

INFORMES DE LOS ORGANISMOS ECONÓMICOS INTERNACIONALES

Cuadernos de Información Económica dedica este apartado a los informes y documentos de actualidad, periódicos y no periódicos, que se consideran relevantes para los lectores, publicados por los organismos de carácter internacional, ofreciendo un resumen amplio de los más recientes y/o más destacados y un breve comentario de los demás que hayan sido publicados en los dos últimos meses. Como viene siendo habitual, los resúmenes y comentarios los realiza Ricardo Cortes.

En este número se ofrecen los siguientes:

1. Informe del FMI sobre la estabilidad financiera global.
2. Informe trimestral de la Comisión Europea sobre la economía de la Eurozona.

1. Informe del FMI sobre la estabilidad financiera global

Esta nueva publicación trimestral del FMI, cuyo primer número comentamos aquí, examina el estado de salud del mercado financiero mundial, prestando especial atención a los posibles desequilibrios financieros y estructurales que pueden poner en peligro la estabilidad financiera mundial y el acceso de los países emergentes a los mercados financieros mundiales.

El año 2001 ha mostrado, de nuevo, la notable capacidad de resistencia del sistema financiero internacional, que ha podido vencer retos muy serios, tales como el estallido de la burbuja especulativa en el sector de las nuevas tecnologías de la información y la comunicación, con la consiguiente caída de sus cotizaciones, y luego, por orden cronológico, el comienzo de la recesión en EE.UU. acompañada de una desaceleración económica mundial, la crisis financiera de Turquía, los atentados terroristas del 11 de septiembre, el número récord de quiebras y, por último, la suspensión de pagos de Argentina tras una larga y prolongada crisis. La mencionada capacidad de resistencia del sistema financiero internacional se ha apoyado tanto en la robustez de su infraestructura como en la vigilancia y la pronta reacción de las autoridades monetarias y fiscales, que aumentaron sustancialmente la liquidez siempre que fue necesario para el funcionamiento sin tropiezos del sistema, así como en la prudente actuación de los participantes en el mercado, que han sabido discriminar entre las inversiones según su calidad. Sin embargo, si la recuperación económica en curso resulta ser débil, la resistencia del sistema se verá de

nuevo puesta a prueba, especialmente porque su condición es hoy más frágil que al empezar 2001.

Los mercados financieros acabaron bien el año 2001. Las cotizaciones de las acciones se recuperaron notablemente respecto a sus bajas cotas de finales de septiembre. En los mercados de bonos se redujeron los *spreads* entre los rendimientos de los bonos de las empresas, los de alto rendimiento y los de países emergentes y los rendimientos de los bonos del Tesoro americano. La curva de rendimientos de estos últimos se ha hecho más inclinada y ha subido el dólar, lo que, unido a la reducción de los *spreads*, indica que los mercados financieros prevén una recuperación de la actividad económica en el año 2002 y mayores beneficios de las empresas. En los bonos de los países emergentes han disminuido notablemente los síntomas de contagio de la crisis argentina, lo que prueba que éste ha sido, hasta ahora, muy limitado, a diferencia de lo sucedido en casos anteriores. Esa inmunidad se ha debido a que los inversores han sido más cautelosos, a la falta del elemento sorpresa, ya que la crisis argentina se venía arrastrando desde hace tiempo y los mercados preveían la quiebra inevitable, a mejores políticas económicas de muchos países emergentes, en especial el establecimiento de tipos de cambio flexibles, y a ciertos factores técnicos como un menor apalancamiento y una notable reducción del porcentaje de bonos argentinos en los índices de los bonos de países emergentes. En consecuencia, las nuevas emisiones de deuda pública de países emergentes han aumentado desde noviembre y su auge continúa este año. Para confirmar la opinión de los inversores internacionales de que se ha reducido el riesgo de crédito de su deuda, los países emergentes deben reforzar sus políticas económicas sostenibles y consolidar las reformas estructurales realizadas en los últimos años.

Aunque las estadísticas más recientes refuerzan la creencia de que la economía se recuperará en 2002, no hay que descuidar la vigilancia. Según muchos participantes en el mercado, no es despreciable el riesgo de que la recuperación sea débil, con un crecimiento escaso, como el de 2001, que defraudaría las expectativas de los mercados financieros y aumentaría los desequilibrios y las debilidades subyacentes de los sistemas financieros. Es importante que en los próximos meses la recuperación de la actividad económica y de los beneficios de las empresas sea lo suficientemente fuerte para justificar las expectativas del mercado. Las consecuencias negativas de ese deterioro para la estabilidad de los mercados podrían verse agravadas por el actual nivel de apalancamiento financiero. El capítulo 3 del informe que se comenta señala, entre ellas,

en primer lugar, el efecto negativo que una caída del precio de los activos financieros y un deterioro de la calidad del crédito podrían tener sobre la confianza, aún débil, de consumidores, instituciones financieras y empresas, dado el aumento que la exposición al riesgo de los activos financieros ha experimentado en los últimos años en los grandes países industriales. Y, en segundo lugar, una recuperación débil presionaría sobre los beneficios de los bancos, a tenor de los elevados niveles de endeudamiento de familias y empresas en dichos países, en los que la carga del servicio de la deuda (pago de intereses y amortización) es alta respecto a los ingresos corrientes, a pesar de unos tipos de interés cíclicamente bajos. En suma, una caída de los mercados financieros podría poner en peligro la incipiente recuperación e impedir su consolidación.

Preocupa la situación de algunas instituciones financieras de los grandes países industriales, debilitadas por los acontecimientos del año 2001. La resistencia a *shocks* del sistema financiero internacional que hemos mencionado más arriba se debe, en gran medida, a la solidez de los sistemas financieros y bancarios de los países clave, en especial EE.UU., que han aumentado la fortaleza de su capital gracias a sus mayores beneficios durante la expansión de los años noventa, a una consolidación continuada y a mejoras en la tecnología operativa y en la evaluación de los riesgos. Sin embargo, el progreso no ha sido uniforme. Algunos bancos han retrasado su consolidación y reestructuración y siguen sufriendo de exceso de capacidad, de una competencia muy fuerte y, a veces, de bajos beneficios en sus mercados nacionales, y esto incluso antes de la desaceleración sincronizada del crecimiento económico mundial. Otras instituciones financieras pueden sufrir pérdidas adicionales como consecuencia de la diversificación de sus actividades tanto desde un punto de vista geográfico, con la entrada en mercados financieros de países emergentes, como operativo, dedicándose a nuevas actividades, como préstamos a las empresas de telecomunicaciones, y entrando en el negocio de derivados. Un buen ejemplo de la delicada situación de algunos sistemas bancarios lo constituye Japón, donde el alto nivel de morosos e incobrables, unido a un largo periodo de deflación, ha debilitado notablemente la situación de muchos bancos, cuyos *ratings* han sido rebajados por las agencias de calificación como S&P. Si el mercado financiero japonés se sigue deteriorando aumentarán las dificultades de sus ya débiles instituciones financieras, cuyas perspectivas de ingresos empeoran sin que puedan reducir sus costes, que han aumentado debido a nuevas provisiones por morosos e incobrables. Probablemente esta situación acelerará el proceso de consolidación del sector financiero japonés.

El deterioro de la calidad del crédito puede continuar algún tiempo después de que comience la recuperación de la economía, al ser un indicador retardado de la evolución económica, y representa un serio reto para el mercado de transferencias de riesgos, que ha crecido muy deprisa en los últimos años. En principio, la proliferación de instrumentos de transferencia del riesgo de crédito, tales como *swaps*, derivados y obligaciones de deuda garantizadas (*collateralized debt obligations*), supone una evolución positiva, ya que permite a los bancos sacar de sus balances riesgos de

crédito distribuyéndolos más ampliamente entre los participantes en el mercado. No obstante, están apareciendo varias áreas de riesgo. En primer lugar, en la medida en que el "arbitraje regulatorio" determina el crecimiento del mercado, los bancos pueden verse inclinados a originar más volumen de crédito y transferir el riesgo del mismo a entidades menos reguladas o sin regulación alguna, especialmente respecto al requisito de capital mínimo, tales como compañías de seguros y, en menor grado, fondos de inversión. Los bancos, que en gran medida han sustituido los riesgos de crédito tradicionales por riesgo de contraparte, cuando el crédito se declara fallido, dependen de sus contrapartes para reducir su exposición y, como ha demostrado la experiencia, en muchas ocasiones éstas no funcionan como se esperaba. En segundo lugar, el número de participantes importantes no tradicionales en el mercado ha aumentado, incluyendo empresas industriales con una filial financiera activa. Como la regulación financiera de estas últimas es más ligera, o incluso inexistente, la publicación de sus balances y actividades es menos adecuada que la de las instituciones financieras tradicionales, mucho más reguladas. De ello resulta una falta de información y transparencia sobre la evolución global del mercado y sobre la distribución y concentración del riesgo en el sistema financiero. Esto hace que los participantes en el mercado encuentren dificultades para juzgar acertadamente la fiabilidad crediticia de las empresas e instituciones con que negocian. En tercer lugar, los instrumentos y transacciones de transmisión del riesgo son cada vez más complejos, de modo que cuando un crédito presenta problemas de pago no está claro que los contratos vayan a ser ejecutados automáticamente de forma que los vendedores del riesgo reciban con un alto grado de certidumbre la protección que esperaban. Esto puede deberse a que, por una inevitable falta de experiencia, los nuevos instrumentos financieros tengan problemas respecto a la documentación legal necesaria. El colapso de Enron y los eventos que le han seguido ilustran las tres áreas de riesgo recién descritas. En consecuencia, parece necesario revisar y en su caso mejorar los sistemas de regulación en los países industriales para que satisfagan las necesidades regulatorias derivadas del proceso de modernización y globalización financieras en curso.

El lento crecimiento de la economía mundial en el último año y las crisis argentina y turca han puesto de relieve la necesidad de desarrollar y mejorar los modelos de predicción de crisis futuras, muy útiles para la comunidad financiera internacional. El capítulo 4 del informe examina la actuación y los resultados de los modelos existentes, que en su mayoría se refieren a la evolución de los tipos de cambio. Sería conveniente crear nuevos modelos aplicables a las crisis bancarias y de deuda extranjera, además de perfeccionar los ya existentes. De ese modo se podrían examinar las conexiones entre los diferentes tipos de crisis y los contagios de un país a otro, lo que permitiría completar y utilizar mejor la información contenida en los precios de los activos financieros. El capítulo propone un programa de investigación en esta área a realizar en el futuro inmediato. Reconoce también que los modelos no son infalibles ni mucho menos. Aquí nos encontramos ante un dilema: los modelos que siempre o casi siempre prevén crisis futuras sólo lo consiguen a costa de

anunciar con cierta frecuencia crisis que luego no ocurren. Por este motivo el informe es más bien cauto: "los pronósticos de los modelos actuales a veces no se cumplen, pero constituyen un método objetivo, consistente y sistemático para prever crisis que evita el sesgo de los analistas. Son simplemente uno de los muchos datos en los que se basa el sistema de vigilancia del FMI y, lo mismo que los modelos de gestión de riesgo, no pueden reemplazar el buen sentido y el buen juicio para evaluar las debilidades de los sistemas e instituciones financieras".

El capítulo 5 examina el papel de los instrumentos de deuda alternativos, distintos de las emisiones regulares de deuda y de los bonos sin cláusulas o condiciones especiales (los llamados *plain vanilla bonds*). Esos instrumentos alternativos permiten a los gobiernos de los países emergentes tener acceso a los mercados globales en los casos en que los instrumentos corrientes no tendrían aceptación. Su empleo crece en periodos de tensiones financieras, que hacen que disminuya el deseo de los inversores de comprar deuda de los países emergentes y que aumente el coste de los préstamos. En esas circunstancias los gobiernos de los países emergentes a menudo ajustan sus estrategias de gestión de la deuda y utilizan instrumentos de deuda con nuevas características, tales como aumentos de deuda (*debt augmentations*), instrumentos de tiempo variable (*time varying instruments*), instrumentos variables según el país (*state contingent instruments*), notas estructuradas (*structured notes*), y préstamos con servicio de la deuda garantizado por un flujo de ingresos del prestatario (*collateralized borrowings*). El mencionado capítulo evalúa todos ellos y realiza un análisis comparativo de sus beneficios y costes, incluyendo el riesgo que a veces suponen de fijar sin posibilidad de rebaja unos costes de servicio de la deuda altos, produciendo una estructura de deuda inflexible y aumentando las dificultades de los mercados para fijar el precio de esos instrumentos.

2. Informe trimestral de la Comisión Europea sobre la economía de la Eurozona

Se trata del primer número, cerrado el 22 de marzo, de este informe trimestral que la Comisión Europea ha acordado publicar. Es bastante optimista: "La economía de la Eurozona parece que está empezando a recuperarse de su fuerte desaceleración en 2001". Empieza reconociendo que la economía americana mejora, lo que favorecerá la recuperación en los demás países, y que, en realidad, EE.UU. no llegó a entrar en recesión (definida como una caída del PIB en 2 trimestres consecutivos), ya que en el último trimestre de 2001, después de los atentados del 11 de septiembre, el PIB aumentó un 0,3 por 100 y en el primero de 2002 lo ha hecho aún más. Muchos indicadores económicos americanos apuntan hacia arriba: la producción industrial inició su recuperación en enero y siguió subiendo en febrero, después de bajar en 15 de los 16 meses anteriores, y, según los últimos datos, la productividad del sector no agrícola experimentó un importante aumento del 5,2 por 100 el último trimestre de 2001. No obstante, algunos índices resultan poco alentadores: el índice de sentimiento de los consumidores bajó en

febrero y las ventas al por menor subieron menos de lo que se esperaba, lo que parece indicar que el sorprendente crecimiento del consumo en los meses anteriores a pesar de la recesión parece que se está desacelerando. Igualmente, la situación financiera de muchas empresas es preocupante. Los *spreads* (diferencias entre los rendimientos de los bonos de las empresas según la confianza que inspiran) siguen siendo muy amplios, lo que parece indicar que el mercado no se fía: la carga del servicio de su deuda ha subido, pasando de un valor cercano al 30 por 100 del *cash flow* antes de pagar intereses, impuestos y depreciación, a un 110 por 100 en el tercer trimestre de 2001, reflejando un rápido deterioro de los beneficios. La estructura de la deuda es otro punto débil: la emisión de bonos convertibles ha aumentado enormemente en los últimos años. Además, la quiebra de Enron ha hecho que los inversores desconfíen de las cuentas de las empresas, tanto más cuanto que las de Enron estaban auditadas por una auditoría de prestigio mundial como Anderson. En resumen, la situación mejora pero ciertos peligros subsisten.

Algunos observadores temen que la presente recuperación esté seguida de un nuevo descenso antes de confirmarse definitivamente, lo que los economistas llaman "recesión con doble descenso" (*double dip recession*). Ese tipo de recesiones ha sido muy frecuente en EE.UU. en los últimos 40 años; donde cuatro de las últimas seis recesiones vividas han respondido a este patrón de comportamiento, siendo las únicas excepciones las de 1980 y 1990-91. La explicación comúnmente admitida es una combinación de volatilidad en los inventarios con la tendencia de los productores a ser demasiado optimistas: fuertes reducciones de inventarios en la primera fase de la recesión y la creencia de los productores y distribuidores en una recuperación inminente hacen que éstos aumenten los inventarios demasiado deprisa y no puedan venderlos con la rapidez que esperaban porque la demanda no se ha recuperado lo suficiente. El resultado es una nueva caída de la actividad económica. Los datos disponibles hasta ahora parecen ajustarse bastante bien a esta hipótesis. Sin embargo, sería aventurado creer que va a realizarse, primero porque, gracias a las fuertes disminuciones experimentadas por el nivel de los inventarios antes de la recesión, la ratio inventarios/ventas es históricamente baja, lo que hace poco probable una fuerte caída adicional de aquéllos si las ventas son menores de lo esperado; y segundo, porque la confianza de los consumidores subió notablemente a finales de 2001, lo que hace igualmente poco probable una reducción en el consumo en los meses que vienen. En suma, no se debe dar por seguro que la actual recesión sea de descenso doble.

Respecto a Japón, el informe constata que su PIB ha bajado durante los 3 últimos trimestres de 2001, que las inversiones se han hundido y que el consumo privado baja lo mismo que las exportaciones como consecuencia de la débil coyuntura mundial. A pesar de una política monetaria muy permisiva continúa la deflación de precios. El índice bursátil ha bajado casi un 40 por 100 desde el inicio de 2001, amenazando gravemente la solvencia de los bancos, cuyos recursos propios están en gran parte invertidos en acciones y bonos. Según cifras oficiales los morosos e incobrables

de los bancos ascienden al 7 por 100 del PIB, pero todos los observadores estiman que esta cifra se sitúa en realidad en niveles muy superiores. Al flaquear la demanda de crédito los bancos han comprado bonos del gobierno japonés cuyo valor podría muy bien bajar si suben los tipos de interés a largo plazo, algo muy posible si las autoridades monetarias deciden aumentar mucho la cantidad de dinero para acabar con la deflación. La calificación de los bonos japoneses por las agencias internacionales de calificación de crédito es una de las más bajas de la OCDE y según las propias agencias puede seguir bajando.

En Latinoamérica la crisis argentina no ha provocado un contagio generalizado por lo que parece poco probable que tenga lugar una crisis global en la zona como ocurrió en Extremo Oriente en 1997-98. Sólo Uruguay y Paraguay, muy ligados económicamente a Argentina, se han visto seriamente afectados.

Entre los factores que explican la debilidad económica de la Eurozona en 2001 se encuentran el aumento temporal de la inflación causado por la subida de precios de la alimentación, los efectos retardados de la subida de precios del petróleo, la crisis del sector informático y de telecomunicaciones y el colapso del comercio mundial. El PIB de la Eurozona bajó un 0,2 por 100 en el último trimestre de 2001, por primera vez desde 1993, debido sobre todo a la menor formación de capital fijo y a una caída de los inventarios. El consumo privado subió algo pero no lo suficiente para compensar la baja de los dos factores anteriores. Las importaciones crecieron menos que las exportaciones, mejorando, pues, la balanza de pagos. La causa principal de la debilidad económica durante los últimos meses de 2001 fue la desaceleración del sector manufacturero, con una caída de la producción industrial durante los meses de septiembre, octubre y noviembre; en diciembre aumentó aunque muy débilmente. Sin embargo, los principales indicadores (en especial las expectativas de empresarios y consumidores) apuntan a una mejoría, aunque continúan por debajo de su nivel a largo plazo, y se prevé una recuperación gradual de la economía de la Eurozona a lo largo de 2002.

No parece que la demanda de consumo vaya a ser por ahora el principal motor de crecimiento de la Eurozona, lo que hace pensar que la recuperación, como ya se ha comentado, sólo será gradual. Dado que las perspectivas de empleo no han mejorado gran cosa, es poco probable que los consumidores estén dispuestos a hacer compras importantes de bienes duraderos. Por ello la confianza en el sector de ventas al por menor sigue bajando y en el sector servicios sube poco. En suma, se estima que la Eurozona ha evitado una recesión, pero la actividad económica subirá lentamente en la primera mitad de 2002 y sólo se acelerará en la segunda mitad, impulsada por el sector exterior.

La recuperación en el mercado laboral siempre tiene lugar con cierto retraso después de la recuperación de la actividad económica. En la Eurozona se estima que el retraso es de dos o tres trimestres. Durante 2001 el crecimiento del empleo se fue desacelerando (1,9 por 100 en el primer trimestre, 1,6 en el segundo y 1,3 en el tercero) aunque sigue siendo superior al de

años anteriores, lo que parece indicar que la economía no va perdiendo vigor. Aunque el paro ha empezado a aumentar ligeramente en algunos estados miembros, en enero de 2002 estaba al mismo nivel que hace un año. Sin embargo, habida cuenta del mencionado retraso, no hay que excluir la posibilidad de un aumento del paro en los próximos dos meses.

La inflación experimentó inicialmente un repunte en mayo de 2001, hasta alcanzar el 3,4 por 100, pero en la segunda mitad del año descendió gradualmente, situándose en diciembre en un 2 por 100. En enero de 2002 repuntó de nuevo hasta un 2,7 por 100 debido a la subida de los precios de las frutas y verduras derivada del mal tiempo, a una subida de impuestos indirectos en algunos miembros, a un aumento de tarifas en servicios sanitarios, transportes, agua, y recogida de basuras, entre otros, y a una subida de los precios del petróleo. Sin embargo, la evolución de la inflación subyacente ha sido diferente, experimentando modestas subidas en enero y febrero, hasta un 2,6 por 100. Últimamente se ha ralentizado la caída de precios en los sectores en que ésta más se hacía notar, como los de telecomunicaciones e informática y los de alta productividad. Aunque los estudios de algunas asociaciones de consumidores y algunas encuestas periodísticas indicaban que la introducción del euro causó una notable subida en enero en los precios de algunos servicios como peluquería y restaurantes, las estadísticas más detalladas de Eurostat indican que, de la subida de 0,5 por 100 de la inflación en dicho mes, un 0,16 por 100, como máximo, podría deberse a dicha introducción, y el resto a las otras causas ya mencionadas. Hay que hacer notar también que el repunte de la inflación en ese mismo mes afectó a toda Europa, no sólo a la Eurozona. Por otra parte, la desaceleración de la economía mundial ha presionado a la baja los precios de los productos básicos, con consecuencias favorables para luchar contra la inflación, y debilitado el comercio mundial. También ha contribuido a limitar la inflación la persistente y fuerte baja de los precios del petróleo.

Un elemento clave en la evolución a medio plazo de la inflación son los salarios. A pesar de un notable repunte de los precios al consumo, de una disminución continuada del paro y de un aumento rápido del empleo, los aumentos de salarios fueron moderados en 2000. La debilitación de la actividad económica y la estabilización del paro hicieron que esa moderación continuase en 2001 a pesar del repunte de la inflación. Esta moderación podría reflejar la confianza de empresarios y trabajadores en que el Banco Central Europeo (BCE) evitará que la inflación aumente. Además, como la política y la moneda común en la Eurozona excluyen la posibilidad de una devaluación, los sindicatos obreros tienen en cuenta cada vez más el impacto sobre la competitividad de peticiones exageradas de aumento de salarios. El repunte de la inflación en enero se debió a factores coyunturales y por ello se estima que continuará bajando gracias a la normalización de los precios de los alimentos perecederos y a la desaceleración de los precios industriales. Respecto a la inflación subyacente, el efecto inflacionista de anteriores aumentos de precio de las importaciones empieza a disminuir. La desregulación y la mayor competencia en las telecomunicaciones y en la informática contribuirán también a limitar la inflación.

No hay que descartar, no obstante, el peligro de que la inflación aumente debido a una evolución desfavorable del tipo de cambio del euro, a un aumento del precio del petróleo y, sobre todo, a que la moderación salarial no continúe. Respecto a esta última, los acuerdos salariales de 2001 parecen confirmar que los aumentos acordados son compatibles con la estabilidad de precios. Se espera que las negociaciones esta primavera en Alemania resulten en aumentos salariales moderados, aunque hay recientes indicios de que pudiera no ser así.

¿Cuál ha sido la respuesta de la política económica ante la situación descrita? La política monetaria se fue suavizando gradualmente a lo largo de 2001, bajando el tipo de interés del 4,75 por 100 al 3,25, y no ha cambiado desde el 5 de diciembre pasado. Según los índices disponibles, el nivel actual de los tipos significa que la política monetaria es permisiva. La curva de rendimientos, que hace un año era casi plana, ha aumentado su pendiente. Los tipos a largo casi no han cambiado (experimentaron una considerable caída tras los atentados pero fue pronto corregida), de modo que el aumento de la pendiente se debe a una fuerte reducción de los tipos a corto.

En lo que respecta a la política fiscal, los déficit presupuestarios en la Eurozona aumentaron a lo largo de 2001 al actuar los estabilizadores automáticos como

consecuencia del menor crecimiento de la economía, pero los déficit ajustados cíclicamente prácticamente no cambiaron. En el año actual, en un ambiente de recuperación gradual de la actividad económica, se estima, basándose en los presupuestos y proyectos de presupuesto para 2002, que los déficit sin ajustar aumentarán, aunque los ajustados bajarán un poco gracias a menores pagos por el servicio de la deuda. Los últimos pronósticos apuntan a un endurecimiento moderado de la política fiscal en 2002, que reducirá el déficit y hará que el balance primario (sin incluir los pagos por el servicio de la deuda) cíclicamente ajustado mejore un 0,6 por 100 en 2002. Aun con esa mejora, las consecuencias favorables para la economía de la política fiscal serán muy modestas en los próximos años. El equilibrio presupuestario sólo se conseguirá en 2004, con un año de retraso sobre lo previsto. Excluyendo los ingresos por venta de licencias para la tercera generación de teléfonos móviles, habrá un pequeño déficit, un 1,3 por 100 del PIB, en 2001, que se transformará en un muy pequeño superávit de 0,1 por 100 en 2002.

En resumen, como dice Pedro Solbes al presentar el informe, "parece que la Eurozona está a punto de empezar su recuperación después de que la rápida desaceleración de 2001 interrumpiese un largo periodo de fuerte actividad económica".