

# Economía Internacional

---

## PERFIL DE LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL EN 2002

---

Raquel Vázquez y Enrique Martín(\*)

### 1. Introducción

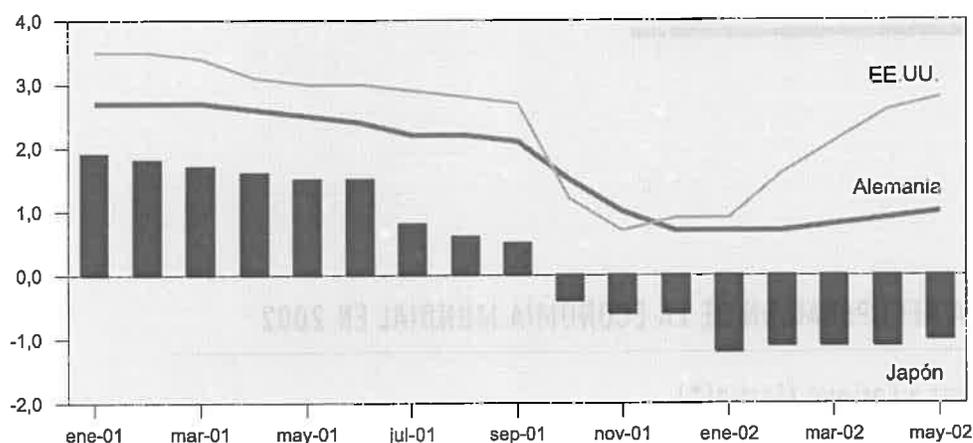
---

La llegada de 2002 coincidió con una rápida transición de las estimaciones de crecimiento para la economía mundial, en donde la dinámica de revisiones a la baja en las perspectivas económicas dejó lugar, en el lapso de unos pocos meses, a un retorno de las tasas de crecimiento esperado en el ejercicio en curso a niveles previos, en algunos casos, a los atentados de septiembre. Mientras el sesgo expansivo de las políticas monetarias y fiscales (ésta última en EE.UU.) ha contribuido a limitar la magnitud y la duración de la desaceleración de la actividad, factores como la progresiva eliminación de los excesos de inversión en el sector de tecnología de la información y las telecomunicaciones, la normalización de los niveles de inventarios, la estabilización del precio de las acciones y la rápida recuperación de los índices de confianza tras los atentados de septiembre están detrás de los incipientes síntomas de recuperación en los comienzos de 2002. Pese a que la rápida y vigorosa recuperación de los indicadores adelantados de actividad se ha caracterizado por presentar una elevada sincronización a escala mundial, lo cierto es que, hasta la fecha, la revisión al alza de las perspectivas de crecimiento ha estado bastante limitada a los EE.UU., economía que liderará la actual etapa de reactivación como resultado de la mayor intensidad de la desaceleración previa y los fuertes estímulos introducidos por las políticas fiscal y monetaria. En el Área Euro, las mayores restricciones de la actuación contracíclica de la política económica

y la naturaleza más suave de la crisis determinarán un perfil más moderado de la recuperación, mientras en Japón la debilidad de la demanda interna condicionará que la recuperación del PIB se encuentre a expensas de la mejoría del entorno internacional (gráfico 1).

Bajo este escenario, cabe destacar la presencia de factores de riesgo que amenazan la duración y la sostenibilidad de la recuperación en curso. El hecho de que la reciente crisis haya sido más breve y suave en comparación con los últimos episodios similares y la elevada sincronía de la desaceleración no han permitido una corrección de los importantes desequilibrios acumulados durante la expansión de los EE.UU. en la década de los noventa (déficit corriente, tasa de ahorro en mínimos, elevados niveles de endeudamiento de familias y empresas). Este es un factor que condiciona claramente las perspectivas de recuperación, en la medida en que una vigorosa salida de la crisis de los EE.UU. provocaría una mayor dimensión de estos desequilibrios, situación que únicamente sería sostenible en el corto plazo. El escenario alternativo sería el de una recuperación más discreta derivada, precisamente, de la corrección de estos factores de inestabilidad (una inversión lastrada por el exceso de capacidad o unos beneficios empresariales deprimidos y un menor dinamismo del consumo resultante de la recomposición de los niveles de consumo y ahorro de las familias). Otro factor de riesgo es el relativo optimismo que continúan incorporando las expectativas del mercado acerca de la evolución

GRÁFICO 1  
PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2002



Fuente: Consensus Forecasts.

de los beneficios empresariales y el ritmo de recuperación, elemento que podría ser origen de un ajuste a la baja en el precio de los activos en caso de que estas perspectivas se vean defraudadas. Finalmente, un factor que ha cobrado cierto protagonismo recientemente por la volatilidad localizada en el mercado de petróleo ha sido la posible erosión de la intensidad de la recuperación derivada de un repunte del precio del crudo. Si a comienzos de año los mínimos en los que se encontraba su cotización suponían un respaldo para la capacidad adquisitiva de las familias y los márgenes empresariales, su escalada en los meses de marzo y abril provocó un creciente temor a una reactivación frustrada por un encarecimiento de la energía, posteriormente mitigado por la estabilización del precio del barril en niveles en torno a los 25\$.

## 2. Estados Unidos

Los dos últimos trimestres han estado caracterizados por un cuadro macroeconómico con grandes contrastes, en el que se ha registrado un fuerte crecimiento del consumo privado en ambos periodos, y en el que el comportamiento de los inventarios, tras drenar seis décimas al crecimiento trimestral del último cuarto de 2001, ha sido el elemento central del fuerte repunte del PIB en el primer trimestre de este año (cuadro 1). Alejadas ya las dudas sobre la recuperación económica, en estos momentos la incerti-

dumbre se centra en la sostenibilidad de los ritmos de crecimiento del primer cuarto en el medio plazo.

Así, en contra de lo ocurrido a finales del pasado año, el comportamiento de algunos indicadores adelantados, sobre todo en el ámbito de la actividad, que han ralentizado su ritmo de crecimiento, contrasta con la fortaleza de los agregados más contemporáneos (gráfico 2). Esto apunta a que parte de la recuperación en los primeros meses del año habría tenido una magnitud excepcional, y que se estaría fraguando una cierta desaceleración del crecimiento de cara a los próximos meses. El carácter excepcional de los datos recientes de crecimiento vendría explicado por el fuerte estímulo recibido por la economía (tanto en el ámbito fiscal como monetario), y el fin de la corrección de inventarios, lo que reforzaría la perspectiva de una desaceleración a medida que parte de estos estímulos vaya perdiendo fuerza.

En estos momentos la principal duda se centra en el ámbito del consumo privado, pero, al provenir esos elementos de incertidumbre de la situación laboral, el elemento clave de los próximos meses será si la recuperación de la actividad tendrá un efecto significativo en los beneficios empresariales, y por tanto en las decisiones de inversión (tanto en bienes de equipo como, capital humano) de las empresas.

CUADRO 1  
PIB TRIMESTRAL EN EE.UU. Y SUS COMPONENTES

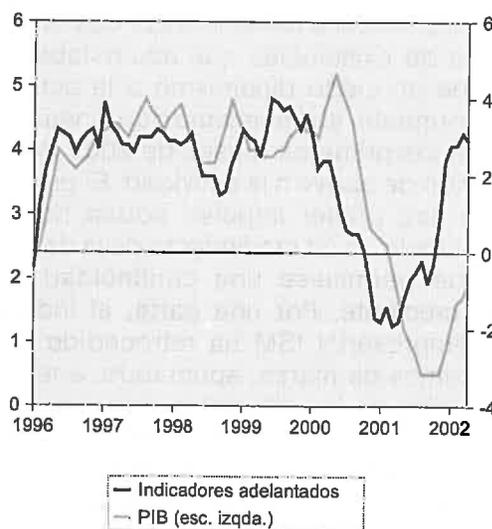
Tasa de variación	Producto Interior Bruto		Consumo privado		Consumo público		Formación bruta de capital fijo		Variación de inventarios(1)		Demanda nacional		Demanda externa (1)	
	Trím.	i.a.	Trím.	i.a.	Trím.	i.a.	Trím.	i.a.	Trím.	i.a.	Trím.	i.a.	Trím.	i.a.
	2000 I	0,6	4,2	1,4	5,4	-0,5	2,5	3,3	8,0	-0,7	-0,6	0,8	4,8	-0,4
II	1,4	5,2	0,9	4,9	2,0	4,5	2,1	8,6	0,5	0,5	1,8	6,0	-0,2	-0,9
III	0,3	4,4	1,1	4,9	-0,4	2,8	0,6	7,4	-0,3	0,1	0,5	5,1	-0,2	-0,9
IV	0,5	2,8	0,8	4,2	0,5	1,5	0,1	6,3	-0,1	-0,6	0,5	3,6	-0,1	-0,9
2001 I	0,3	2,5	0,7	3,5	1,1	3,2	0,5	3,4	-0,8	-0,6	0,0	2,8	0,2	-0,4
II	0,1	1,2	0,6	3,2	0,7	1,9	-2,5	-1,3	-0,1	-1,3	-0,1	0,9	0,0	-0,2
III	-0,3	0,5	0,2	2,4	0,9	3,2	-1,5	-3,4	-0,3	-1,2	-0,2	0,2	0,0	0,0
IV	0,4	0,5	1,5	3,1	1,3	4,1	-3,0	-6,4	-0,6	-1,7	0,1	-0,2	0,0	0,1
<b>2002 I (Preliminar)</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>0,8</b>	<b>3,2</b>	<b>1,4</b>	<b>4,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>-7,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>
2000		4,1		4,8		2,8		7,6		-0,1		4,9		-0,9
2001		1,2		3,1		3,1		-2,0		-1,2		0,9		-0,1

(1) Aportación al crecimiento del PIB.

Tras el profundo deterioro de la actividad a lo largo de 2001, la combinación de fuertes políticas de descuento y el estímulo adicional en términos de gasto público y relajación monetaria permitieron acentuar el proceso de liquidación de los excesos de inventarios, aliviando el deteriorado estado de las cuentas de resultados de las empresas estadounidenses. Otro factor que está suponiendo un apoyo a los deteriorados márgenes empresariales es la fuerte caída experimentada por los costes laborales unitarios en los últimos dos trimestres. El fuerte repunte de la productividad, unido a la moderación de la compensación por empleado, ha permitido un descenso del 0,8 por 100 trimestral en el último cuarto de 2001, y del 1,4 por 100 en el primero de 2002, lo que ha situado la tasa interanual en territorio negativo por primera vez desde 1985. Con todo, los beneficios empresariales siguen sin dar señales de recuperación, y pese a que en el primer cuarto su deterioro podría haber tocado suelo, por el momento no se contempla una vuelta a tasas fuertes de crecimiento. En definitiva, el ajuste de costes en diversos frentes ha mejorado los márgenes empresariales. Sin embargo, la perspectiva de escaso crecimiento de la demanda en los próximos meses provocará que una vuelta a tasas positivas de beneficios tarde aún en llegar.

En este contexto, el margen de recuperación de la inversión empresarial es limitado. Dentro de ésta, hemos de distinguir la inversión en bienes de equipo y software, que, tras seis trimestres de fuertes caídas, podría iniciar la senda de

GRÁFICO 2  
INDICADORES ADELANTADOS Y PIB  
EN EE.UU. (Tasa interanual. En porcentaje)



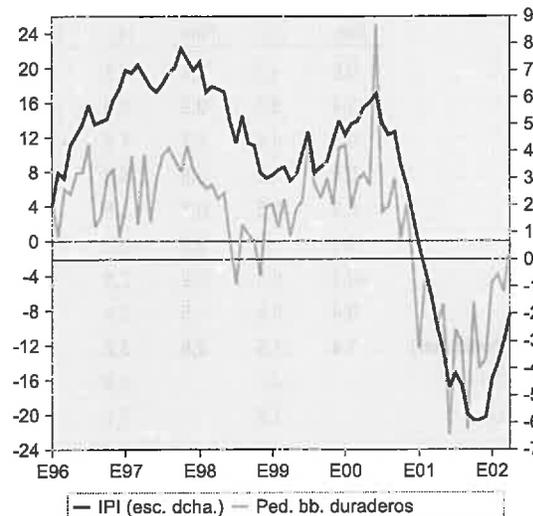
recuperaciones en los próximos meses, si bien, el riesgo es que el retraso en la recuperación de los beneficios empresariales aplase una vuelta al crecimiento de esta rúbrica. Otro elemento que está sufriendo el brusco freno que experimentó el crecimiento de los beneficios es la inversión en infraestructura, al paralizarse un gran número de proyectos de creación de nuevas plantas o mejora de las existentes. Pese a que los descensos de la inversión en infraestructura empezaron con dos trimestres de retraso res-

pecto a la inversión empresarial, el ajuste ha sido, si cabe, más acusado, al caer en media durante los últimos cuatro trimestres un 5,4 por 100 trimestral (frente a un descenso medio trimestral en inversión en bienes de equipo, durante los seis trimestres que ha durado el ajuste del 1,6 por 100).

Pese a que existen elementos que hacen pensar en un estancamiento de la actividad, hay que tener en cuenta que los datos de producción hasta abril han sido positivos, registrándose un crecimiento trimestral del 0,6 por 100, tras cinco descensos consecutivos. A esto hay que unir que, a tenor tanto de los índices de clima empresarial, como de los indicadores más adelantados de actividad, la desaceleración de la actividad no será excesivamente acusada. El índice de clima industrial en el sector manufacturero ISM ha superado claramente los niveles previos a los atentados de septiembre, y se sitúa desde febrero en niveles indicativos de expansión. La clave de esta recuperación en la actividad ha estado en el fin del ajuste de inventarios, que se aceleró gracias al tirón de la demanda en la parte final de 2001, y que ha permitido a las empresas deshacer los excesos de existencias que acumulaban, dotando de un cierto dinamismo a la actividad. Posteriormente, el dinamismo del consumo privado en los primeros meses de 2002 también ha servido de apoyo a la actividad. El problema es que ese primer impulso podría no verse acompañado de un crecimiento de la demanda final que permitiese una continuidad de la senda creciente. Por una parte, el índice de clima empresarial ISM ha retrocedido desde los máximos de marzo, apuntando, a tenor de la evolución de los diferentes componentes, a que en los próximos meses las perspectivas son de un menor ritmo de crecimiento. Por otra parte, y confirmando este panorama, los pedidos de bienes duraderos, que sirven de indicador adelantado de actividad e inversión empresarial, han ralentizado notablemente su ritmo de crecimiento respecto a los últimos meses de 2001, y su crecimiento ha estado liderado por pedidos de transporte y pedidos militares (gráfico 3).

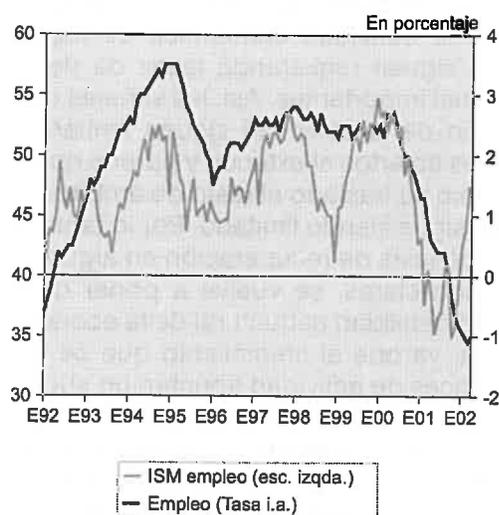
Por lo tanto, el riesgo es que el consumo privado no acompañe, una vez se agoten o pierdan efecto las medidas de estímulo, lo que abriría la posibilidad a un periodo de estancamiento de la producción más prolongado, no descartándose posibles caídas de la misma.

GRÁFICO 3  
ACTIVIDAD INDUSTRIAL EN EE.UU.  
(Tasa interanual. En porcentaje)



La evolución del consumo en los próximos meses depende también en gran medida de la evolución de los resultados empresariales, ya que pese a que el ajuste en términos de puestos de trabajo ha sido ya muy acusado (se han destruido 1,8 millones de empleos), no se pueden descartar nuevas reducciones de plantilla, y en el mejor de los casos, mientras el panorama en términos de beneficios no se despeje, aunque no se destruya más empleo, tampoco será probable un cambio en las políticas laborales de las empresas en el corto plazo. Sin embargo, este negativo panorama laboral no ha deprimido el consumo privado en la medida que cabía esperar. Varios han sido los factores que han evitado un descenso tan acusado del consumo. Por una parte, se ha producido un importante estímulo fiscal desde mediados del pasado año, acompañado además de políticas de descuento en los últimos meses de 2001 que dotaron al consumo privado de un estímulo adicional. Por otro lado, el fuerte dinamismo del sector de la vivienda, apoyado por la fuerte relajación monetaria acometida por la Reserva Federal, sirvió, mediante una fuerte actividad de refinanciación de hipotecas, de apoyo a la renta de los consumidores, compensando, al menos parcialmente, el menor crecimiento de la renta salarial. En cualquier caso, la falta de recuperación del mercado laboral está coincidiendo en el segundo trimestre de 2002 con un menor efecto marginal de las rebajas fiscales. En este sentido, los últimos datos de renta y consumo per-

GRÁFICO 4  
ISM DE EMPLEO Y VARIACIÓN  
INTERANUAL DEL EMPLEO



sonal ponen de manifiesto que los niveles de consumo del cuarto trimestre de 2001 y del primer trimestre de 2002 no son sostenibles en el corto plazo. Otro hecho que se observa en estos indicadores es la pérdida de importancia de los estímulos fiscales (gráfico 4).

De hecho, en abril se confirma la moderación del ritmo de crecimiento del consumo en términos reales respecto a los primeros meses del año, siendo la falta de dinamismo del mercado laboral el principal responsable. La renta personal crece un 0,3 por 100, pero aun así continúa estancada en niveles interanuales históricamente bajos (2,8 por 100). La nota más destacada, dentro de la renta, es el escaso crecimiento de las rentas salariales (apenas un 0,1 por 100 en términos nominales), que suponen cerca de un 58 por 100 de la renta personal. Igualmente relevante es la gradual pérdida de importancia del estímulo fiscal que se ha venido registrando desde principios de año. En el primer trimestre de 2002, el crecimiento trimestral de la renta disponible era del 3,5 por 100, pero desde entonces la caída de las cargas impositivas ha sido cada vez menor, debido al fin de las devoluciones fiscales correspondientes al pasado ejercicio. Esto frenará el crecimiento de la renta disponible respecto al nivel del primer trimestre. Este menor estímulo fiscal apunta a que, en los próximos meses, ambas medidas de renta seguirán una evolución más paralela, dejando de ser el factor fiscal el principal determi-

nante, para cobrar más relevancia el crecimiento de los salarios. En tanto en cuanto no contemplamos una reactivación del mercado laboral hasta la segunda mitad del año, este hecho apoyaría la hipótesis de una desaceleración del gasto en consumo en los próximos meses. De hecho, el consumo personal crece en términos reales un 0,2 por 100, en claro contraste con el 0,5 por 100 del dato nominal y el 1,2 por 100 de las ventas minoristas. Esta falta de dinamismo en el mercado laboral se está dejando sentir en la confianza de los consumidores que, pese a registrar un ligero crecimiento en abril, está experimentando un cierto estancamiento, recogiendo el limitado potencial de recuperación de la economía y del mercado laboral en los próximos meses. En este contexto, el gasto en consumo mantiene unos ritmos de crecimiento en torno al 4-4,4 por 100 en los últimos meses, si bien la evolución en términos reales es menos alentadora, ya que, pese al fuerte crecimiento de enero y febrero, la variación de marzo y abril ha sido prácticamente nula.

En cuanto al mercado laboral, independientemente de las señales de estabilización de los últimos meses, los componentes de empleo de ambos ISM no permiten apostar por una creación sostenida de empleo en el corto plazo, por lo que no descartamos repuntes adicionales de la tasa de paro, más allá del 6 por 100 registrado en abril, en los próximos meses (gráfico 4). Además del retraso en la recuperación de los beneficios, existe un retraso cíclico entre el crecimiento del empleo y la tasa de paro, por lo que, aunque probablemente la tasa de crecimiento del empleo haya tocado ya mínimos (-1,1 por 100 interanual en marzo), la tasa de paro podría continuar repuntando en los próximos meses (en el periodo 1991-92, la tasa de paro siguió repuntando durante 15 meses tras haberse alcanzado los mínimos de crecimiento del empleo).

Uno de los motivos que evitarán que se vuelvan a registrar tasas de contracción de la actividad en los próximos meses es que el proceso de liquidación de inventarios, que se acentuó en el último trimestre de 2001 por las políticas de descuento, y en el primer trimestre por la fortaleza del consumo privado, estaría cercano a tocar fondo en algunos sectores, por lo que la producción seguirá viéndose apoyada por la reconstrucción de los niveles de existencias. Adicionalmente, el menor ritmo de liquidación de inventarios, y la eventual acumulación en el medio plazo, seguirán aportando crecimiento al

PIB estadounidense. Otro foco de estímulo que seguirá dejándose sentir en los próximos meses es el gasto público directo, que seguirá registrando un elevado ritmo de crecimiento en los próximos trimestres, contribuyendo a compensar la debilidad de otros sectores.

A esto hemos de unir el que, en tanto en cuanto no se registre un mayor dinamismo de la demanda interna, la Reserva Federal no empezará a tensionar su política monetaria, por lo que la economía seguirá beneficiándose de unas condiciones monetarias inusualmente relajadas. Esto seguirá apoyando la evolución del sector residencial, y por tanto al consumo privado, ya que la evolución del precio de la vivienda y la actividad de refinanciación de hipotecas permitida por las relajadas condiciones monetarias han sido uno de los elementos que ha servido de apoyo al consumo privado a lo largo de 2001.

### 3. Japón

La evolución de la economía nipona a lo largo del último año ha estado marcada por una fuerte desaceleración del ciclo económico, que ha provocado que Japón entrara en recesión por tercera vez en la última década. El detonante de esta nueva contracción de la actividad en Japón fue la brusca desaceleración de la economía estadounidense, y en especial del sector tecnológico a escala mundial, ya que gran parte del crecimiento nipón se basaba en estos factores. Agotado el "boom" tecnológico, los productores nipones se encontraron en la misma situación que sus homólogos estadounidenses, es decir, con un exceso importante de capacidad e inventarios. En cualquier caso, el problema de fondo no ha sido la desaceleración del sector de tecnología, sino la debilidad de la demanda interna nipona, que sigue asfixiada por un sistema bancario incapaz de transmitir crédito a la economía. Esta debilidad de la demanda interna hace a la economía nipona especialmente sensible a perturbaciones externas.

La fuerte depreciación del yen en la parte final del pasado año ha permitido dotar al sector exportador japonés de un renovado dinamismo en los primeros meses de 2002, arrastrando al alza el conjunto de la producción industrial. Sin embargo, la mejoría de los indicadores industriales ha sido limitada, ya que, pese a cuatro repuntes mensuales en los últimos meses, en tér-

minos interanuales nos encontramos aún en tasas del -7 por 100 (frente a un mínimo de -15 por 100 en el ciclo). También la evolución de los pedidos, que, en cualquier caso, avalaría nuevas recuperaciones de la actividad, pone de manifiesto la debilidad económica de Japón, ya que se siguen registrando tasas de descenso interanual importantes. Así, las señales de recuperación de la actividad siguen limitándose a sectores abiertos al exterior, y parece que por el momento su traslado al resto de ámbitos de actividad sigue siendo limitado. Por lo tanto, a que las evidencias de recuperación en algunos sectores son claras, se vuelve a poner de manifiesto la debilidad estructural de la economía japonesa, ya que el crecimiento que se registra (los índices de actividad apuntan un suelo en el deterioro de la mayoría de sectores), sería excesivamente dependiente de la evolución del resto de economías, y de la cotización del yen. El problema radica, nuevamente, en la incapacidad de resolver los problemas que afectan a la demanda interna, si bien se empieza a atisbar un cambio de actitud de las autoridades niponas a la hora de afrontar el problema.

En el panorama macroeconómico nipón se aprecia una situación dual: por un lado, el sector exportador se beneficia de la depreciación del yen en los mercados en los últimos meses; y por otro, la demanda interna sigue sin dar señales concluyentes de recuperación. En cuanto al sector exterior, es de esperar que este dinamismo continúe en tanto en cuanto continúe la recuperación de los principales socios comerciales nipones.

La perspectiva para la demanda interna es menos esperanzadora, ya que, tras el fuerte descenso registrado en el cuarto trimestre de 2001, no cabe esperar un excesivo dinamismo en el medio plazo. Avalando esta perspectiva, los índices de clima empresarial contemplan otro descenso importante de los planes de inversión de las empresas, a lo que hemos de unir la crisis por la que atraviesa el sector constructor.

El elemento que había evitado mayores descensos del PIB en el último trimestre de 2001 había sido la sorprendente fortaleza del consumo privado, que previsiblemente habría continuado en el primer cuarto de 2002 (cuadro 2). Sin embargo, las negativas perspectivas laborales apuntarían a una nueva desaceleración del mismo en los próximos meses. En cualquier





## Financiamos el progreso de Castilla-La Mancha

Sabemos lo que cuesta subir los peldaños del crecimiento empresarial. Conocemos la importancia del esfuerzo de los emprendedores. La Junta de Comunidades de Castilla-La Mancha y los principales bancos, cajas de ahorros y cajas rurales hemos firmado un convenio para poner a disposición de la empresas líneas especiales de financiación.

Los particulares y empresas, especialmente las pymes de Castilla-La Mancha, pueden acogerse a estos préstamos, en condiciones preferentes de financiación:

Préstamos a corto ( 2 años) y a largo plazo (10 años) a tipo de interés euribor +0,75.

**1.000 millones** de euros a disposición de los empresarios que apuestan por crear riqueza en Castilla-La Mancha.



UNICAJA  
LA CAIXA  
IBERCAJA  
CAJA MADRID  
CAJA MURCIA  
CAJA ESPAÑA  
CAJA EL MONTE  
CAJA RURAL DE TOLEDO  
CAJA RURAL DE CUENCA  
CAJA CASTILLA-LA MANCHA  
CAJA DEL MEDITERRÁNEO  
CAJA RURAL DE ALBACETE  
CAJA RURAL DE CIUDAD REAL  
BANCO ESPAÑOL DE CRÉDITO  
CAJA RURAL LOCAL DE LA RODA  
CAJA RURAL LOCAL DE VILLAMALEA  
CAJA DE AHORROS DE GUADALAJARA  
BANCO BILBAO VIZCAYA-ARGENTARIA  
CAJA RURAL LOCAL DE CASAS IBAÑEZ  
BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO  
CAJA RURAL DE LA VALENCIA CASTELLANA  
CAJA RURAL COMARCAL DE MOTA DEL CUERVO



Junta de Comunidades de  
**Castilla-La Mancha**  
Consejería de Economía y Hacienda

[www.jccm.es](http://www.jccm.es)

CUADRO 2  
PIB TRIMESTRAL DE JAPÓN Y SUS COMPONENTES

Tasas de variación	Producto interior bruto		Consumo privado		Consumo público		Formación bruta de capitalismo fijo		Variación de inventarios (1)		Demanda nacional		Demanda interna (1)	
	Trim.	i.a.	Trim.	i.a.	Trim.	i.a.	Trim.	i.a.	Trim.	i.a.	Trim.	i.a.	Trim.	i.a.
2000 I	2,0	3,6	0,7	3,1	1,2	5,1	3,1	2,1	0,1	-0,1	1,5	3,1	0,5	0,6
II	0,8	2,3	0,4	0,6	2,5	4,8	0,3	2,5	0,0	-0,1	0,8	1,7	0,0	0,7
III	-0,7	0,7	-1,4	-2,6	0,2	4,5	0,1	3,4	-0,1	0,0	-0,8	0,2	0,0	0,5
IV	0,3	2,3	0,6	0,3	0,1	4,1	1,1	1,5	0,0	0,1	0,7	2,2	-0,4	0,1
2001 I	1,0	1,4	1,9	1,5	1,1	4,0	-0,1	1,1	0,0	0,0	1,2	1,9	-0,2	-0,5
II	-1,2	-0,6	-1,1	0,0	1,6	3,0	-2,0	-1,1	0,0	0,0	-0,9	0,2	-0,3	-0,9
III	-0,5	-0,5	-1,7	-0,4	-0,3	2,5	1,9	-0,2	-1,0	-0,1	-0,6	0,4	0,1	-0,8
IV	-1,2	-1,9	1,9	0,9	0,7	3,1	-8,1	-8,2	-1,0	-0,1	-1,1	-1,4	-0,1	-0,5
<b>2000</b>		<b>2,2</b>		<b>0,3</b>		<b>4,6</b>		<b>3,2</b>		<b>-0,1</b>		<b>1,8</b>		<b>0,4</b>
<b>2001</b>		<b>-0,4</b>		<b>0,5</b>		<b>3,1</b>		<b>-1,7</b>		<b>0,0</b>		<b>0,3</b>		<b>-0,5</b>

(1) Aportación al crecimiento del PIB

caso, esta perspectiva a medio plazo estaría ligada a la entrada en vigor de las medidas de reforma estructural, ya que, sin ellas, la recuperación nipona podría continuar en el medio plazo. En cualquier caso, una recuperación de la actividad apoyada en el sector exterior sin que se corrijan los desequilibrios internos de la economía nipona no es sostenible en caso de una retirada de esos factores externos. En este sentido, la apreciación del yen en las últimas semanas de mayo supone un claro elemento de riesgo para la economía japonesa. Otro elemento de riesgo adicional es que, ante la relativa mejora de la situación, el Gobierno nipón se muestre más reticente a llevar a cabo esas medidas que, en el corto plazo, tendrán efectos recesivos y, por tanto, imponderables.

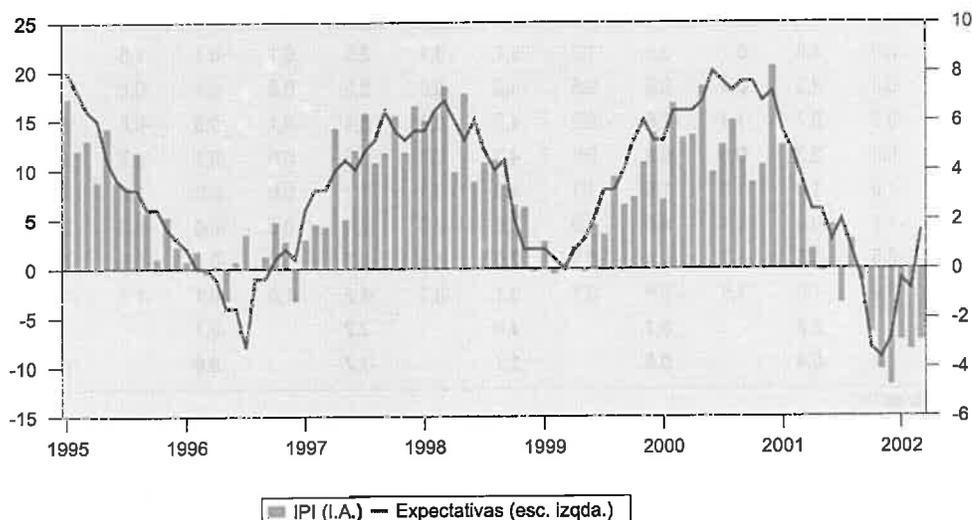
El cambio de actitud del Gobierno Koizumi se presenta como una de las claves para encaminar a Japón hacia una senda sostenida de crecimiento, y las bases en las que se pretende centrar el programa son tres: resolución del problema de los préstamos morosos, reforma del mercado de trabajo para dotarlo de mayor flexibilidad, y un cambio en las políticas de gasto y endeudamiento público.

En este sentido, la política monetaria fuertemente expansiva llevada a cabo por el Banco de Japón desde el 19 de marzo de 2001 ha tenido su reflejo en unos crecimientos de la base monetaria que han llegado a superar el 40 por 100 interanual. Sin embargo, el delicado estado en el que se encuentra el sistema bancario ha provocado que el crecimiento de la oferta moneta-

ria (M2+CD) haya alcanzado sólo un máximo del 3,8 por 100 interanual. Otro reflejo de esta incapacidad de transmitir el estímulo monetario es el crecimiento del crédito al sector privado, que lleva 51 meses de descenso interanual, y con pocos visos de mejora en los próximos meses, tanto por una débil demanda, como por las escasas perspectivas de ampliación de la oferta.

El problema del saneamiento del sector financiero pasa por la solución de los créditos morosos, que se sitúan, según las cifras oficiales, en 37 billones de yenes, y, aunque el resultado de las últimas inspecciones no ha arrojado una revisión importante de esas cantidades, si que se baraja la posibilidad de que la cifra real sea mayor de la declarada por las instituciones bancarias. La fuerte carga que esto supone para los bancos es el principal lastre a la concesión de crédito, ya que en algunos sectores la demanda estaría recuperándose (PYMES principalmente), pero el delicado estado de los bancos hace imposible la concesión de nuevos créditos. La otra cara de la moneda de las reformas, en cuanto al sistema financiero se refiere, es la situación de las empresas morosas. Según el programa de reformas, los bancos deben retirar el apoyo financiero a las empresas declaradas no viables, dejando que quiebren. En tanto en cuanto las provisiones realizadas por los bancos cubran el riesgo de dejar de cobrar esos créditos, el efecto sobre el sistema financiero sería limitado, aunque en cualquier caso, no se pueden descartar quiebras de instituciones financieras.

**GRÁFICO 5**  
**PRODUCCIÓN INDUSTRIAL Y EXPECTATIVAS EMPRESARIALES EN EL ÁREA EURO**



Esta medida añade presiones sobre el segundo elemento (la reforma laboral destinada a dotar de mayor flexibilidad al mercado y a la mano de obra nipona) incluido en el programa de reformas, ya que provocará nuevos aumentos del desempleo. A lo largo de 2001 hemos asistido a un continuo incremento del paro en Japón, que alcanzó un máximo del 5,5 por 100 a lo largo del pasado año, pero que empezaba a recoger positivamente el efecto del repunte de la producción. Al dejar que algunas empresas quiebren asistiremos a nuevos deterioros de la tasa de paro, y es ahí donde entra el segundo elemento de las reformas, que estaría destinado a aliviar el efecto sobre el empleo.

El otro elemento central dentro de las reformas es el cambio de perspectiva del gasto público, al que se han fijado unos límites de gasto y endeudamiento anuales. Más relevante es el cambio en el tipo de proyectos de gasto público, ya que se abandonarán los proyectos de estímulo directo, mediante inversión en infraestructura, centrándose los proyectos de gasto en medidas destinadas a paliar el efecto del desempleo y a promover cambios estructurales en el mercado laboral japonés.

#### 4. Área Euro

La economía europea está manifestando los

primeros síntomas de reactivación en los comienzos de 2002. La sostenida recuperación mostrada por los indicadores de expectativas empresariales desde finales del pasado año ha cobrado una creciente intensidad en los primeros meses del ejercicio en curso, siendo llamativa la espectacular subida protagonizada por el IFO alemán, cuyo componente de expectativas se ha situado en máximos desde mediados de 2000, cuando la economía germana se encontraba creciendo a su mayor ritmo en una década. De forma paralela a esta evolución de los indicadores adelantados, los datos de actividad industrial han iniciado una tímida mejoría, que, si bien constata el alejamiento de los mínimos alcanzados en el cuarto trimestre de 2001, también evidencia las carencias en el ámbito de la demanda interna (gráfico 5).

Las caídas que ha continuado exhibiendo la actividad en el sector de bienes de capital y el estancamiento en el de bienes de consumo en el primer trimestre del año constituyen un buen anticipo del drenaje del gasto de inversión y consumo de empresas y familias al avance del PIB en dicho período (cuadro 3). El sector exterior se confirma como el principal dinamizador de la economía europea, al ser su elevada contribución positiva la responsable del crecimiento de dos décimas del PIB. Entretanto, los inventarios defraudan las perspectivas de recuperación al realizar una contribución negativa al

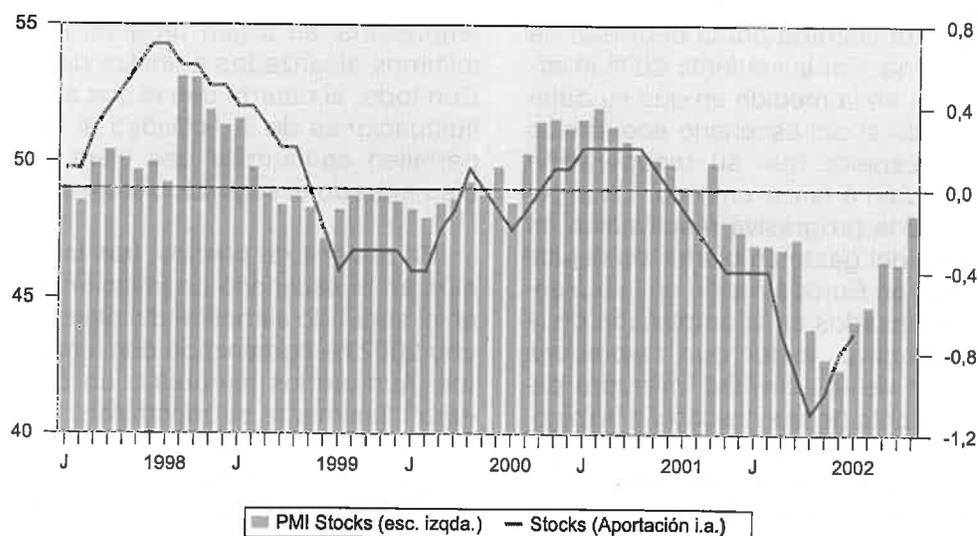
CUADRO 3  
**CUADRO MACROECONÓMICO DEL ÁREA EURO**  
 PIB trimestral en Área Euro y sus componentes (\*)

Tasas de variación	Producto interior bruto		Consumo privado		Consumo público		Formación bruta de capital fijo		Variación de inventarios (1)		Demanda nacional		Demanda externa (1)	
	Trim.	i.a.	Trim.	i.a.	Trim.	i.a.	Trim.	i.a.	Trim.	i.a.	Trim.	i.a.	Trim.	i.a.
2000 I	0,9	3,8	0,9	2,6	0,3	1,9	1,5	6,0	-0,4	-0,2	0,5	3,0	0,4	0,8
II	0,9	4,1	0,6	3,3	0,4	2,2	0,7	5,2	0,3	0,1	0,9	3,5	0,0	0,6
III	0,4	3,3	0,1	2,4	0,2	1,6	1,2	4,1	-0,1	0,2	0,2	2,8	0,2	0,5
IV	0,7	2,9	0,2	1,8	0,9	1,8	0,0	3,6	0,4	0,2	0,8	2,4	0,0	0,5
2001 I	0,5	2,5	1,0	1,9	0,8	2,3	-0,4	1,6	-0,7	-0,1	-0,1	1,8	0,6	0,7
II	0,0	1,6	0,4	1,7	0,4	2,4	-0,7	0,2	0,1	-0,4	0,2	1,1	-0,2	0,5
III	0,1	1,3	0,1	1,8	0,2	2,3	-0,6	-1,7	-0,2	-0,4	-0,2	0,7	0,3	0,7
IV	-0,3	0,3	-0,1	1,5	0,5	1,9	-0,5	-2,2	-0,2	-1,1	-0,3	-0,4	0,0	0,7
2002 I	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>
1999		2,7		3,3		2,1		5,0		-0,2		3,4		-0,6
2000		3,5		2,5		1,3		4,7		0,1		3,0		0,6
2001		1,5		1,7		2,2		-0,5		-0,5		0,8		0,7

(\*) Fuente: Eurostat

(1) Aportación al crecimiento del PIB

GRÁFICO 6  
**PMI(1) STOCKS Y APORTACIÓN DE INVENTARIOS AL PIB EN EL ÁREA EURO**



(1): Índice de directores de compra del sector manufacturero.

avance del PIB por tercer trimestre consecutivo, aplazando para próximos meses la superación de su ciclo de ajuste (gráfico 6). La debilidad de la demanda doméstica, que se pone no sólo de manifiesto en los decepcionantes registros de FBCF y consumo privado, sino también en la continuación del proceso de ajuste de inventa-

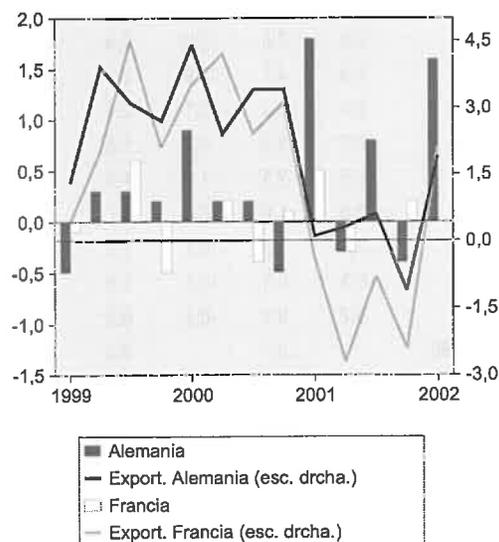
rios y en la fuerte corrección de las importaciones, hace prever una suave senda de recuperación para la demanda interna en 2002. La menor contribución de la demanda interna al PIB en este año se vería, no obstante, compensada por la favorable evolución del sector exterior, como resultado del efecto conjunto de un

mayor dinamismo de las exportaciones y unas importaciones lastradas, en el corto plazo, por las carencias del gasto doméstico.

Por otra parte, el PIB del primer trimestre ha servido nuevamente para poner de manifiesto la elevada disparidad entre la demanda interna de las dos grandes economías del Área Euro. Mientras en Alemania es la fuerte aportación del sector exterior la que está evitando una caída del PIB (la inversión en bienes de equipo y el consumo privado muestran sendos descensos), en Francia el crecimiento de cuatro décimas procede totalmente del gasto doméstico, donde destaca el papel dinamizador del Sector Público. Entre tanto, el fuerte repunte de las exportaciones en ambas economías confirma el impacto favorable de la recuperación de los flujos comerciales a escala mundial sobre la economía europea y que se ha puesto de manifiesto en el crecimiento del PIB del conjunto Área Euro (gráfico 7).

Bajo este escenario, la finalización del ciclo de ajuste de inventarios y el crecimiento de las exportaciones ligado a la recuperación de los flujos de comercio internacional se perfilan como los principales dinamizadores en los primeros compases de la reactivación que, en el corto plazo, estará lastrada por la debilidad de la demanda interna. Por la vertiente de la inversión empresarial, en la medida en que su deterioro ha ido ligado al del escenario económico mundial, cabe esperar que su recuperación vaya pareja también a la del entorno. Un argumento a favor de la progresiva reactivación en próximos meses del gasto en bienes de capital de las empresas en Europa reside en la ausencia de excesos pasados en la ampliación de la capacidad productiva, factor que favorecería una reanudación de la actividad inversora pareja al fortalecimiento de la actividad y a la mejora de las perspectivas de negocio. Hasta que eso ocurra, la falta de impulso del mercado de trabajo, en donde no cabe esperar una clara mejoría de las cifras de desempleo hasta el segundo semestre, ha resultado determinante en la caída del consumo privado en el primer trimestre, y limita las posibilidades de que en el corto plazo éste refuerce su contribución al avance del PIB (gráfico 8). No obstante, hemos asistido a un cierto freno en el ritmo de aumento del desempleo en los primeros meses del año en las principales economías del Área (el aumento del número de parados en Alemania y Francia en el primer trimestre ha sido de 23.000

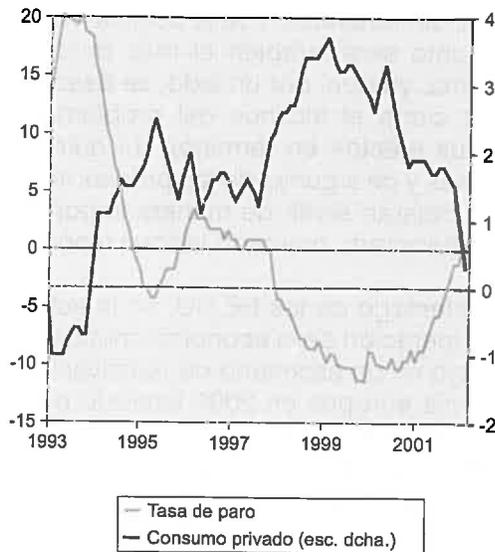
GRÁFICO 7  
APORTACIÓN DE LA DEMANDA EXTERNA  
AL PIB Y EXPORTACIONES  
(Tasa trimestral. En porcentaje)



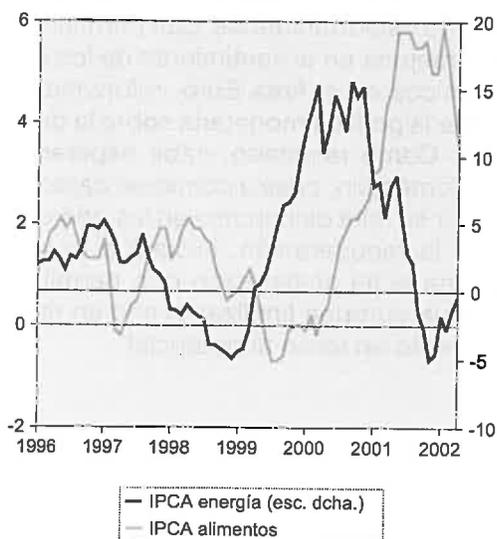
y 20.000 personas, respectivamente, frente a las 57.000 y 71.000 del último cuarto de 2001) y las rúbricas de empleo en las encuestas de clima empresarial se alejan progresivamente de los mínimos alcanzados a finales del pasado año. Con todo, el retardo con el que se transmite las fluctuaciones de la actividad al desempleo no permiten contemplar una clara mejoría hasta bien entrado el segundo semestre.

En materia de precios, tras la clara moderación en el escenario de inflación del Área Euro en el segundo semestre del pasado ejercicio, el año 2002 ha comenzado con algunos sobresaltos. Aunque los temores a un posible "efecto euro" finalmente se mostraron, en gran parte, infundados, en los primeros meses del año la conjunción de diversos factores ha provocado una elevada volatilidad de la tasa de inflación armonizada. En enero, el impacto alcista de las desfavorables condiciones climáticas sobre la rúbrica de alimentos y la entrada en vigor de subidas de impuestos y tasas llevaron a la inflación armonizada a registrar un máximo de seis meses. Con posterioridad, la inesperada subida del precio del petróleo en marzo y abril introdujo un nuevo elemento de incertidumbre, amenazando con abortar el retorno a una situación de estabilidad de precios tal y como la define el BCE, por debajo del 2 por 100. En este con-

**GRÁFICO 8**  
**CONSUMO PRIVADO Y TASA DE PARO**  
**EN EL ÁREA EURO** (Tasa de variación  
 respecto del año anterior. En porcentaje)



**GRÁFICO 9**  
**IPCA DE ALIMENTOS Y ENERGÍA EN**  
**EL ÁREA EURO** (Tasa de variación interanual.  
 En porcentaje)



texto, las negociaciones salariales en Alemania han sido objeto de un especial seguimiento por parte de la autoridad monetaria ante el riesgo de que éstas tratasen de compensar la pérdida de

capacidad adquisitiva, pudiendo suponer un nuevo elemento de presión al alza sobre el núcleo subyacente. Todo ello ha llevado a la inflación armonizada a mostrar una moderación en los primeros meses del año bastante más discreta de lo anticipado con anterioridad, y que, con todo, ha estado impulsada fundamentalmente por el efecto interanual localizado en las rúbricas más volátiles (energía y alimentos) (gráfico 9). Sin embargo, cabe destacar que, a partir de mediados de año, el cambio de signo de la contribución del componente energético a la tasa de inflación (recordemos la fuerte desaceleración de este componente en el segundo semestre de 2001) y la resistencia a la baja del núcleo subyacente provocarían una senda ascendente de la tasa de inflación. Como resultado, tras los mínimos de mayo y junio, los precios al consumo en el Área Euro iniciarían una paulatina aceleración que conduciría a la inflación a finalizar el año en referencias en torno al 2,8 por 100.

## 5. Conclusiones

La economía mundial se encuentra en la actualidad en una fase de reactivación liderada por los EE.UU. que se ha producido con anterioridad a lo que cabía esperar. La rapidez con la que se ha iniciado esta recuperación se debe, en gran medida, a los estímulos derivados del fuerte sesgo expansivo adoptado por las políticas fiscal y monetaria a lo largo del pasado ejercicio en la economía estadounidense, y, en menor medida, en Europa, y cuyos efectos se dejarán sentir en una creciente fortaleza de las cifras de actividad a lo largo de 2002. Ello explica una revisión al alza del crecimiento económico en 2002 y 2003 de magnitud limitada en términos globales, pero más llamativa en el caso particular de los EE.UU. y los países con unos vínculos especialmente estrechos con esta economía. Así, frente a las previsiones de un 0,9 por 100 de crecimiento del PIB en 2002 estimado con posterioridad a los atentados de septiembre, en la actualidad esperamos que éste se sitúe en un 2,5 por 100. Ya en 2003, el agotamiento de los impulsos derivados de los estímulos de la política fiscal y monetaria propiciarían un freno en el ritmo de expansión económica, aunque en todo caso ello no evitaría registrar un crecimiento ligeramente superior al 3 por 100. Las limitaciones por la vertiente de la demanda interna en el Área Euro y Japón condicionarían unas cifras más discretas en 2002 (1,1 por 100 y -1 por 100,

respectivamente), aunque ya en 2003 la reacción del gasto doméstico a la mejoría del entorno permitiría una aceleración más significativa del PIB (2,7 por 100 y 1,1 por 100).

Tras un año marcado por fuertes desequilibrios y agresivas políticas de estímulo, parecen haberse sentado las bases para una recuperación de la economía estadounidense, si bien, las propias características de la ralentización del ciclo y la persistencia de alguno de los desequilibrios de la economía condicionarán la senda de recuperación. Desde el punto de vista de la producción, parece que tanto el fin del ajuste de inventarios como las políticas de recorte de costes han derivado en un repunte de la actividad que acabará permitiendo una recuperación de los beneficios. Sin embargo, el fuerte ritmo de consumo mantenido durante la desaceleración y la falta de dinamismo del mercado laboral arrojan dudas sobre el dinamismo que mantendrá el consumo privado en los próximos meses, y por tanto sobre el ritmo de crecimiento del total de la economía. Un elemento en el que la economía estadounidense encontrará apoyo en los próximos trimestres será el gasto público, para el que cabe esperar fuertes crecimientos trimestrales, apoyados por el gasto en defensa y seguridad. En definitiva, parece que la recuperación está asentada en EE.UU. y que los riesgos que la rodean sólo provocarán una moderación del ritmo de crecimiento.

Por su parte, Japón, que se vio beneficiado por el fuerte crecimiento registrado en EE.UU. en el bienio 1999-2000, volvió a caer en recesión, poniendo de manifiesto el profundo deterioro de sus fundamentos económicos. Por lo tanto, el país sigue pendiente de las esperadas reformas estructurales, que, debido a factores políticos internos, no acaban de materializarse. Mientras tanto, la actividad se recupera, arrastrada por el dinamismo del sector exterior, que se está trasladando parcialmente al resto de ámbitos de actividad. El problema sigue siendo la debilidad de la demanda interna, que no permitirá una vuelta a una senda de crecimiento sostenido. A la hora de poner en práctica las reformas estructurales, el efecto recesivo que estas tendrán a corto plazo puede dificultar la

puesta en marcha de las diferentes medidas, comprometiendo la perspectiva de crecimiento de Japón a largo plazo. Dentro de este programa de reformas, un elemento central es el saneamiento del sistema financiero, permitiendo que se recupere uno de los principales canales de transmisión de la política monetaria. Este punto será también el más delicado del programa, ya que, por un lado, se desconoce a ciencia cierta el alcance del problema y, por otro, sus efectos en términos de quiebras de empresas y de algunas de las propias instituciones se dejarán sentir de manera importante en el ya deteriorado mercado laboral nipón.

El liderazgo de los EE.UU. en la actual fase de recuperación de la economía mundial tendrá su reflejo en un escenario de reactivación de la economía europea en 2002 liderado por el impulso del sector exterior. En esta elevada dependencia de las exportaciones en los momentos iniciales de la recuperación, que alcanza cotas especialmente elevadas en Alemania, reside precisamente el punto débil de la economía europea, que ya en 2001 dio suficientes muestras de su sensibilidad a los cambios en las expectativas de crecimiento a escala global, con su rápida transmisión a los componentes domésticos del PIB, muy en especial, a la inversión empresarial. La consolidación de un creciente dinamismo económico dependerá, por tanto, de la superación de los temores expuestos en el escenario estadounidense, que permitiría apuntalar la mejoría en el sentimiento de los agentes económicos en el Área Euro, reforzando el impulso de la política monetaria sobre la demanda interna. Como resultado, cabe esperar que el gasto doméstico, pese a continuar caracterizándose por su falta de impulso en las primeras etapas de la recuperación, iniciará a lo largo de 2002 una lenta aceleración que permitiría a la economía europea finalizar el año en ritmos de crecimiento en torno al potencial.

#### NOTA

(\*) Departamento de Análisis de Analistas Financieros Internacionales.