

# Punto de Vista

---

## SUPERANDO LA RECESIÓN

---

Ángel Laborda(\*)

Los negros augurios que mostraban las previsiones económicas internacionales tras los sucesos del 11-S no se están cumpliendo, poniendo de manifiesto una vez más la escasa validez predictiva de los modelos en situaciones de cambio cíclico, especialmente si van acompañados de factores extraordinarios. Ello ha desatado una ola de euforia en muchos analistas económicos, que les ha llevado a cambiar bruscamente sus previsiones, al menos las relativas a los EE.UU., dando por terminada la etapa de recesión y augurando la vuelta a las tasas de crecimiento observadas en la segunda mitad de los años noventa. Sin embargo, el panorama no aparece despejado y los mercados financieros, si bien se recuperaron rápidamente de las caídas sufridas tras el 11-S, no parecen asumir en los meses más recientes una clara y pronta recuperación económica. En Europa los acontecimientos se están desarrollando de forma más estable y predecible. La recuperación de la economía norteamericana se ve como un factor importante y positivo, pero cada vez se asume con más convicción que las fuerzas que deben conducirla a tasas de crecimiento en línea con el potencial son de origen interno, lo que es especialmente extensible a la economía española. En las siguientes líneas se repasa brevemente la evolución reciente de las economías internacional y nacional y se comentan las previsiones a corto plazo para esta última.

### Contexto internacional

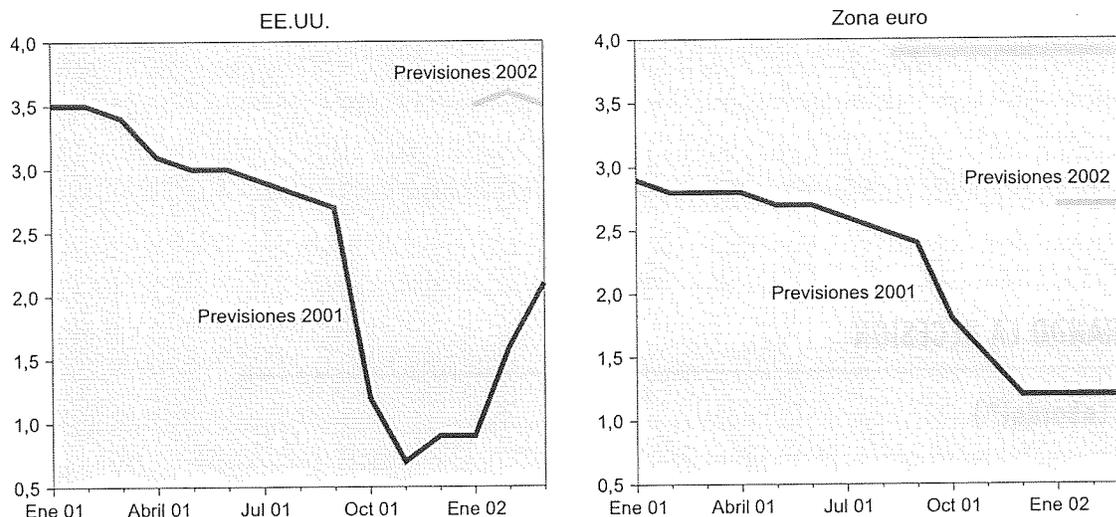
---

La información de los indicadores de coyun-

tura proveniente de los Estados Unidos en los últimos meses ha sorprendido positivamente incluso a los más optimistas. El PIB del cuarto trimestre del pasado año, en vez de disminuir por segundo trimestre consecutivo, como apuntaban todas las previsiones, aumentó un 1,7 por 100 en tasa trimestral anualizada, aunque con una composición por agregados muy diferenciada. El consumo privado aumentó un 6,1 por 100 y el gasto público en consumo e inversión, un 10,2 por 100, mientras que la inversión en capital fijo disminuía un 11,4 por 100 y las existencias –variable que, como es usual en los ciclos de la economía norteamericana, está jugando un papel importante en la determinación del actual– detrajeron 2,2 puntos porcentuales (pp) al crecimiento del PIB. Las exportaciones netas también contribuyeron negativamente con –0,1 pp, repitiéndose las fuertes tasas negativas de las exportaciones e importaciones. Dejando aparte el gasto público, en buena medida explicado por los gastos extraordinarios en seguridad tras el 11-S, lo más sorprendente es el comportamiento del consumo privado, que en buena medida se explica por factores extraordinarios, fundamentalmente las ofertas realizadas por las empresas para adquisición de bienes de consumo duradero con financiación a interés cero.

Los últimos datos apuntan a que la recuperación norteamericana ha proseguido con fuerza en el primer trimestre de este año. El consumo se ha moderado, pero mantiene tasas del orden del 3 por 100 anual, y las existencias podrían in-

GRÁFICO 1  
PREVISIONES DE CRECIMIENTO MEDIO ANUAL PARA 2002-2003 (Valores de consenso)



Fuente: Consensus Forecasts.

vertir su aportación de negativa a positiva. No obstante, las condiciones financieras de los agentes económicos son frágiles y hacen surgir muchas dudas sobre la consolidación de la recuperación a corto plazo. La idea de una recesión, que daría lugar a un perfil en W, típico de la mayoría de situaciones cíclicas anteriores similares, o de un crecimiento lento durante unos cuantos trimestres, adquiere cada vez más fuerza entre los analistas. Las familias han aumentado su consumo en base a los ingresos extraordinarios que les supuso la devolución de impuestos durante el tercer trimestre del pasado año y a una caída de la tasa de ahorro al 0,4 por 100 de la renta disponible, pero es difícil que puedan mantener este ritmo de consumo teniendo en cuenta su elevado endeudamiento, que alcanza los altos niveles de finales de los noventa y que ha seguido aumentando recientemente. Tampoco va a ayudar el efecto riqueza, dadas las correcciones en las cotizaciones bursátiles y la tendencia poco clara de las mismas. De hecho, los indicadores de confianza de los consumidores, que se habían recuperado rápidamente tras el 11-S, han vuelto a caer en los meses más recientes. Más comprometida es aún la situación de las empresas. Se enfrentan a una sobreinversión y exceso de capacidad instalada, a nivel de endeudamiento en máximos históricos (que podría ser mayor incluso que las cifras publicadas si se contabilizasen como tal

las emisiones de bonos convertibles en acciones) y elevadas cargas financieras (la ratio del servicio de la deuda respecto al *cash flow* pasó del 30 por 100 a comienzos de 2000 al 110 por 100 en el tercer trimestre de 2001), todo lo cual ha llevado a un deterioro profundo de los beneficios. En este contexto difícilmente puede asumirse una recuperación de la inversión a corto plazo. La respuesta de las empresas ha sido un ajuste del empleo, habiéndose reducido éste un 0,8 por 100 (1,6 por 100 a tasa anualizada) entre el tercer trimestre de 2001 y el primero de 2002, lo que se ha traducido en un fuerte avance de la productividad. Es posible que el ajuste del empleo no esté terminado, lo que constituye otro factor de incertidumbre sobre la evolución del consumo familiar en los próximos trimestres.

En todo caso, la recuperación del PIB en el cuarto trimestre del pasado año y el primero del actual, en el que las previsiones apuntan a una tasa anualizada entre el 3 y el 6 por 100, aseguran un crecimiento medio de la economía americana para el conjunto del año en curso superior al 1,2 por 100 del año anterior. Como se ve en el gráfico 1, el consenso de previsiones para 2002 ha sufrido cambios bruscos en los seis últimos meses, disminuyendo del 2,7 por 100 en septiembre al 0,7 por 100 en noviembre y aumentando de nuevo al 2,1 por 100 en

marzo. Para 2003 se baraja una tasa del orden del 3,5 por 100.

También las previsiones de crecimiento del PIB en 2002 para Europa se deterioraron tras el 11-S, pero en menor medida, del 2,4 por 100 al 1,2 por 100 entre septiembre y diciembre. No obstante, al contrario que en los EE.UU., no se han producido cambios desde entonces, lo que refleja el consenso de los analistas de que el ciclo europeo va más retrasado que el americano y que la capacidad de reacción de las economías europeas es mucho menor, dada su tradicional rigidez.

En efecto, el PIB de la UE disminuyó en el cuarto trimestre del pasado año un 0,5 por 100 en tasa trimestral anualizada, produciéndose la mayor caída en la principal economía de la zona, Alemania. Este retroceso fue debido fundamentalmente a la debilidad de la demanda interna y no tanto al impacto de la recesión del comercio internacional sobre el saldo exterior, dado que la caída de las exportaciones fue menor que la de las importaciones. El escaso crecimiento del consumo privado no pudo compensar la caída de la inversión en capital fijo y en existencias. Desde el punto de vista de la oferta, la recesión se cebó en el sector industrial manufacturero, aunque también los servicios se ralentizaron. Como nota positiva, hay que destacar que, al contrario que en otros episodios de recesión, el empleo no se ha deteriorado excesivamente y la tasa de paro se ha mantenido estable en los últimos meses hasta marzo.

Aunque no se dispone de información estadística tan abundante y actualizada como en los EE.UU., los últimos datos de las economías europeas parecen indicar que el punto mínimo en cuanto a crecimiento se registró en el último trimestre del pasado año. En los primeros meses de este año se observa una cierta recuperación de la producción y de los indicadores de confianza del sector industrial. En menor medida se recupera, sin embargo, la confianza de los consumidores y de los comerciantes al por menor, lo que hace prever un lento avance del consumo, al contrario de lo que sucede en los EE.UU. Por ello, no se espera la vuelta a tasas de crecimiento trimestral en línea con el potencial a largo plazo (2,5 por 100) hasta la segunda mitad del año. Para el conjunto del mismo, el consenso de previsiones apunta a un 1,2 por 100, recuperándose esta tasa hasta el 2,7 por 100 durante el próximo año. Un factor que po-

dría dañar la fortaleza de la recuperación es la nueva escalada del precio del petróleo, que, de mantenerse a los precios actuales, impediría la reducción de la inflación y dañaría las rentas de los consumidores y de las empresas.

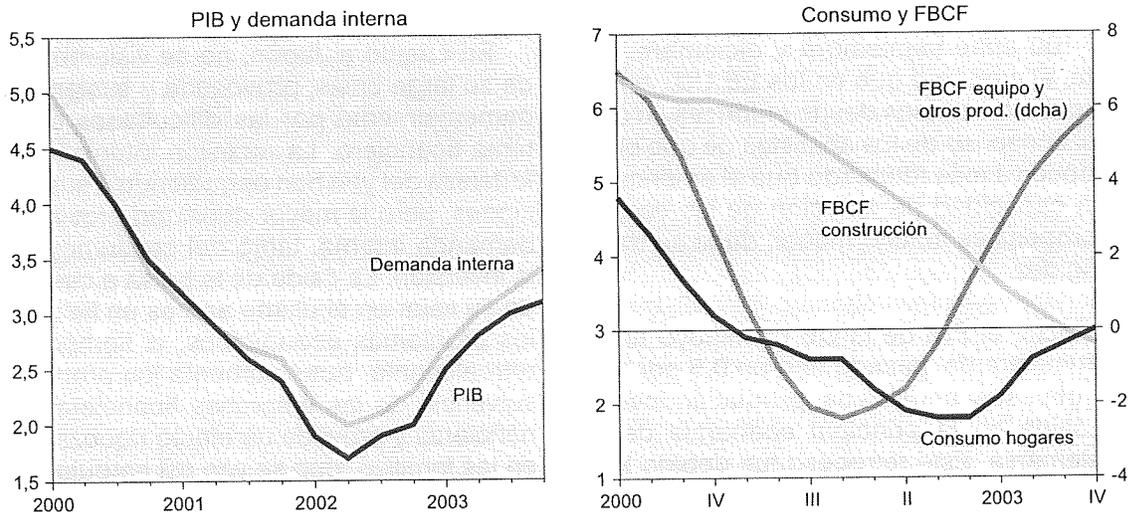
En cuanto a Japón, no se vislumbra el final de su larga crisis, provocada y sustentada fundamentalmente por las dificultades en su sistema financiero. La recesión internacional y la fortaleza del yen han perjudicado a sus exportaciones, pero la mayor debilidad proviene de su demanda interna, tanto del consumo como de la inversión. La caída de la bolsa a casi la mitad de su valor en el último año es un fiel reflejo de los problemas económicos, al tiempo que los retroalimenta, pues aumenta los problemas de solvencia de las empresas financieras y no financieras y provoca un efecto riqueza negativo en las familias, que se ven así empujadas a aumentar su ahorro y reducir su consumo. Para este año, las mejores previsiones apuntan a una caída del PIB del orden del 1 por 100.

Por último, por lo que respecta al contexto internacional, otro foco de especial importancia para la economía española es la crisis argentina. Como aspecto positivo, hay que señalar que, al contrario que en otros episodios de este tipo, no se está produciendo un contagio generalizado al resto de economías de la zona. Pero, la solución a la misma está siendo complicada y dolorosa debido, entre otros muchos otros factores, a que su ámbito y naturaleza desborda lo económico y es esencialmente político, observándose una falta de consenso entre los dirigentes y los distintos grupos sociales sobre las vías de solución, lo que provoca la cautela y la indisposición de la comunidad internacional a prestar ayuda. El impacto sobre las grandes empresas españolas allí instaladas está siendo importante, minorando sus resultados y provocando caídas en sus cotizaciones bursátiles, todo lo cual acabará afectando negativamente a la capacidad de consumo y de inversión de los agentes económicos españoles.

### **Tendencias recientes de la economía española**

La economía española también acusó en el último trimestre del pasado año el debilitamiento general de las economías europeas, al crecer sólo un 0,7 por 100 en tasa trimestral anualizada, si bien estas tasas, en su primera estimación suelen ser muy provisionales, pu-

**GRÁFICO 2**  
**PIB Y AGREGADOS: EVOLUCIÓN RECIENTE Y PREVISIONES PARA 2002-2003. Perfil trimestral**  
**Variación interanual en porcentaje, a partir de las series de ciclo-tendencia**



Fuente: INE hasta IV T. 2001; previsiones FUNCAS para 2002-2003.

diendo cambiar notablemente en las siguientes. La tasa interanual, más estable, se situó en el 2,3 por 100, algunas décimas por encima de nuestras previsiones, si bien las mismas partían de una cifra inicial en el tercer trimestre que ha sido revisada notablemente al alza en la última estimación. En todo caso, esta cifra supone una fuerte desaceleración respecto al trimestre anterior. El crecimiento medio anual alcanzó el 2,8 por 100, bastante por debajo del 4,1 por 100 del año 2000 y también de las previsiones realizadas en el otoño de ese año, que se situaban en torno al 3,5 por 100.

Como se ve en el gráfico 2, la desaceleración del crecimiento del PIB se inició ya en el año 2000, de la mano de la demanda interna. El consumo acabó acusando la pérdida de poder adquisitivo que supuso la subida de los precios de la energía desde mediados de 1999, al tiempo que se agotaban algunas de las fuerzas que lo impulsaron en años anteriores, fundamentalmente la reducción de los tipos de interés reales y del impuesto sobre la renta personal. No obstante, en los meses finales de 2001 volvió a repuntar con fuerza, especialmente por lo que respecta a los bienes de consumo duradero y suntuario, fenómeno que puede relacionarse con el efecto euro. El otro componente principal del gasto de las familias, la inversión en vivienda, mantuvo tasas elevadas, aunque en ligera desa-

celeración, y también se vio estimulado en la segunda mitad del año por dicho efecto, posiblemente en mayor cuantía que el consumo. Aunque en desaceleración, el ritmo de crecimiento del gasto en consumo volvió a superar al de la renta disponible de las familias, produciéndose una nueva caída de la tasa de ahorro hasta mínimos históricos. Por otro lado, este ahorro apenas fue suficiente para financiar la compra de viviendas y otras inversiones, con lo que el tradicional excedente que las familias destinan a financiar a otros sectores adquiriendo activos financieros se redujo prácticamente a cero.

Las empresas, por su parte, acusaron mucho más que las familias el deterioro del contexto internacional y de las expectativas. Según los datos de la Central de Balances Trimestral del Banco de España, la desaceleración del crecimiento del valor añadido fue acompañada de un repunte de los costes laborales por trabajador y de un fuerte crecimiento de la carga financiera, como consecuencia del aumento del endeudamiento en los últimos años, lo que se tradujo en una moderación de los resultados ordinarios. Aunque las ratios de rentabilidad permanecieron en niveles elevados y por encima del coste de la financiación recibida, todo ello, unido a la desaceleración de la demanda, al empeoramiento de las expectativas y a la dis-

minución de la utilización de la capacidad productiva instalada, se tradujo en la reducción de las inversiones, especialmente en equipo. No obstante, los resultados de las empresas fueron muy desiguales según sectores, siendo las de los sectores exportadores las más afectadas por la recesión internacional.

Los indicadores de producción y demanda de los primeros meses del año en curso insisten en general en la tendencia de desaceleración. Entre los agregados de la demanda, el que más se ha debilitado es el consumo, como era de esperar, al desaparecer el efecto euro. Las ventas de automóviles de turismo han caído cerca de un 8 por 100 en el primer trimestre, frente a un crecimiento del 5,4 por 100 en el trimestre anterior, lo que por sí solo supone una desaceleración del consumo total de unos 0,7 pp. En esta misma línea, el indicador de confianza de los consumidores ha seguido empeorando, especialmente en su componente de conveniencia de compras importantes, y el nivel de la cartera de pedidos interiores de bienes de consumo ha descendido fuertemente. Sin embargo, aparentemente en sentido contrario, la producción industrial de bienes de consumo se ha recuperado notablemente, lo que sólo sería coherente con la moderación de la demanda interna final si han aumentado las existencias o se han recuperado las exportaciones, cosa esta última poco probable. Entre los indicadores de inversión en equipo, el nivel de la cartera de pedidos interiores continúa su tendencia a la baja y las ventas de vehículos de carga han vuelto a registrar tasas negativas importantes en enero y febrero tras el repunte del cuarto trimestre, probablemente asociado también al efecto euro. La producción industrial de bienes de equipo ha mantenido en estos mismos meses tasas negativas del orden del 10 por 100, similares a la del cuarto trimestre del pasado año. Sólo los indicadores de construcción muestran un repunte, recogiendo el impulso en la iniciación de viviendas en la segunda mitad del pasado año, el aumento de la licitación de obras públicas y la buena climatología del pasado invierno.

Desde la óptica de la producción, el índice de producción industrial ha registrado un crecimiento medio nulo en los dos primeros meses del año, mejor que la caída del 3,2 por 100 del cuarto trimestre de 2001, lo que no ha impedido que sigan empeorando los indicadores de empleo y paro en el sector. También ha seguido empeorando el indicador de confianza indus-

trial, sobre todo sus componentes de cartera de pedidos y nivel de existencias han cambiado de signo. Los indicadores de servicios continúan desacelerándose en su conjunto, manteniendo los de los sectores de viajes y turismo las tasas negativas en que cayeron tras el 11-S.

En resumen, procesando en conjunto toda la información disponible, se concluye que el ritmo de crecimiento de la economía española ha seguido desacelerándose durante el primer trimestre, situándose la tasa interanual del PIB en torno o ligeramente por debajo del 2 por 100. Esta desaceleración habría provenido fundamentalmente de la moderación de la demanda interna y del mantenimiento de la aportación negativa del saldo exterior en niveles similares a los del cuarto trimestre del pasado año.

La creación de empleo también se desaceleró a lo largo del pasado año, pero en menos proporción que el PIB, lo que redujo aún más, hasta el 0,3 por 100, el ya bajo crecimiento de la productividad aparente registrado en los años anteriores. El mayor crecimiento del empleo se produjo en los sectores de la construcción y del comercio, los más abrigados a la competencia internacional y los que ocupan a personas de más baja cualificación. Teniendo en cuenta que estas personas suelen tener una alta propensión al consumo, se explica que éste se haya mantenido fuerte, al margen del efecto euro señalado. La desaceleración del ritmo de creación de empleo se tradujo en una ralentización en el descenso de la tasa de paro hasta estabilizarse en el cuarto trimestre en el nivel del tercero, un 12,8 por 100 en términos desestacionalizados.

Los datos disponibles sobre el mercado laboral en los primeros meses del año en curso muestran las mismas tendencias descritas para 2001, lo que es coherente con la evolución de los indicadores de demanda y actividad comentados. La afiliación a la Seguridad Social ha aumentado en el primer trimestre un 3 por 100 en tasa interanual, tres décimas menos que en el trimestre anterior, y el paro registrado en las oficinas públicas de empleo, un 3,5 por 100, frente al 1 por 100 en el trimestre anterior.

### **Perspectivas a corto plazo**

A partir del contexto internacional y de la evolución reciente de la economía española, las previsiones mantienen la tendencia de desaceleración del crecimiento interanual del PIB hasta

CUADRO 1  
PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA, 2002-2003  
Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Cont. Nacional		Previsiones FUNCAS		Variación respecto a prev. anteriores(1)
	2000	2001	2002	2003	2002
<b>I. PIB Y AGREGADOS, precios constantes</b>					
Gasto en consumo final nacional.....	4,0	2,8	2,2	2,7	0,2
– Hogares e ISFLSH .....	4,0	2,7	1,9	2,6	0,2
– Administraciones públicas.....	4,0	3,1	3,0	3,0	0,0
Formación bruta de capital fijo.....	5,7	2,5	2,1	3,8	0,6
– Equipo .....	4,8	-2,2	-1,7	4,2	–
– Construcción.....	6,2	5,7	4,5	3,2	0,4
– Otros productos .....	5,7	0,8	1,1	5,0	–
Variac. existencias (contrib. al crec. del PIB).....	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0
Demanda nacional.....	4,2	2,8	2,2	3,1	0,3
Exportación bienes y servicios.....	9,6	3,4	2,3	5,8	0,3
Importación bienes y servicios.....	9,8	3,7	3,1	6,2	0,4
Saldo exterior (contrib. al crec. del PIB).....	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	0,0
PIB, pm.....	4,1	2,8	1,9	2,9	0,2
PIB precios corrientes: – millardos de euros .....	608,8	650,2	683,1	723,4	–
– porcentaje variación .....	7,7	6,8	5,1	5,9	0,1
<b>II. INFLACIÓN, EMPLEO Y PARO</b>					
Deflactor del PIB.....	3,4	3,9	3,1	2,9	-0,1
IPC (media anual).....	3,4	3,6	3,1	3,0	0,5
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.).....	3,1	2,4	1,3	2,0	0,6
Productividad por p.t.e.t.c.....	1,0	0,3	0,6	0,9	-0,4
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.).....	3,4	4,3	3,5	3,4	0,1
Coste laboral por unidad producida (CLU).....	2,4	4,0	2,9	2,5	0,5
Tasa de paro (EPA) .....	14,1	13,0	12,8	11,8	-0,4
<b>III. EQUILIBRIOS FINANCIEROS (PORCENTAJE DEL PIB)</b>					
Tasa de ahorro nacional.....	22,3	22,5	22,5	22,6	-0,2
– del cual, ahorro privado.....	18,8	18,6	18,7	19,0	-0,6
Tasa de inversión nacional.....	25,6	25,5	25,3	25,3	0,3
– de la cual, inversión privada.....	22,4	22,2	21,9	21,9	0,2
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo.....	-3,4	-3,0	-2,8	-2,7	-0,5
Cap (+) o nec (-) de financiación de la nación.....	-2,5	-1,9	-1,8	-1,7	-0,4
– Sector privado.....	-2,1	-1,8	-1,5	-1,2	-0,4
– Sector público (déficit AAPP).....	-0,3	0,0	-0,3	-0,5	0,0

(1) Variación en puntos porcentuales entre las previsiones actuales y las publicadas en Cuadernos n.º 166, enero-febrero 2002.  
Fuentes: Hasta 2001, INE, IGAE y BE. Para 2002 y 2003, previsiones FUNCAS.

el segundo trimestre, tras del cual se iniciaría una ligera recuperación, tal como se muestra en el gráfico 2. La media anual para el año en curso se sitúa en torno al 2 por 100. Una recuperación más rápida y más fuerte sólo cabría contemplarla si se produjera una evolución también de esta naturaleza de la economía y del comercio internacionales, lo que no nos parece muy probable en función del análisis y de las incertidumbres señaladas anteriormente para las tres grandes áreas mundiales. Habrá que esperar, por tanto, a 2003 para observar tasas cercanas al crecimiento tendencial a largo plazo.

La composición del crecimiento del PIB por agregados de la demanda se recoge en el cua-

dro 1. Por lo que respecta a la demanda interna, ninguno de sus agregados está en condiciones de provocar un cambio de tendencia en el conjunto de la economía en los próximos meses. Como hemos comentado, las familias adelantaron parte de su gasto en consumo y compra de viviendas a los meses finales del pasado año, lo que se traducirá en una moderación en la primera mitad del actual. La desaceleración que muestra el empleo en la actualidad puede prolongarse en los próximos trimestres, dado el retardo que suele mostrar esta variable respecto a la producción, provocando la moderación de las rentas familiares. Hay que tener en cuenta, por otro lado, que las perspectivas para dos de los sectores más intensivos en trabajo, el tu-

rismo y la construcción, son mediocres en el primer caso y de desaceleración en el segundo. Además, la situación financiera de las familias hace pensar en una mayor propensión al ahorro, dado el deterioro y el bajo nivel alcanzado por éste y los compromisos y cargas financieras asumidos por la elevada inversión en compra de viviendas. El crecimiento medio anual previsto para el consumo se sitúa en el 1,9 por 100, frente al 2,7 por 100 en 2001. En 2003 se aceleraría al 2,6 por 100, estimulado por la nueva rebaja impositiva anunciada por el Gobierno.

Los mismos factores anteriores hacen pensar en una caída de la compra de viviendas, cuyo nivel ha superado ampliamente la tendencia a largo plazo. Por ello, se prevé también una desaceleración del gasto total en construcción durante este año y el próximo, aunque manteniendo tasas relativamente elevadas (4,5 y 3,2 por 100 para 2002 y 2003, respectivamente), dado el elevado crecimiento que se prevé para la obra civil pública.

Tampoco la inversión de las empresas parece que esté en condiciones de despegar con fuerza. A pesar de la sorprendente reacción de la economía norteamericana, las incertidumbres económicas y financieras a nivel internacional no se han despejado. Los beneficios continúan moderándose y el nivel de endeudamiento y de las cargas financieras empiezan a pesar, provocando la ralentización o posposición de nuevos proyectos de inversión. No obstante, el punto mínimo del ciclo inversor de las empresas posiblemente se ha situado en el cuarto trimestre del pasado año, esperándose que a lo largo de éste las tasas negativas vayan acercándose a cero. En 2003, como es usual en las fases de recuperación, este agregado pasaría a recobrar su dinamismo, con crecimientos cercanos al 5 por 100.

En conjunto, la tasa de crecimiento medio anual para la demanda interna se sitúa en el 2,2 por 100 en 2002 y en el 3,1 por 100 en 2003. La moderación prevista para 2002 mantendrá el crecimiento de las importaciones a un ritmo bajo, pero por encima del de las exportaciones, cuya recuperación no cabe prever hasta la segunda mitad del año, lo que supone una contribución negativa del saldo exterior al PIB, estimada en -0,3 pp. Esta misma contribución se prevé también para 2003, aunque con tasas más elevadas para las exportaciones e importaciones.

Dado el retraso con que suele evolucionar el

empleo respecto al PIB, su desaceleración debería ser mayor que la de este último, al contrario de lo observado en 2001, lo que permitiría una relativa recuperación de la productividad y una moderación de los costes laborales por unidad producida, elemento importante para la mejora de los resultados de las empresas y de su capacidad inversora. No se prevé, sin embargo, que la creación de empleo se desacelere por debajo del 1 por 100, lo que daría lugar a un repunte de la tasa de paro. Esta se estabilizará en 2002 a un nivel similar al de 2001 y continuará su tendencia descendente en 2003.

Probablemente el indicador macroeconómico que registró un mejor comportamiento en los meses finales de 2001 fue el IPC, cuya tasa anual cayó desde el 4,2 por 100 en junio al 2,7 por 100 en diciembre. No obstante, esta disminución se centró enteramente en los componentes más volátiles del índice, mientras la inflación subyacente mantuvo su trayectoria ascendente debido a la aceleración de los precios de la alimentación elaborada. El cambio de tendencia previsto para este último componente y la continuación de la desaceleración de los alimentos sin elaborar y de los productos energéticos hacían prever a finales del pasado año que la inflación se situara cerca del 2 por 100 a mediados del año actual. Sin embargo, y aunque se mantiene la previsión de descenso para los próximos meses, las perspectivas son ahora menos positivas y más inciertas, dada la resistencia que se observa en todos los componentes, el impacto de los aumentos impositivos introducidos al principio del año y, sobre todo, el nuevo repunte de los precios del petróleo. Los modelos apuntan a una desaceleración de la tasa anual desde el 3,1 por 100 en marzo hasta el 2,7 por 100 en junio, recobrando de nuevo una tendencia al alza hasta el final del año, que acabaría por encima del 3 por 100. Las dificultades para reducir la inflación por debajo del objetivo del BCE del 2 por 100 pueden hacerse extensivas también al resto de la zona del euro, lo que complica la política monetaria del banco y hace previsible subidas de los tipos de interés antes de lo que sería deseable en función de la situación cíclica de la economías europeas.

#### NOTA

(\*) Director del Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS.