterioro de 0,5 puntos. Este comportamiento también se repite en el caso de indicadores sobre el sentimiento económico referentes tanto a la situación general como a la situación específica de los sectores industrial y de construcción.

De todas formas, la actividad económica a lo largo de los últimos dos años ha resultado en un descenso del desempleo. La desaceleración descrita en los últimos indicadores no se ha trasladado aún al mercado de trabajo. La tasa de paro ha seguido descendiendo en el último trimestre, habiéndose reducido hasta el 8,9 por 100 de la población activa en octubre.

El lado más sombrío de la evolución del área se encuentra en la inflación. El aumento del precio del petróleo ha terminado trasladándose a los precios productivos y de consumo. El IPC del área se situaba ya en un 2,4 por 100 a mitad del año y ha terminado en un 3 por 100, un punto porcentual por encima del objetivo

del Banco Central Europeo. La principal causa se encuentra en los precios del petróleo que, a pesar de haber frenado su alza recientemente, a finales de año aún recogían un aumento anual del 15 por 100. No obstante, la llamada inflación subyacente aún se mantenía en ese momento en niveles moderados ya que sólo mostraba una tasa de aumento del 1,3 por 100, debido a las influencias positivas de la moderación salarial, a la caída de los precios de servicios como energía y agua y, en algunos casos, al recorte de los impuestos indirectos.

Respecto a la evolución de la inflación durante el año 2001, la situación puede ser la opuesta a la actual. Así, el descenso de los precios del petróleo puede reflejarse en una menor tasa general, mientras que, de recuperarse la actividad, la inflación subyacente podría acercarse al 2 por 100. No obstante, la actuación del BCE parece crucial y, dado el giro de la política monetaria americana, existe cierta incertidumbre sobre la decisiones de la autoridad monetaria europea.

El Banco Central europeo, en su primera publicación de sus estimaciones para los próximos años, también considera que el PIB puede desacelerarse en 2001. En su opinión, el mantenimiento del crecimiento dependerá del clima económico y financiero que exista para la actividad empresarial y del estímulo que pueden proporcionar los recortes de impuestos. Respecto a la inflación, no se considera un avance muy considerable en 2001; habría que esperar, según su escenario, hasta 2002 para retornar a la senda de desaceleración. En esta estimación se considera el efecto negativo procedente de la depreciación del euro (traducido a mayores precios de importación), de aumentos salariales o del hecho de que el PIB puede seguir creciendo por encima de su ritmo potencial (cuadro 4).

Desde el comienzo de su andadura en 1999 el euro se ha caracterizado por su debilidad. Durante la parte central del año 2000 además

CUADRO 4
ESTIMACIONES DEL BCE
Porcentaje interanual

	1999	2000	2001	2002
PIB.....	2,5	3,2-3,6	2,6-3,6	2,5-3,5
IPC armonizado....	1,1	2,3-2,5	1,8-2,8	1,3-2,5

se ha mostrado especialmente volátil. La debilidad del euro no refleja la situación de fondo de la economía europea, sino que más bien parece responder a la situación coyuntural comparativa con Estados Unidos tanto en términos de crecimiento económico relativo, como de diferencial de tipos de interés o de evolución de los mercados de valores.

La posibilidad de que el crecimiento económico se fuera afianzando a lo largo del año 2000 y la tendencia al alza de la inflación llevó al BCE a elevar en diversas ocasiones los tipos de interés de referencia, en una cuantía total de 2 puntos porcentuales. La política monetaria ha permanecido muy alerta ante los signos de recuperación de la actividad y ante el posible impacto inflacionista por la influencia de los precios del petróleo y por la depreciación de la moneda. Con los últimos indicadores mostrando una cierta desaceleración y con el hecho de que la Reserva Federal ha recortado los tipos de interés para sostener la actividad, la incertidumbre sobre la política del BCE es actualmente mayor que de costumbre. Lo que parece más factible es que las condiciones monetarias permanezcan sin cambios hasta el segundo trimestre. El tono actual es de rigor monetario, y junto con una posible apreciación del euro puede ser suficiente para contribuir a que se desacelere la inflación.

Desde la inauguración de la política monetaria unificada los países integrantes en el área monetaria han mostrado situaciones muy diferentes, tanto en crecimiento como en inflación, lo que supone un inconveniente para la política monetaria. En los países con una situación más expansiva existen mayores presiones inflacionistas, con su reflejo tanto en el déficit exterior como en el crecimiento de las magnitudes crediticias y financieras, en general. Las economías con mayores síntomas de recalentamiento han sido Irlanda, Portugal y Holanda. En el caso español, la elevada tasa de inflación se corresponde, sin embargo, con un fuerte crecimiento de la actividad económica.

Las economías alemana e italiana eran las que habían mostrado más moderación, pero gradualmente se han ido acercando a la media de la zona euro. Ambos países mostraban una tasa de crecimiento del PIB del 1,4 por 100 en 1999, muy por debajo del 2,5 por 100 de media para el área euro. Alemania, sin embargo, se

recuperó significativamente desde principios de 2000. Después, su evolución a lo largo del año ha estado pareja a la evolución del conjunto del área: tras crecer a un 3,7 por 100 en el segundo trimestre, se ha desacelerado a un ritmo del 3,4 por 100 en el tercero. La economía italiana muestra una evolución más negativa: comenzó el año creciendo a una tasa del 2,9 por 100, que fue recibida con optimismo por cuanto suponía acercarse a la media europea. Sin embargo, a lo largo del año la actividad ha ido perdiendo vigor, de forma que el crecimiento se situó en un 2,7 por 100 en el segundo trimestre y bajó al 2,4 por 100 en el tercero. Por otra parte, tanto Alemania como Italia muestran una inflación moderada: a pesar del alza de los precios del petróleo, el IPC alemán a finales de 2000 se situaba en un 2,4 por 100 y en el caso italiano en un 2,7 por 100.

Francia ha mostrado una situación más equilibrada en términos de crecimiento e inflación. En 1999 la economía francesa creció a una tasa del 2,9 por 100, aunque a finales de dicho año alcanzó un ritmo del 3,5 por 100 que se ha mantenido prácticamente la primera mitad de 2000, para desacelerarse ligeramente en el tercer trimestre a un 3,1 por 100. Su inflación fue muy moderada en 1999 (0,5 por 100) y a finales de 2000 subió sólo al 2,2 por 100.

En el caso de la zona europea, el FMI ha recomendado aprovechar el momento alcista del ciclo económico para avanzar en las reformas estructurales y fiscales. Respecto a la situación fiscal, los esfuerzos de reducción del déficit acometidos como exigencia de la convergencia permitirán alcanzar una situación de equilibrio presupuestario para el año 2003. De todas formas, algunos países han aprovechado la expansión económica para relajar el curso de la consolidación fiscal. Globalmente esta situación no plantea problemas, aunque sí puede hacerlo si atendemos a los países de forma individualizada, ya que en algún caso el nivel de deuda aún representa un peso considerable en el PIB y la carga fiscal es elevada, lo que constituye una limitación en el caso de cambiar la coyuntura. El problema de mantener aún déficit considerables afecta a Italia y a Francia. Sin embargo, en todos los países existe un nivel de carga fiscal elevado, lo que puede minorar los incentivos a la actividad económica. En varios países se están acometiendo reformas de recorte impositivo. Las recomendaciones del FMI

apuntan a que continúen los esfuerzos de la reducción de la carga fiscal, pero sin abandonar los planes de reducción del gasto, haciendo énfasis en la necesidad de que se reformen los planes de pensiones y el sistema de salud.

Los países europeos también están acometiendo reformas estructurales, con privatizaciones y liberalización de sectores como los de telecomunicaciones y electricidad. También se llevan a cabo procesos de reestructuración de empresas, con un nivel elevado de fusiones empresariales. Por último, muchos países aplican planes de reforma laboral. En este terreno el FMI también ha hecho recomendaciones a los países europeos, instándoles a que avancen en las reformas de los beneficios sociales y de desempleo.

Respecto a los países que permanecen fuera del área euro, se debe hacer una mención a Gran Bretaña. Su economía se ha acelerado significativamente entre el año 1999 y 2000, habiendo pasado de crecer un 2,2 por 100 a hacerlo a tasas superiores al 3 por 100 en la primera mitad del año 2000.

Los planes expansivos del gobierno se han traducido en un estímulo del consumo que ha permitido, a su vez, reducir la incidencia negativa del déficit comercial externo, que se situó en 25 miles de millones de libras esterlinas y que ha subido hasta 28 m.m. libras en el tercer trimestre del año 2000 (un 3,5 por 100 del PIB). La fortaleza de la demanda interna viene tanto del lado de la inversión como del consumo. Es indicativo que la tasa de ahorro de las familias haya descendido desde un máximo del 10 por 100 (sobre el PIB) en 1997 hasta el 3 por 100 a mitad de 2000, nivel alcanzado en el boom de los años 80.

Las condiciones laborales permanecen tensas, con una tasa de paro inferior al 4 por 100. A pesar de ello, todavía los salarios se encuentran en un nivel moderado y, dados los márgenes de precios descendientes y la fortaleza de la libra, no existen presiones excesivas sobre la inflación. Ésta se ha mantenido por debajo del objetivo del Banco de Inglaterra del 2,5 por 100 durante la primera parte del año, pero ha subido hasta el 3,2 por 100 en la segunda mitad. La explicación radica casi exclusivamente en los precios del petróleo y en los precios de los alimentos frescos, afectados negativamente por inun-

daciones, ya que la inflación subyacente permanece en un 2,2 por 100. Sin embargo, dada la situación del mercado de trabajo y dada la posible depreciación de la libra no es descartable que se produzca un deterioro de la inflación en el año 2001 y suban los tipos de interés (cuadro 5 y gráfico 6).

5. Una breve conclusión

A lo largo del año 2000, las economías europeas y la japonesa han ido afianzando su crecimiento. Su evolución ha venido explicada en una primera parte por la demanda exterior, sobre todo en el caso de Europa, pero enseguida han cogido el relevo tanto el consumo como la inversión, sobre todo en capital tecnológico. El momento de mayor dinamismo se concentró en general en el segundo trimestre del año.

El convencimiento de que las economías se encontraban en una senda sostenida de crecimiento impulsó nuevas decisiones por parte de las autoridades monetarias. En el caso de Japón decidieron que ya no era necesario continuar con la política de dinero a interés 0 por 100 del banco central. En el caso de Europa, apareció el temor a que el dinamismo de la demanda permitiera que los aumentos del precio del petróleo consolidasen expectativas inflacionistas, lo que llevó al Banco Central Europeo a incrementar los tipos de interés básicos en diversas ocasiones a lo largo del año.

En el caso de la economía americana el crecimiento siguió mostrándose vigoroso desde principios de año. Las noticias más positivas consistían en que el consumo parecía haberse desacelerado, mientras que continuaba el dinamismo del gasto de las empresas. Sin embargo, en el segundo trimestre se hizo evidente que el gasto de las familias continuaba fuerte y además que existían signos de recalentamiento y de aceleración de la inflación. La Reserva Federal declaraba que el tono que las condiciones económicas exigían a la política monetaria era restrictivo.

La situación se modificó ligeramente en el tercer trimestre, con aparición de signos de moderación de la actividad en las tres áreas reseñadas. No obstante, dados los pasados episodios en los que estas señales no se asentaban y daban paso a indicadores que muestra-

CUADRO 5
EUROPA: INDICADORES MACROECONÓMICOS.
ESTIMACIONES Y PROYECCIONES.
Tasas de variación (en porcentaje), salvo indicación en contrario

	1998		1999		2000		2001		2002	
	UE	A.euro	UE	A.euro	UE	A.euro	UE	A.euro	UE	A.euro
PIB a precios constantes	2,7	2,8	2,4	2,5	3,4	3,5	3,0	3,1	2,7	2,8
Consumo privado	3,2	2,9	3,0	2,8	2,7	2,5	2,6	2,6	2,5	2,6
Consumo público	1,3	1,1	1,7	1,4	1,3	1,3	1,6	1,1	1,5	1,1
Formación bruta de capital	6,3	5,3	5,5	5,4	4,7	5,0	4,3	4,4	4,2	4,3
Privada residencial	1,9	1,9	3,2	3,2	2,7	2,7	1,8	1,8	1,8	1,8
Privada no residencial	8,4	7,4	6,5	6,5	6,0	6,4	5,5	5,9	5,2	5,7
Pública	n.d.	n.d.	n.d.	4,6	n.d.	2,8	n.d.	2,6	n.d.	2,6
Demanda interna final	3,1	n.d.	3,2	3,0	2,9	2,8	2,7	2,7	2,6	2,7
Existencias ⁽¹⁾	0,4	n.d.	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Demanda interna total	3,7	3,4	3,1	2,9	2,9	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7
Exportaciones	6,0	3,8	4,0	4,5	10,9	13,2	8,9	10,1	7,3	7,6
Importaciones	9,7	8,5	6,2	7,8	9,5	10,0	8,1	8,5	7,3	7,5
Exportaciones netas ⁽¹⁾	-0,9	n.d.	-0,6	-0,4	0,5	0,7	0,3	0,5	0,1	0,2
PIB a precios corrientes	4,8	4,5	3,9	3,7	4,8	4,7	5,0	5,0	4,9	4,9
OTROS INDICADORES:										
Deflactor consumo privado	1,6	1,4	1,4	1,2	2,1	2,2	2,3	2,3	2,1	
Empleo total	1,6	1,8	1,7	1,8	1,9	2,1	1,4	1,6	1,1	2,0
Tasa desempleo ⁽²⁾	9,8	10,8	9,1	9,9	8,2	9,0	7,6	8,3	7,2	1,3
Saldo presupuestario ⁽³⁾	-1,6	-2,2	-0,8	-1,3	0,7	0,3	0,0	-0,5	0,1	7,7
Saldo cuenta corriente ⁽³⁾	1,0	1,2	0,2	0,4	-0,2	0,0	-0,2	0,1	0,0	-0,3
Tasa ahorro familias ⁽⁴⁾	n.d.	n.d.	n.d.	9,9	n.d.	9,7	n.d.	9,9	n.d.	0,4
Brecha s/PIB potencial ⁽⁵⁾	-1,4	-1,8	-1,2	-1,4	-0,2	-0,3	0,4	0,3	0,6	9,8

(1) Contribución a variaciones en el PIB real.

(2) Porcentaje s/población activa.

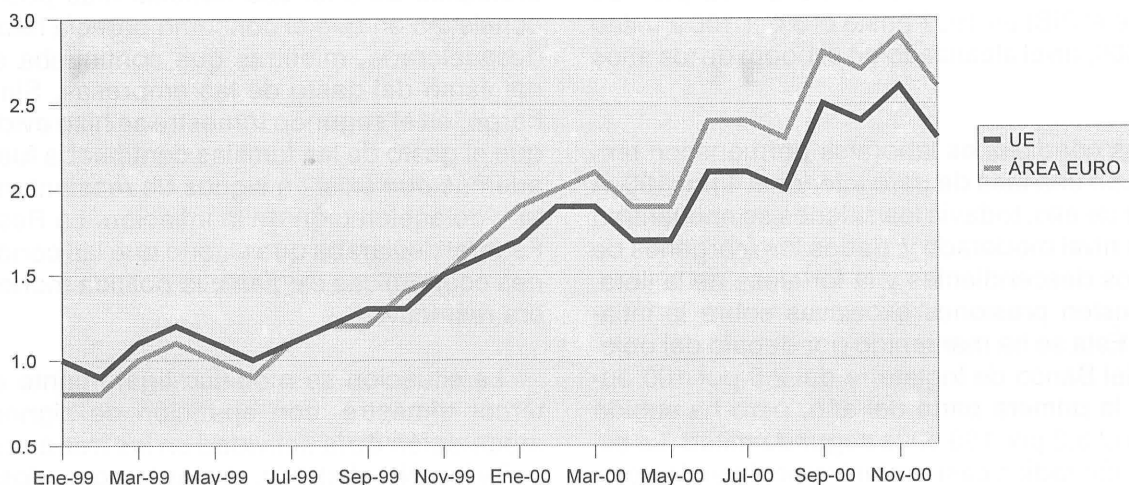
(3) Porcentaje s/PIB.

(4) Porcentaje s/renta disponible.

(5) Desviación del PIB real respecto al PIB potencial en porcentaje sobre éste.

Fuente: OCDE

GRÁFICO 6
UNIÓN EUROPEA Y ÁREA EURO: IPC ARMONIZADO



ban mayor dinamismo, no se prestó suficiente credibilidad a la posibilidad de que estuviéramos asistiendo a un cambio de tendencia. Ha sido en el último mes del año 2000 cuando la acumulación de datos apuntando en la misma dirección ha hecho cambiar las perspectivas económicas. Las declaraciones del presidente de la Reserva Federal, primero, y la decisión de ésta de recortar los tipos de interés, más tarde, han sido decisivas.

Las perspectivas económicas para el año 2001 se mueven entre dos escenarios: una desaceleración suave de la economía americana (objetivo perseguido largamente) o un "aterriaje" fuerte. Aunque aún es pronto para poder formar alguna conclusión al respecto, parece que la decisión temprana de la Reserva Federal ayuda a que la desaceleración no sea muy prolongada. Si bien el primer trimestre, y quizá el segundo, la actividad puede mostrarse paralizada, la situación puede remontarse en la segunda mitad del año. Si este escenario se cumpliera, se facilitaría la corrección de uno de los principales riesgos al crecimiento, que es el desequilibrio de las posiciones externas de Es-

tados Unidos frente a Europa o Japón. Aparte de este riesgo, las previsiones hechas sobre el crecimiento económico tienen que tener en cuenta otros dos riesgos: que los precios del petróleo no se moderen y que se produzca una crisis de liquidez en los mercados financieros, en particular en aquellos que se muestren más sobrevalorados.

NOTAS

(1) El 27 de enero en el Foro Económico de Davos, el FMI ha anunciado que reducirá la previsión realizada en octubre para el crecimiento económico mundial desde el 4,2 por 100 hasta el 3,5 por 100, reflejando la rebaja de que han sido objeto las previsiones respecto al crecimiento norteamericano.

(2) La cifra de 50 es la que indicaría una situación estacionaria.

(3) Analistas de los principales bancos de inversión americanos e incluso la OCDE mantenían esta postura.

(4) Las estimaciones provienen del OECD Economic Outlook nº 68 de Diciembre de 2000. En dicho volumen la OCDE aún mantenía un escenario positivo para el crecimiento con peligro de tensiones inflacionistas.