

LUCES Y SOMBRAS DE LA RECUPERACIÓN EN 2003

María José Huete García y David Martínez Turégano(*)

1. UNA VISIÓN DINÁMICA

La evolución durante 2002 de las economías de la Zona Euro, Estados Unidos y Japón ha sido dispar, lo que ha provocado un mayor distanciamiento en el cuadro macroeconómico que presentaban a finales del año anterior. La discordancia en su comportamiento se ha debido principalmente al diferente grado de respuesta que han ofrecido a los estímulos provenientes de la política económica. La divergencia de sensibilidades viene explicada por factores de carácter estructural, que condicionan enormemente la eficacia de medidas coyunturales, como estímulos fiscales y monetarios.

El objetivo del artículo es realizar un análisis dinámico de los tres bloques económicos, cubriendo todas las dimensiones temporales, aunque con especial hincapié en los condicionantes y perspectivas. Por una parte, la mirada retrospectiva nos ha permitido identificar una situación particular de partida para enero de 2002, mientras que por otra parte, el estudio de diversos indicadores y el escrutinio de elementos estructurales ha definido un escenario futuro para cada una de las zonas.

2. ¿QUÉ OCURRIÓ UN AÑO ANTES?

El año 2001 se cerró con las tres grandes áreas económicas en una situación de parálisis (véase gráfico 1). Japón volvió a registrar tasas negativas de crecimiento, después del espejismo de 2000, mientras que las economías de Estados Unidos y la Zona Euro languidecían hasta niveles cercanos al estancamiento. El retraimiento de la inversión productiva fue el principal factor impulsor de la desaceleración del ritmo de actividad económica. Adicionalmente, la evolución del desempleo, especialmente negativa en la segunda mitad del año, introdujo un elemento de contención de los índices de confianza del consumidor.

El entorno económico general de debilidad contribuyó notablemente al común deterioro de la posición exterior. En el caso de Estados Unidos, al deterioro internacional y su consecuente impacto negativo sobre las exportaciones, se sumaba el fuerte crecimiento de las importaciones, reflejo de la inusual fortaleza de su demanda de consumo en este periodo, y que contribuyó a agravar su saldo comercial negativo hasta niveles récord. Este factor, unido al hecho de que la entrada neta de capitales se incrementó en la Zona Euro, gracias a la escasez de flujos de salida, permitió al euro recuperar en el segundo semestre el valor perdido durante los primeros seis meses del año. Por su parte, el yen sufría una notable depreciación respecto al dólar, impulsada por la fuerte desconfianza hacia el sector financiero nipón que mantenían los inversores exteriores.

En cuanto a la evolución de los precios, Estados Unidos fue el único de los tres bloques que experimentó en 2001 variaciones significativas respecto al año anterior. En un contexto de reducción del precio del petróleo y de los costes laborales unitarios (CLU), la economía americana estrechó el crecimiento del IPC hasta mínimos de hace 40 años, al tiempo que Japón continuaba presentando un cuadro deflacionista, y la Zona Euro mantenía el crecimiento en niveles por encima del objetivo del Banco Central Europeo (BCE) (véase gráfico 2).

Para finalizar, cabe resaltar la ralentización de la productividad. Mientras que en Estados Unidos se moderaba su ritmo de crecimiento, en Japón y la zona Euro sufrió un fuerte retroceso, que constituyó un importante freno al impulso empresarial y a la producción.

Este repaso del panorama macroeconómico del año anterior nos deja una serie de elementos comunes a las tres grandes economías mundiales, que constituyen el inicio del análisis posterior. A principios de 2002, la situación ge-

GRÁFICO 1
CRECIMIENTO DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS, ÁREA EURO Y JAPÓN

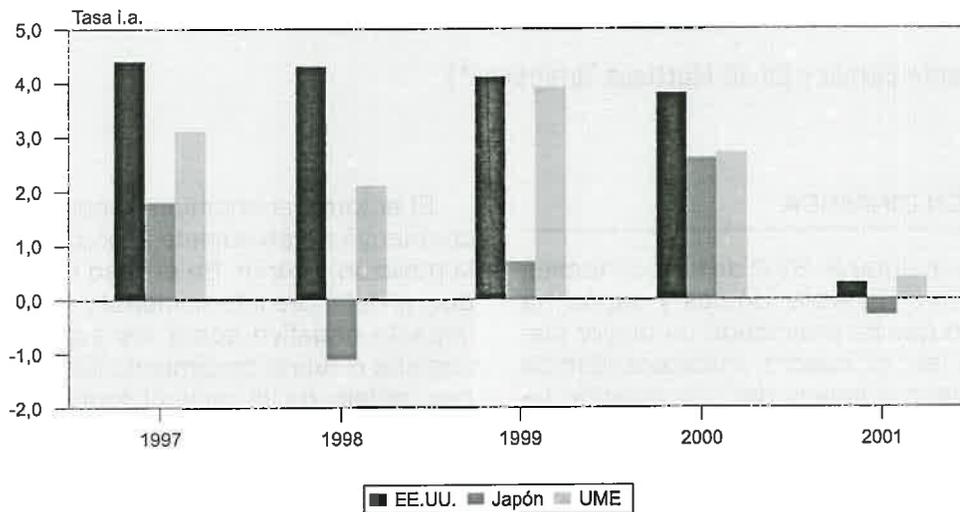
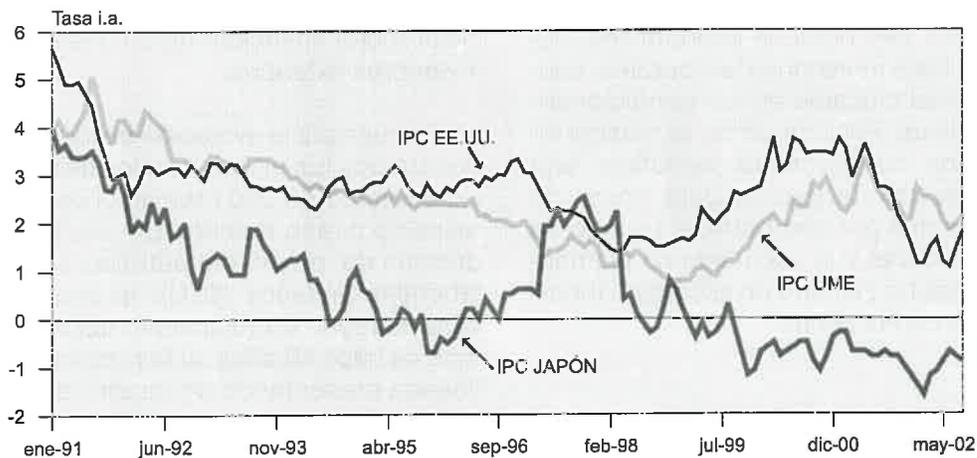


GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS EN ESTADOS UNIDOS, ÁREA EURO Y JAPÓN



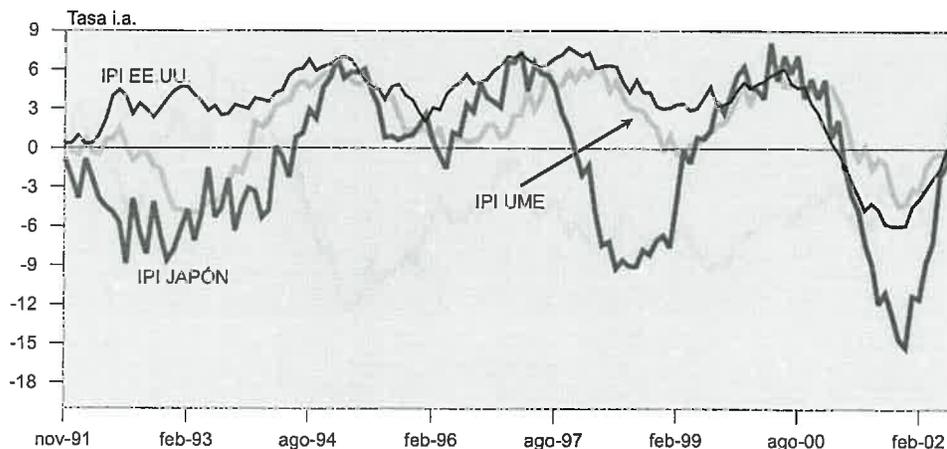
neral era de atonía en la actividad real, con un deterioro importante en el mercado laboral y en la producción por empleado. El único factor diferenciador fue la dispar evolución de los precios, condicionada por rasgos estructurales muy marcados en cada una de las zonas.

3. COMPORTAMIENTO ECONÓMICO RECIENTE

La posición de Estados Unidos, la Zona Euro y Japón dista de ser hoy en día parecida. Y más que en el diagnóstico sobre las cifras, merece la pena detenerse en el recorrido de los cambios y realizar un análisis cualitativo.

El área que ha tenido un mejor comportamiento durante 2002 ha sido Estados Unidos,

GRÁFICO 3
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL EN ESTADOS UNIDOS, JAPÓN Y ÁREA EURO



cuya economía se ha visto impulsada exclusivamente por la notable recuperación del consumo, consiguiendo atemperar el continuado drenaje por parte de la inversión. Un impulso del consumo respaldado, en buena parte, por factores coyunturales que una vez agotados ha vuelto a poner en la palestra los problemas de los que adolece esta economía desde la vertiente de la oferta, como consecuencia de la sobreinversión acumulada en 2001.

En Japón el tirón del consumo y el impulso de la demanda externa han jugado un importante papel como freno a un mayor empeoramiento de la economía, si bien en la última mitad de 2002 ha comenzado a exhibir señales de flaqueza a medida que las exportaciones perdían impulso, debido al mayor debilitamiento del entorno internacional. Un hecho que vuelve a poner de manifiesto la elevada sensibilidad de esta economía a los *shocks* externos, en un contexto en el que la demanda de inversión continúa asfixiada por un deteriorado sistema financiero.

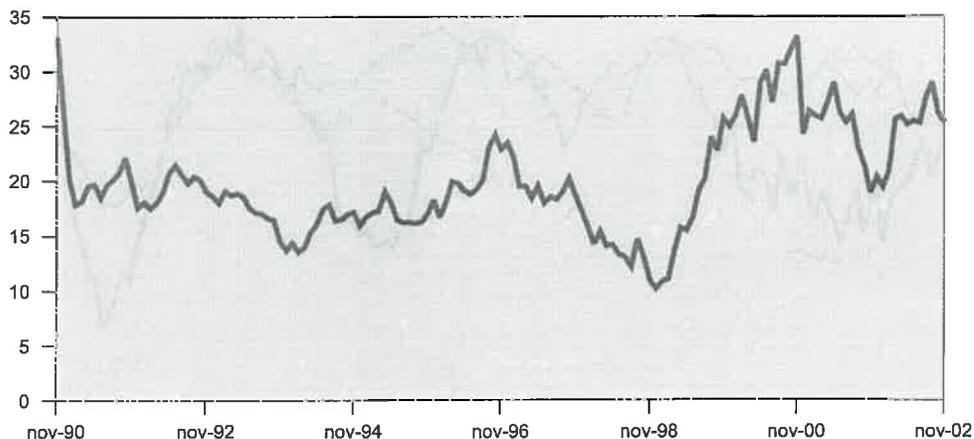
Por último, en la Zona Euro el consumo privado ha rebajado fuertemente su contribución, y ha sido el sector exterior el que ha mantenido la economía en tasas positivas de crecimiento. La falta de nuevos estímulos monetarios, condicionados por el fuerte componente estructural de la inflación, junto al escaso margen de maniobra que ofrece la rígida interpretación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), se

encuentran detrás de la debilidad de la demanda interna.

Reflejo del menor dinamismo europeo ha sido la evolución de la producción industrial, que pese a una ligera recuperación continúa en tasas interanuales negativas, mientras que Japón y Estados Unidos las abandonaron a mediados de año por el buen comportamiento de los bienes intermedios (véase gráfico 3). En Estados Unidos, la principal vía de impulso para las empresas ha sido la productividad, que ha tenido una evolución muy positiva durante 2002. En este sentido, destaca especialmente la economía japonesa, que partía de una situación muy desfavorable, y que ha conseguido registros en octubre del presente año muy superiores a los alcanzados en las otras dos áreas económicas. La Zona Euro recupera el terreno perdido durante el año anterior, pero esto no impide que el diferencial con Estados Unidos siga ampliándose y continúe mermándose la competitividad europea, también perjudicada por el comportamiento alcista de precios y costes.

El notable incremento del precio del barril de petróleo (gráfico 4), debido a la aparición de un fuerte componente de inestabilidad geopolítica, ha supuesto una importante fuente de presión al alza de los precios. En la Zona Euro este efecto puede haber constituido una barrera para una mayor relajación de la política monetaria del BCE, ya que los registros de inflación en algu-

GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN DEL BARRIL DE BRENT



nos países se han disparado a niveles de riesgo. En el caso de Japón se ha suavizado la tasa de caída de los precios a lo largo del año gracias al alza del crudo, que ha permitido contrarrestar el efecto deflacionista de la debilidad de la demanda. Por último, comentar que Estados Unidos ha reducido la probabilidad de aparición de riesgos deflacionistas, especialmente tras la publicación del último dato de IPC y la decisión de la Reserva Federal el pasado 6 de noviembre de rebajar 50 puntos básicos el tipo de intervención. También ha contribuido a presionar al alza la inflación estadounidense la evolución del dólar, que ha revertido a lo largo de 2002 la tendencia apuntada durante el último trimestre del año pasado, y ha sufrido una fuerte depreciación frente al euro y al yen. Las malas perspectivas económicas, las sucesivas rebajas de tipos de interés y el deterioro del saldo de la balanza por cuenta corriente en Estados Unidos sustentaron este movimiento. El euro también se fortaleció frente a la divisa nipona y continúa la escalada de revalorización iniciada en junio de 2001, y se mantiene controlada una de las potenciales fuentes de presión de los precios.

Otra de estas fuentes, los CLU, han iniciado una senda de crecimiento en la Zona Euro a mediados de este año, lo que añade presiones adicionales sobre la inflación y perjudica la competitividad frente a las otras dos áreas. Por su parte, Estados Unidos y Japón han sufrido una sustantiva rebaja durante lo que llevamos de año, y su disminución obedece tanto a una estrategia em-

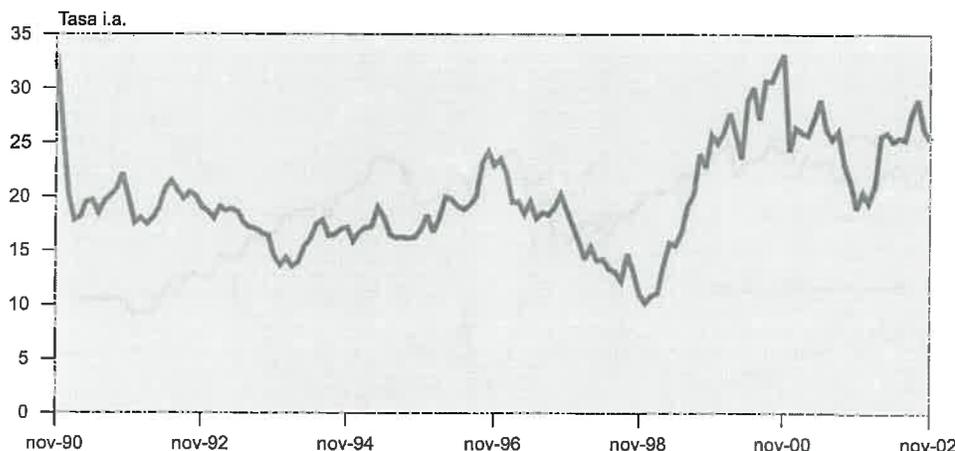
presarial de recorte de costes para mantener los márgenes, como a la debilidad del mercado laboral. El ritmo de creación de empleo ha seguido deteriorándose a lo largo del año. De esta forma, la tasa de paro ha repuntado varias décimas en las tres áreas, alcanzado niveles históricos en Japón (5,4 por 100) y máximos desde hace ocho años para Estados Unidos (6,0 por 100 en abril), mientras que en la Zona Euro vuelve a valores de 2000 (8,4 por 100).

Este mal comportamiento del mercado laboral ha venido recogido de manera continuada por los indicadores de confianza de los consumidores, que se han deteriorado gradualmente a partir de mitad de año. La negativa percepción de la coyuntura económica contemporánea y las malas perspectivas sobre su evolución futura se han visto reflejadas también en los indicadores de sentimiento empresarial.

4. CONDICIONANTES ESTRUCTURALES Y POLÍTICA ECONÓMICA

La evolución durante 2002 de los tres grandes bloques económicos ha estado condicionada por una serie de factores particulares de cada uno de ellos. Los rasgos diferenciadores son más evidentes en el caso de Estados Unidos, con un fuerte proceso sobreinversor, y en el de Japón, caracterizado por un sistema bancario "enfermo", que en el de la Zona Euro, donde, además de su elevada sensibilidad al contexto

GRÁFICO 5
PIB DE ESTADOS UNIDOS Y COMPONENTES



internacional, se siguen arrastrando un conjunto amplio de deficiencias estructurales.

4.1. Estados Unidos

El exceso de inversión y de capacidad productiva instalada a finales de la década de los noventa derivó en una acumulación de inventarios, debido a la debilidad de la demanda, así como en un incumplimiento de los objetivos de beneficio marcados por las empresas durante la "Nueva Economía". A lo largo de 2002, parte de estos desequilibrios se ha ajustado, como así se desprende de la senda de recuperación que desde principios de año ha venido dibujando la inversión en bienes de equipo, llegando en el tercer trimestre a alcanzar tasas de crecimiento positivas (1,1 por 100, tasa interanual), por primera vez en seis trimestres (véase gráfico 5). Sin embargo, también en su recorrido se ha topado con obstáculos que han prolongado su persistencia. Los escándalos contables hasta julio generaron una grave crisis de confianza, reflejada en la inestabilidad de los mercados bursátiles y la caída de los índices de clima empresarial. Esta dilatación en el tiempo de corrección de los excesos de sobreinversión se trasladaba a la actividad productiva y el mercado laboral, deteriorándolos en la segunda mitad del año.

Ante un problema de exceso de oferta como el que experimenta Estados Unidos caben pocas soluciones, a excepción del impulso de la

demanda. Esto ha llevado a centrar la atención en la evolución de consumo privado, que se ha caracterizado este año por exhibir una inusual fortaleza. En el tercer trimestre ha alcanzado una tasa del 3,8 por 100, máximo desde el tercer trimestre de 2000. La mayor parte de este consumo se ha canalizado a través del componente de bienes duraderos, gracias a los estímulos fiscales aplicados por la Administración Bush durante buena parte del año, la campaña de financiación cero aplicada por las empresas automovilísticas y los reducidos tipos de interés. Este último factor, unido a la inestabilidad de los mercados bursátiles, también ha contribuido al creciente dinamismo del sector inmobiliario, que ha tenido efectos muy positivos sobre la riqueza de las familias a través de la refinanciación de hipotecas y la venta de viviendas existentes, entre otras vías (véase gráfico 6).

La fortaleza del gasto en consumo contrasta, sin embargo, con la mayor debilidad que han venido exhibiendo a partir del segundo semestre los indicadores de confianza. Los riesgos que comporta para el consumo un mercado laboral estancado (efecto renta) y la inestabilidad de los mercados estarían detrás de esta caída de la confianza. A esto habría que sumar un elevado grado de endeudamiento de las familias (véase gráfico 7), que ante la falta de estímulos adicionales podría constituir un freno importante a la continuación de los ajustes de la oferta, en la medida en que el componente de consumo supone en torno a dos tercios del PIB.

GRÁFICO 6
EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS HIPOTECARIOS A 30 AÑOS Y LA REFINANCIACIÓN
DE HIPOTECAS EN ESTADOS UNIDOS

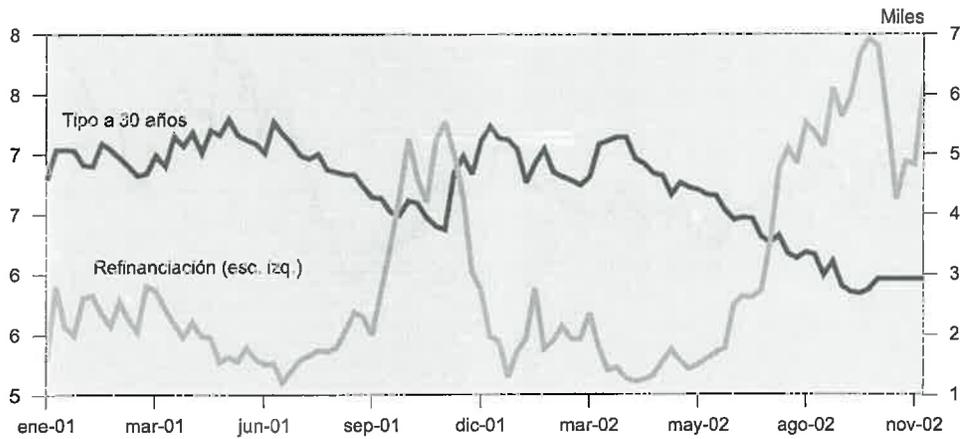
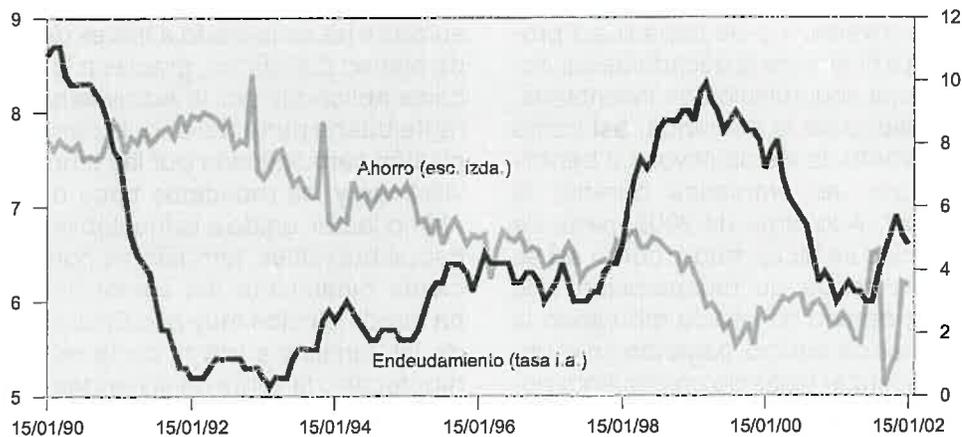


GRÁFICO 7
EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO Y DE LA TASA DE AHORRO
DE LAS FAMILIAS EN ESTADOS UNIDOS. (En porcentaje)



Estos temores empujaron a la Reserva Federal a actuar con contundencia el pasado 6 de noviembre, recortando los tipos de intervención 50 puntos básicos.

4.2. Japón

Agotado el *boom* de la Nueva Economía, la economía japonesa se enfrentaba a la misma situación que la estadounidense; exceso de capacidad y acumulación de inventarios. En cual-

quier caso, el problema de fondo no ha sido la desaceleración del sector tecnológico, sino la debilidad de una demanda interna asfixiada por un sistema financiero enfermo y que hace a esta economía excesivamente sensible a cualquier perturbación externa. Si bien durante los primeros meses de 2002 la recuperación del sector exportador arrastraba al alza el conjunto de la actividad económica (gráfico 8), la senda de desaceleración que viene exhibiendo en los últimos meses, causada por el entorno de debilidad económica global, ha llevado a revisar a la

GRÁFICO 8
EVOLUCIÓN DEL PIB JAPONÉS Y SUS COMPONENTES (Tasa i.a.)

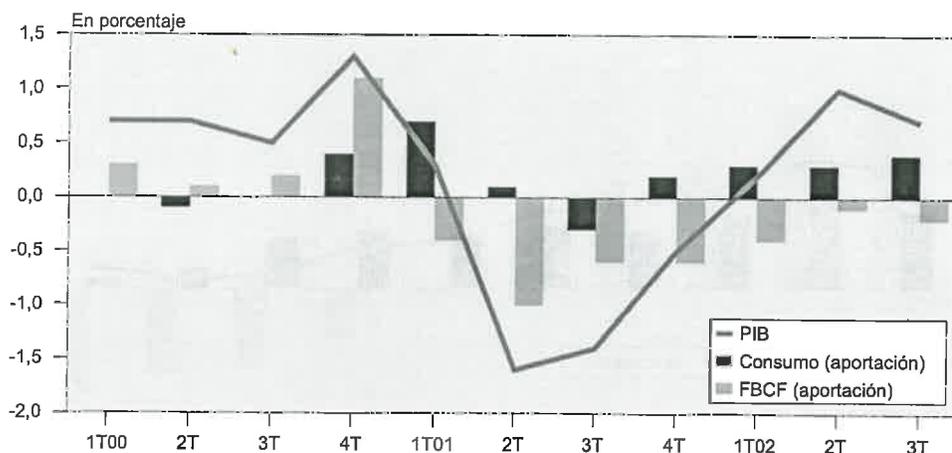
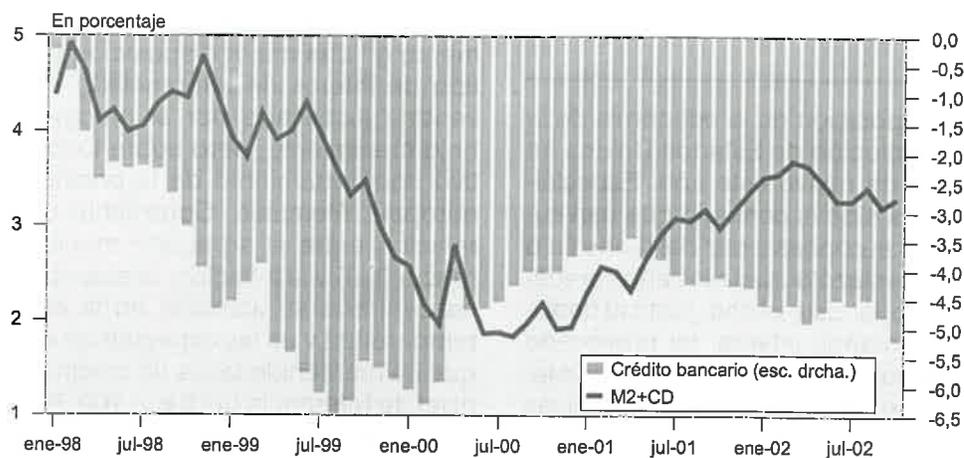


GRÁFICO 9
EVOLUCIÓN DE LA OFERTA MONETARIA Y EL CRÉDITO BANCARIO EN JAPÓN (Tasa i.a.)

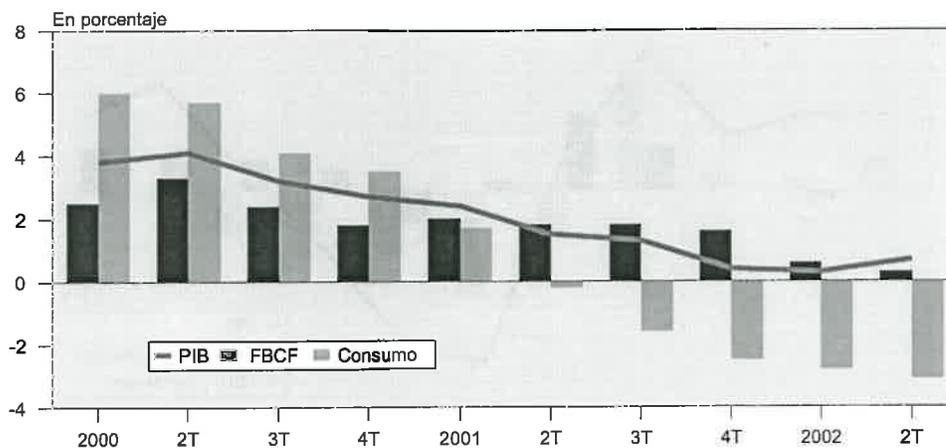


baja las previsiones de crecimiento de la economía para final del año.

Por otro lado, la mejora de los índices de clima empresarial no termina de verse materializada en un mayor nivel de inversión, al no encontrar las empresas crédito por parte de los bancos (véase gráfico 9). La fuerte carga que para las entidades financieras supone la existencia de gran cantidad de créditos morosos (unos 43 billones de yenes) es el principal lastre para la concesión de financiación adicional.

Mientras persista este estado de deterioro del canal de transmisión de la política monetaria, cualquier esfuerzo del Banco de Japón (BoJ) por estimular el crecimiento económico resultará inútil. Con el objetivo de paliar los problemas de crédito de los bancos japoneses, el pasado mes de septiembre el BoJ anunció un paquete de medidas que incluía la compra directa de acciones de varias de las instituciones financieras por valor de 2 trillones de yenes que mantendrá el BoJ en su cartera hasta el 2007. La razón detrás de esta medida es el elemento adi-

GRÁFICO 10
EVOLUCIÓN DEL PIB DEL ÁREA EURO Y COMPONENTES (Tasa I.a.)



cional de riesgo que constituye para los bancos la inestabilidad de las bolsas, pues mantienen en su cartera un elevado volumen de acciones.

4.3. Zona Euro

El grado de exposición de la economía de la Zona Euro a la evolución de Estados Unidos ha quedado patente de nuevo este año. Especialmente relevante ha sido el contagio que han sufrido las empresas europeas a raíz del fuerte flujo inversor que se desplazó durante los años precedentes desde Europa. Este hecho, junto al debilitamiento de la demanda interna, ha provocado una situación de sobreinversión, aunque de menor intensidad que en otras áreas económicas (gráfico 10). El descenso de ingresos vía demanda, así como la fuerte presión a la baja sobre los márgenes por el incremento de costes energéticos y laborales, han provocado un importante deterioro sobre los beneficios operativos.

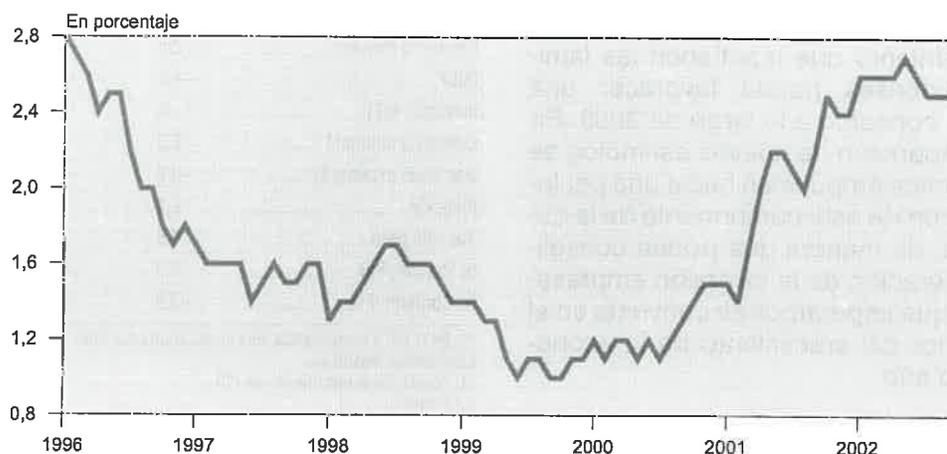
Si bien es cierto que, tal y como comentábamos en el apartado anterior, la productividad creció en 2002, la sempiterna falta de flexibilidad del mercado laboral europeo no ha permitido que estas ganancias se tradujeran en rebajas en los costes por la presión al alza de los salarios. Estas rigideces, unidas a la falta de competencia existente aún en algunos sectores de la economía, permiten mantener un elevado componente estructural de la inflación (gráfico 11), otro de los grandes problemas que afectan

a la Zona Euro y que ha limitado el recurso a nuevas relajaciones monetarias para combatir la atonía en la actividad.

El BCE, sin embargo, se encuentra recientemente en una mejor disposición para reducir el tipo de interés de referencia(2). Esta decisión vendría justificada por el entorno general de bajo crecimiento, pero sobre todo por el negativo comportamiento de la principal economía europea, Alemania. Consciente de la confusa relación entre el agregado monetario de referencia (M3) y la inflación, la autoridad monetaria ha centrado su atención en la evolución contemporánea y en las expectativas sobre el IPCA, que ha mantenido tasas de crecimiento sobre el nivel de referencia del 2 por 100. Por esta razón, el BCE no ha modificado el tipo de interés desde noviembre de 2001, reafirmando la existencia de un objetivo prioritario de inflación dentro de la política monetaria única. Sin embargo, las continuadas relajaciones de la Reserva Federal norteamericana, junto a las presiones políticas derivadas de la falta de actividad económica y la ausencia de margen de actuación para la política fiscal, han provocado una reflexión en el seno del Consejo de Gobierno del BCE, en el sentido de dar mayor relevancia a cuestiones relativas al empleo y el crecimiento en sus decisiones.

En cuanto a la política presupuestaria, la ralentización del ciclo económico ha seguido poniendo a prueba este año la consolidación fiscal

GRÁFICO 11
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE EN EL ÁREA EURO (Tasa i.a.)



en la Zona Euro, y se ha constituido como el principal factor del deterioro de las finanzas públicas durante 2002. Las previsiones de la Comisión estiman para final de año un aumento del déficit público para el conjunto de países desde el 1,5 por 100 de 2001 hasta el 2,3 por 100. Este empeoramiento ha provocado a lo largo del año numerosas llamadas de atención por parte de la Comisión, y ha promovido un cambio de visión acerca de la interpretación que los Estados deben darle al PEC. A la luz de los graves problemas presupuestarios que están atravesando algunos países (en Alemania las previsiones apuntan un déficit para 2002 del 3,8 por 100) y de las perspectivas derivadas del proceso de envejecimiento demográfico, se ha tratado de dar un impulso adicional a la consolidación fiscal a través de una serie de propuestas, entre las que destaca la necesidad de establecer una mayor vigilancia sobre la deuda pública. El Ejecutivo europeo ha recordado a los países de la Zona Euro que el artículo 104 del Tratado de la Unión Europea recoge también la posibilidad de activar el proceso sancionador en caso de que se exceda el nivel de referencia del 60 por 100 y no se esté llevando a cabo un proceso de reducción del endeudamiento público. Sin embargo, la Comisión, consciente de las demandas provenientes de los Estados, también ha querido introducir cierto grado de flexibilidad permitiendo deterioros temporales en el déficit subyacente (ajustado ciclo) en el caso de que se produzcan reformas estructurales profundas, dirigidas a impulsar el crecimiento. Eso sí, sin

abandonar el esfuerzo continuado de saneamiento de las finanzas públicas.

5. PERSPECTIVAS PARA 2003

Tanto el análisis del cuadro macroeconómico 2002, como de los condicionantes particulares de cada una de las economías, nos permite contemplar un escenario para 2003 más optimista que el actual. Sin embargo, la presencia de importantes desajustes y rigideces en las tres economías sugiere la existencia de potenciales riesgos para la recuperación de la actividad durante los próximos meses.

5.1. Estados Unidos

La economía estadounidense cuenta con "munición" suficiente para garantizar la reactivación de la economía en 2003. Por el momento, como ya hemos comentado anteriormente, ya ha hecho uso de los estímulos monetarios, y es altamente probable que en los próximos meses se vean acompañados por medidas de carácter fiscal, especialmente tras la obtención por parte de los republicanos de la mayoría en el Senado.

La rebaja de 50 puntos básicos de los tipos de intervención el pasado 6 de noviembre ya ha comenzado a tener su efecto en algunos indicadores de confianza del consumidor. No obstante, descartamos que esta recuperación, así

como el impacto directo que en el largo plazo puedan tener tanto los estímulos monetarios como los fiscales, revierta en unas tasas de crecimiento del consumo similares a las registradas durante el tercer trimestre, ya que el elevado endeudamiento que mantienen las familias estadounidenses podría favorecer una corrección del consumo a lo largo de 2003. En todo caso, la aparición de nuevos estímulos de política económica empujarían hacia una paulatina recuperación de este componente de la demanda interna, de manera que podría consolidarse la recuperación de la inversión empresarial, elemento que esperamos se convierta en el verdadero motor del crecimiento de la economía el próximo año.

La esperada recuperación no será gratuita, ya que la forma de corregir los desequilibrios implicará la acumulación de otros excesos en términos de déficit fiscal. La batería de estímulos fiscales aplicados durante el último tercio de 2001 y buena parte de 2002, ha dado al traste con casi cuatro años de superávit fiscal, cerrando el actual ejercicio, previsiblemente, con un déficit por encima del 1,5 por 100 del PIB. De repetirse la misma fórmula en el próximo año, es previsible que el déficit se duplique, lo cual podría tensionar al alza los tipos de interés, desanimando, en consecuencia, la inversión privada. Es decir, se produciría un efecto *crowding-out*, que limitaría la posibilidad de que la economía volviera a mostrar tasas de crecimiento similares a las registradas durante la década de los noventa (ver cuadro 1).

5.2. Japón

En el caso de la economía japonesa, es previsible que paralelamente a la paulatina recuperación del entorno internacional, el sector exportador nipón se recupere, y por ende el conjunto de la economía. No obstante, la sostenibilidad de este crecimiento pasa por la puesta en prácticas de reformas estructurales, como las propuestas por el Banco Central. Aunque, si bien éstas apuntan en la dirección correcta, no están tampoco exentas de críticas, en la medida en que implican la mera traslación del riesgo asociado a la tenencia de acciones de las entidades financieras a la autoridad monetaria. En este sentido, de persistir la inestabilidad que ha venido acompañando a las bolsas niponas en los últimos meses, la posesión de estas acciones podría dañar las cuentas públicas, ali-

CUADRO 1
PREVISIONES PARA ESTADOS UNIDOS(*)

	2001	2002 (p)	2003 (p)
PIB.....	0,3	2,4	2,5
Consumo Privado.....	2,5	3,0	2,2
FBCF.....	-3,8	-3,2	1,9
Inventarios(1).....	-1,4	0,8	0,3
Demanda interna(1).....	0,2	2,9	2,7
Demanda externa(1).....	-0,2	-0,7	-0,3
Inflación.....	2,8	1,6	2,3
Tasa de paro.....	4,8	5,9	5,9
S. Pptario./PIB.....	1,3	-1,6	-1,7
B. Corriente/PIB.....	-3,9	-4,6	-4,7

(*) En el PIB y componentes tasa media anual para datos anuales y tasa interanual para datos trimestrales.

(1) Aportación al crecimiento del PIB.

(p) Previsión.

Fuente: AFI y Consensus Forecast Inc (London).

mentando con ello el ya de por sí abultado déficit fiscal. Además, según el programa de reformas, los bancos deberían retirar el apoyo financiero a las empresas declaradas no viables, interrumpiendo la concesión de financiación adicional. Gran parte de este riesgo ya ha sido anticipado con las correspondientes provisiones, aunque persiste un importante componente que podría conducir a la quiebra de algunas instituciones financieras. Esta posibilidad ha llevado a una relajación de las medidas por parte de las autoridades políticas, circunstancia que observamos con recelo, ya que consideramos necesaria la puesta en marcha de un programa estricto de saneamiento para poder solucionar los graves problemas de base existentes en el sector financiero (ver cuadro 2).

5.3. Zona Euro

Las previsiones para la Zona Euro sitúan la tasa de crecimiento del PIB en el 2,1 por 100, siendo la fuerte recuperación de la inversión (crece un 0,8 por 100 frente al -2,7 por 100 en 2002) el componente que se perfila como el principal factor dinamizador de la actividad, junto al consumo privado, favorecido por el menor deterioro del mercado laboral y las mejoras en las expectativas. Otra nota destacable es la rebaja en las tensiones inflacionistas, que retroceden favorecidas por las expectativas de estabilidad en el precio del petróleo. Este cambio de tendencia debe entenderse en un contexto de condicionantes monetarias relajados hasta final de año, único período para el cual la curva de tipos de interés descuenta un tensionamiento

CUADRO 2
PREVISIONES PARA JAPÓN(*)

	2001	2002 (p)	2003 (p)
PIB	-0,1	-0,6	1,2
Consumo Privado	1,4	0,7	0,7
FBCF	-1,4	-5,9	-2,4
Inventarios(1)	-0,2	-0,4	0,7
Demanda interna(1)	0,8	-0,9	0,1
Demanda externa(1)	-0,7	0,7	0,4
Inflación	-1,0	-0,6	-0,4
Tasa de paro.....	5,0	5,4	5,5
S. Pptario./PIB	-7,2	-8,0	-8,1
B. Corriente/PIB	2,1	3,0	3,6

(*) En el PIB y componentes tasa media anual para datos anuales y tasa interanual para datos trimestrales.

(1) Aportación al crecimiento del PIB.

(p) Previsión.

Fuente: AFI y Comisión Europea.

significativo respecto al nivel de 2,75 por 100 esperado para diciembre de 2002. En cuanto al margen de actuación de la política fiscal, éste seguirá siendo reducido debido al excesivo déficit presupuestario que aún presentan las grandes economías europeas y a la reforzada disciplina impuesta por el PEC. Esperamos que se reanude el proceso de consolidación de las finanzas públicas, tanto desde el punto de vista del déficit público (desde el -2,3 por 100 este año hasta -2,1 por 100 en 2003), como desde el punto de vista de la deuda.

La creencia de que el potencial impulsor de la Zona Euro es muy inferior al de Estados Unidos ha perpetuado la inhibición de los diferentes niveles de decisión política a lo largo de los distintos períodos de debilidad económica durante los últimos años. Sería conveniente que las autoridades europeas, tanto supranacionales como estatales, asumieran un mayor protagonismo en la definición de instrumentos económicos que permitieran suavizar los ciclos y su impacto. A este respecto, consideramos muy favorable la flexibilización del PEC, entendida como la posibilidad de que puntualmente un Estado pudiera superar los niveles de referencia marcados como consecuencia de elementos coyunturales, sin que se pusieran en marcha los mecanismos de sanción previstos en el Tratado. La premisa principal que llevaría a la Comisión a aceptar este planteamiento sería la garantía por parte de los países miembros de fortalecer el componente estructural de sus finanzas públicas, a través de una rebaja del déficit público ajustado por el ciclo y del nivel de deuda. De esta forma, se evitaría poner en riesgo su soste-

CUADRO 3
CUADRO MACROECONÓMICO DEL ÁREA EURO(*)

	2001	2002 (p)	2003 (p)
PIB	1,4	0,8	1,5
Consumo Privado	1,8	0,5	1,3
FBCF	-0,7	-3,1	0,7
Inventarios(1)	-0,4	0,0	0,1
D nacional(1).....	0,9	0,1	1,2
D externa(1)	0,5	0,6	0,4
Inflación	2,5	2,3	2,1
Tasa paro	8,0	8,2	8,3
B. Corriente/PIB	0,4	1,0	1,0
S. Pptario./PIB	-1,5	-2,3	-2,1

(*) Tasa media anual para datos anuales y tasa trimestral para datos trimestrales.

(1) Aportación al crecimiento del PIB.

(p) Previsión.

Fuente: AFI y Comisión Europea.

nibilidad en el largo plazo, permitiendo un mayor colchón de seguridad para cuando lleguen los problemas derivados del envejecimiento demográfico (ver cuadro 3).

6. CONCLUSIONES

2003 será el año en que la economía mundial se encauce hacia una senda de recuperación, cuyo ritmo vendrá marcado por la velocidad a la que se depuren los excesos acumulados durante el período de la "Nueva Economía". El éxito de la recuperación pasa por la reducción de la incertidumbre en el actual panorama internacional. La persistencia de factores como la inestabilidad de los mercados bursátiles, la caída de los índices de confianza, la dificultad de las empresas para recuperar sus márgenes de beneficio, los riesgos de un enfrentamiento bélico, o los efectos adversos vinculados a una ampliación del déficit fiscal, podrían entorpecer la materialización de dicha recuperación, de forma similar a lo acontecido en 2002. También persisten riesgos de contagio en las economías emergentes, especialmente en el caso de gigantes como Brasil o China.

En cualquier caso, confiamos que la batería de estímulos derivado de las políticas fiscales y monetarias impulsen la recuperación de las economías. No obstante, consideramos necesaria la combinación de estas acciones con reformas estructurales que eliminen las rigideces presentes en buena parte de las economías, garantizando, de este modo, una mayor eficacia de los estímulos fiscales y monetarios.

NOTAS

(*) AFI.

(1) En un contexto de precios crecientes, el vendedor de una vivienda tiene la oportunidad de recibir de la venta un valor superior al del crédito hipotecario que cancela con la operación, obteniendo una rentabilidad adicional equivalente a la diferencia

existente entre ambas cantidades. La refinanciación de hipotecas ha experimentado una fuerte expansión, favorecida por unos tipos hipotecarios reducidos. Esto ha permitido sostener la renta de las familias a través de una vía adicional, al reducirse el servicio mensual y ampliar la duración del préstamo.

(2) La redacción de este artículo se produjo de manera previa a la reunión del Consejo de Gobierno del BCE el 5 de diciembre.