



PREDICCIÓN Y DIAGNÓSTICO

Nº68, Febrero 2002

Nº69, Marzo 2002

Instituto Flores de Lemus
Universidad Carlos III de Madrid

LA COYUNTURA ECONÓMICA INTERNACIONAL A MITAD DE 2002 Y SUS PERSPECTIVAS

En los últimos meses han comenzado a observarse claros indicios de recuperación económica en casi todas las regiones del mundo. El motor principal de esta recuperación está siendo la economía americana que en el primer trimestre del actual ejercicio alcanzó un crecimiento del 6,1% en tasa anualizada. La economía europea también ha comenzado a exhibir ciertos signos de mejora que parten de la demanda externa, mientras que la demanda interna sigue dando muestras de debilidad. En el mismo sentido se mueve la economía japonesa que parece dejar atrás la recesión. No obstante, en el segundo trimestre del actual ejercicio la fuerte inestabilidad de los mercados financieros ha afectado a la incipiente recuperación de la economía mundial y existe el riesgo de que si dicha inestabilidad perdura puede abortar la recuperación. Otro riesgo que puede ayudar a frenar la mencionada recuperación es la posibilidad de la extensión de la crisis Argentina al resto de Iberoamérica, principalmente, Brasil, si la citada crisis se extiende puede llegar a provocar una recesión en la economía mundial similar a la que hace cuatro años resultó de la crisis del Sudeste asiático.

I. INTRODUCCIÓN

El segundo trimestre del actual ejercicio ha sido muy agitado en los mercados financieros, lo que ha hecho que las perturbaciones registradas hayan ensombrecido en ese periodo la marcha de la economía real. Los análisis más solventes sostienen, sin embargo, que no hay desconexión entre la esfera financiera y la economía real y que las fuertes recaídas de los mercados bursátiles y del dólar en los últimos meses vienen motivadas por la evolución de los denominados "fundamentales".

Sin embargo, según algunos analistas para interpretar con cierta precisión el comportamiento reciente de la economía internacional, no habría que referirse tanto a la evolución de los indicadores de la economía real durante el periodo corriente, como a los excesos o desequilibrios que se acumularon durante la segunda mitad de los noventa, anteriores a la ligera recesión de 2001, y cuya corrección o ajuste

ha sido todavía hoy por hoy muy limitado: el dólar sigue sobrevalorado, las cotizaciones bursátiles también, el déficit por cuenta corriente de EE.UU. vuelve a crecer y albergará este año un déficit público en torno al 1,5% del PIB .

Ahora bien, en este momento, con la caída fuerte de los mercados en respuesta a las cotizaciones excesivas del pasado, es más probable que el sentido de la causación entre la economía real y las bolsas se invierta. La caída de las cotizaciones bursátiles corre el riesgo de hacer abortar la recuperación en curso, al hacer todavía más mella en la frágil posición financiera de los consumidores, a través de un efecto riqueza negativo, y en su confianza. Cabría recordar que el déficit financiero del sector familias en EE.UU. representa todavía casi el 4% del PIB, frente a una pauta histórica de superávit apenas inferior al 2% del PIB desde la posguerra.

Los efectos riqueza negativos, aunque comparativamente pequeños en la eurozona,

pueden limitar también la esperada recuperación del gasto en consumo en los próximos meses. Tras haberse estabilizado en el primer trimestre, los mercados bursátiles han caído más del 20% estos últimos tres meses. A finales de 2001, las tenencias de acciones en manos del sector privado en la eurozona, representaban en torno al 49% del PIB, de tal manera que el descenso reciente de las cotizaciones, si persiste, reducirá el patrimonio del sector privado en torno al 10%. Según estudios recientes del FMI, tal disminución patrimonial reduciría el gasto en consumo en un 0,2% en los próximos trimestres.

Por si no fueran suficientes las fuertes perturbaciones en los mercados de divisas y renta variable en los países ricos, en el último mes ha aumentado el riesgo de contagio de la crisis Argentina al resto de Iberoamérica, particularmente, Brasil. De acuerdo con algunas estimaciones si Brasil sigue el camino de Argentina, la crisis de los mercados emergentes sería comparable a la crisis asiática de hace cuatro años.

II. RECUPERACIÓN LABORIOSA Y DESIGUAL DE LA ECONOMÍA REAL

Al hacer balance de la recuperación de la economía real, durante la primera mitad del año en las tres grandes regiones económicas industrializadas, así como en el conjunto de las emergentes, se dispone de dos informes recientes. Uno es el de las Naciones Unidas (NU) y el otro es el del FMI preparado para reunión del G-7 en Canadá a mediados a mediados de junio.

Según el de NU la recuperación de la economía mundial será lenta y desigual, en contra de lo ocurrido en la fase de desaceleración previa, caracterizada por la sincronía y la rapidez. Cuantitativamente, NU prevé que el crecimiento del PIB mundial repuntará ligeramente, pasando del 1,3% en 2001 a 1,8% el ejercicio actual, antes de subir al 3,3% en 2003, tasas todavía lejanas del 4,0% observado en 2000. El citado informe señala que los países en desarrollo se beneficiarán sólo paulatinamente de la recuperación, con un crecimiento de su PIB del 3,3%, muy por debajo del 5% de media observado durante la pasada década. Por lo que respecta al crecimiento en los países desarrollados se recuperará tenuamente en el actual ejercicio, alcanzando un 1,3%, frente al 1,0% en 2001, antes de acelerarse hasta el 2,8% el año próximo.

Este informe también subraya los peligros de la dependencia creciente de la economía mundial respecto a EE.UU., como motor del crecimiento. Esta dependencia se ha generado como resultado de la participación creciente de EE.UU. en el comercio mundial, en 2000 llegó a representar casi el 20,0% de las exportaciones mundiales, por ello un descenso del ritmo de crecimiento de las importaciones de este país desde el 15,0% en 2000 al -3,0% en 2001 explica en gran parte la desaceleración de la economía mundial. NU urge a los responsables políticos a pasar de un crecimiento de la economía mundial impulsado por un motor único, a un crecimiento multipolar, lo cual resulta decisivo no sólo para sostener la recuperación en curso sino también para asegurar una recuperación vigorosa a medio plazo.

A su vez, en vísperas de la reunión del G-7 en Canadá, a mediados de junio, el FMI elaboró una actualización de sus previsiones de primavera, según las cuales el crecimiento de la economía mundial alcanzaría en 2002 un 2,9% (frente al 2,8% publicado en abril), apenas superior al 2,5% registrado en 2001. En particular, la economía de EE.UU. lograría un crecimiento del 2,5% - 2,7% frente al 2,3% antes publicado. Sin embargo, los expertos del FMI corrigen ligeramente a la baja la previsión de la eurozona, que ahora cifran en el 1,3% frente al 1,4% en abril.

Durante el primer trimestre del actual ejercicio, la economía de EE.UU. lideró la recuperación de la economía mundial, con un crecimiento del PIB del 6,1% en tasa anualizada, muy superior a lo previsto por las Instituciones Internacionales en primavera (FMI, OCDE, etc.), desatando una revisión al alza de las previsiones de crecimiento para 2002, cuyo consenso se centra ahora en torno al 2,7% frente al 0,9% a principios de año. El primer beneficiario de esta recuperación norteamericana ha sido Japón, que tras tres trimestres de recesión alcanzó un crecimiento próximo al de EE.UU. en el primer trimestre (5,7% en tasa anualizada) bajo el impulso excepcional de sus exportaciones, aunque su recuperación dista mucho de convencer a los mercados y a los analistas, que siguen desconfiando de su sostenibilidad a corto plazo. A su vez, la recuperación de la economía europea en dicho trimestre ha sido mucho más tenue e inferior a las previsiones de los indicadores adelantados, con un crecimiento del PIB del 1,3% en tasa anualizada, apoyado exclusivamente en el sector exterior.

En resumen, en los últimos meses han comenzado a apreciarse claros indicios de recuperación económica en casi todas las regiones del mundo, así lo afirma taxativamente el BCE en su último Boletín Mensual de junio. Durante el mismo periodo, también se intensificaron los impulsos sobre el crecimiento procedentes del comercio exterior que han beneficiado especialmente a los países de Asia. Tanto la producción como las exportaciones han repuntado desde finales del año 2001, impulsados principalmente por el ajuste de las existencias en EE.UU. y por una subida de los precios de los productos de electrónica e informática en los mercados mundiales.

En conjunto, esta región de Asia del Sur-Este que sufrió en 2001 una desaceleración brutal por el hundimiento de la demanda mundial de productos electrónicos, sobre todo en EE.UU., está resurgiendo con brío. Así, Corea del Sur alcanzará un crecimiento en torno al 5% (y no se olvide que su peso económico es ya equiparable al de la economía española), mientras su Banco Central endurece la política monetaria, ante los síntomas de recalentamiento interno. Malasia está en condiciones de lograr un 4% frente al 0,4% en 2001. Mientras Singapur y Taiwán dejan atrás la recesión, con crecimientos próximos al 4% y al 3%, respectivamente.

III. ESTADOS UNIDOS

En lo que atañe a la economía estadounidense, la información más reciente parece apuntar que, probablemente, el excepcional ritmo de recuperación observado en el primer trimestre no se mantendrá durante el resto del año. En efecto, se acaba de publicar la tercera revisión del PIB del primer trimestre, que ha superado todas las expectativas. Según estas últimas estimaciones, el crecimiento del PIB alcanzó un 1,5% respecto al trimestre anterior, equivalente al 6,1% en tasa anualizada. Según este tipo de tasas, que tiende a magnificar la corrección, ésta alcanza medio punto porcentual por encima de la estimación anterior del 5,6%; pero en tasa intertrimestral la revisión implica una subida de una décima respecto al 1,4% antes publicado. También la tasa de crecimiento interanual del PIB se corrige dos décimas al alza y se sitúa este trimestre en el 1,7%, frente al 0,5 observado en los dos trimestres finales de 2001. Con cualquier tipo de tasas, el ciclo de la economía estadounidense dejó atrás su punto mínimo en la segunda mitad de 2001 y se halla de nuevo en fase de recuperación, cuya fortaleza y sostenibilidad se trata de evaluar ahora.

Por otra parte, el patrón de crecimiento o composición interna del PIB en el primer trimestre se mantiene idéntico con estas nuevas cifras, es decir, bastante frágil y endeble como corresponde a una situación aún post-recesiva; en otras palabras, muy dependiente de la atenuación del ritmo de descenso de las existencias, que por sí sola aporta 3,4 puntos al crecimiento del PIB (sin la variación de existencias el crecimiento del PIB hubiera sido del 2,6%, frente al 3,8% observado en el cuarto de 2001) y de la expansión del gasto público en un 6,6%, a raíz de los atentados del 11-S.

El desglose por componentes de la evolución del PIB pone de manifiesto que el motor de la aceleración ha sido la demanda interna con un crecimiento global del 6,7%, mientras que la contribución negativa del sector exterior restaba 0,8 puntos porcentuales a la variación del PIB. Esta última resulta de un crecimiento de la exportación de bienes y servicios en volumen del 2,8% (frente a un descenso del 11% en el último de 2001), muy inferior al de la importación, del 8,3% (frente a una caída del 7,5% el trimestre anterior).

Merece comentario especial esta evolución positiva de la exportación por primera vez en los seis últimos trimestres, teniendo en cuenta la fortaleza del dólar hasta principios de marzo y el desplome del comercio mundial (éste sería, por otra parte, el indicador más adelantado de que el descenso del comercio mundial puede haber tocado fondo en el primer trimestre de 2002, tras su caída media anual en 2001 en torno al 1,0% en volumen). También debe destacarse el significativo avance de las importaciones, como indicador de la fuerza de la demanda interna, tras cinco descensos trimestrales consecutivos.

A medio plazo, el aumento del déficit comercial que conllevan estas dos tasas en una fase tan incipiente de la recuperación lleva a anticipar un aumento del déficit por cuenta corriente en 2002 hasta el 4,4% del PIB según cálculos de la OCDE y que rozaría el 5,0% a finales de 2003. De hecho, en el primer trimestre dicho déficit alcanzó el 4,3% del PIB, muy próximo a su máximo histórico en el cuarto trimestre de 2000. Esto significa que EE.UU. absorbe una parte creciente del ahorro mundial disponible, una tendencia que últimamente parece insostenible, ya que ello exige unas entradas de capital superiores a los 400 m.m. de dólares al año. Ahora bien, durante la segunda mitad de 2001, la inversión directa neta

más la compra de acciones arrojó un saldo negativo de 16 m.m. de dólares.

Dentro de la demanda interna, dejando aparte el comportamiento especial de la variación de existencias ya mencionado, el factor más sólido de la recuperación en curso proviene del vigor del consumo privado, por su ponderación en el PIB superior a los dos tercios y porque aumenta un 3,3% este trimestre, tras haber superado el 6% en el último de 2001. A raíz de las campañas de ventas de automóviles con financiación a tipo de interés cero tras el 11-S, se temía que un efecto de anticipación redujera sensiblemente el gasto en consumo de las familias este primer trimestre. Este ha sido el caso de los bienes duraderos, cuyo gasto ha disminuido un 9,4%, tras haber aumentado un 39,4% el trimestre anterior, pero simultáneamente se ha acelerado el gasto de los no duraderos, que ahora crece un 8,2% frente al 2,5% anterior y el consumo de servicios, que aumenta el 3,8%, frente al 2,0% el trimestre precedente. También el gasto público contribuyó a la expansión del PIB con un crecimiento del 6,6%, tras el 10,2% registrado en el trimestre anterior. El gasto público federal aumentó un 11,4%, igual que el trimestre precedente y los gastos de defensa nacional un 18,3%.

Dentro de la FBCF, hay que diferenciar la inversión empresarial en bienes de equipo, que sigue cayendo por quinto trimestre consecutivo, un 6,2% el primer trimestre, frente a un descenso del 13,8% el anterior, y la inversión en construcción, que crece un 14,6% frente a un descenso del 4,6% en el último de 2001. La inversión empresarial representaba, incluso antes de los escándalos de fraude en las contabilidades de grandes empresas, el eslabón más frágil de la coyuntura en EE.UU. La inversión empresarial, que lideró la fase descendente del ciclo económico global, debería volver a asumir un protagonismo principal, antes de que se pueda hablar de recuperación consolidada. El índice de la producción industrial con el que históricamente guarda una estrecha correlación, aunque en promedio del primer trimestre todavía registra una tasa de variación negativa respecto al mismo periodo de 2001, parece haber pasado por un nivel mínimo en los últimos meses de dicho año, registrando tasas de variación intermensuales positivas en los tres primeros meses de 2001. La media del primer trimestre representa una variación positiva del 2,8% en tasa anualizada, frente a una caída del 6,7% en el cuarto de 2001.

Por su parte, la inversión en construcción con un aumento del 14,6% en el primer trimestre y sólo una caída trimestral en el cuarto de 2001, aparece también como un puntal sólido de la recuperación. Aunque debe tenerse en cuenta que la suavidad de unas condiciones climáticas particularmente benignas la hayan favorecido, con un adelantamiento al primer trimestre de la realización de proyectos de construcción, este dinamismo de la construcción viene sostenido por la bajada de los tipos de interés y la persistente subida de los precios inmobiliarios.

La inquietud por la fortaleza del crecimiento en el segundo trimestre se ha intensificado a raíz del descenso del dólar y de la recaída espectacular de las bolsas desde finales de marzo. No es de extrañar que la Reserva Federal en su última reunión del pasado 26 de junio, mantuviera invariable su principal tipo de referencia en el 1,8%, nivel fijado hace siete meses y el más bajo de los últimos cuarenta años. En su comunicado oficial, de tintes sombríos, señalaba que el crecimiento de la demanda final se había moderado y que el vigor de la recuperación seguía siendo incierto. En el mismo se aseguraba que se mantenían equilibrados los riesgos para la estabilidad de precios y la recuperación económica.

La evolución económica en el segundo trimestre se ha visto completamente oscurecida por las fuertes perturbaciones de los mercados financieros y de divisas. Como resultado, por primera vez desde los años veinte, los mercados bursátiles han estado cayendo durante los primeros meses de una recuperación económica. El Dow Jones Industrial Average se sitúa ahora en los niveles de principios de 1999 y el dólar sigue depreciándose, desde enero ha caído un 10% frente al euro y un 8% frente al yen.

La economía de EE.UU., no obstante, ha mantenido el tipo frente a embates recientes como el estallido de la burbuja tecnológica y los ataques terroristas del 11-S, al precio de una recesión suave y pasajera. Mientras la productividad mantiene su cadencia, con un aumento por hora de trabajo del 6% en tasa interanual en el primer trimestre, el futuro de esta economía parece más favorable que la de ninguna otra gran región económica del mundo. Sin embargo, las dudas sobre el vigor de la recuperación económica subyacen tras las perturbaciones de los mercados durante este trimestre de referencia. Así, los indicadores mensuales del consumo apuntan a que el

consumo privado puede estar perdiendo impulso, de hecho las estimaciones para mayo apuntan a que el crecimiento del consumo real pudo ser nulo respecto a abril.

Este dato de mayo viene anticipado por un descenso inesperado de las ventas al por menor del 0,9%. A su vez, el indicador definitivo de confianza del consumidor de la Universidad de Michigan registró en junio un descenso de 4,5 puntos, sin duda asociado a la evolución del efecto riqueza, al pasar de 96,9 en mayo a 92,4 en junio. En síntesis, la desaceleración del consumo de las familias en el segundo trimestre será previsiblemente importante, tras haber sostenido hasta ahora el ciclo general de la economía.

El ligero debilitamiento del mercado de trabajo en el segundo trimestre, que pone de relieve tanto al aumento del paro (en tasa y en nivel) como el tenue descenso del empleo, también puede anticipar una desaceleración de la actividad, aunque estos indicadores suelen mostrar cierto retraso respecto a aquélla. En efecto, la tasa de paro aumenta desde el 5,6% en el primer trimestre al 5,9% en el segundo, mientras que el número de desempleados pasaba de 8,0 millones a 8,5. En abril la tasa de paro alcanzó el 6,0% de la población activa, disminuyó dos décimas porcentuales en mayo y ha recuperado una décima en junio, situándose en el 5,9%.

No obstante, el indicador más relevante del mercado de trabajo, a efectos del seguimiento de la coyuntura es el empleo desestacionalizado no agrario. Su nivel se mantiene prácticamente estable en los últimos cuatro meses, con un ligero aumento de 36.000 puestos de trabajo en junio, tras haber aumentado 24.000 en mayo. Esta evolución de los dos últimos meses es relativamente favorable, teniendo en cuenta que entre marzo de 2001, cuando se inició la recesión, y febrero de 2002 las caídas de empleo mensuales fueron de 160.000 en promedio. No obstante, el nivel medio de empleo desestacionalizado en el segundo trimestre, muestra todavía un ligero descenso del -0,04% respecto periodo anterior, mientras que el nivel de junio es inferior en 1,4 millones de empleos al de hace un año. La recuperación en curso, que sigue mostrando fuertes avances de productividad hasta el primer trimestre, se muestra parca en cuanto a creación de empleo.

Tampoco son halagüeñas las perspectivas de la inversión empresarial en equipo, dada la precaria

evolución de los beneficios y el alto nivel de capacidad instalada ociosa (24,5% en el sector industrial). La desaceleración del índice de la producción industrial en abril y mayo (y previsiblemente en junio según la evolución del indicador de clima industrial ISM), con aumentos mensuales del 0,3% y 0,2%, respectivamente, (frente a aumentos superiores al 0,4% en los tres primeros meses del año) no permite augurar una evolución positiva de la FBCF en equipo, la cual registra tasas negativas durante los cinco últimos trimestres.

También contribuirá a la desaceleración en el segundo trimestre la inversión en construcción, por el efecto de anticipación al primer trimestre antes comentado. Sin embargo, las perspectivas del sector para los dos próximos trimestres son muy favorables, ya que en mayo las viviendas iniciadas aumentaron de nuevo un 12%. Si a ello se añaden los desplazamientos de fondos al sector inmobiliario que seguramente ha inducido la fuerte corrección de las bolsas, junto a la evolución de los precios de la vivienda, no cabe ser pesimistas sobre las perspectivas a medio plazo de la inversión en construcción.

En definitiva, el último *Consensus Forecast* de junio, que anticipa un crecimiento del PIB en tasa intertrimestral del 0,7% para el segundo trimestre, tras el 1,5% observado en el primero, parece a estas alturas, a la vista de los indicadores más recientes y de la evolución de los mercados, relativamente optimista. Pero, sobre todo, no se puede descartar, si se prolonga durante los meses de verano la alta inestabilidad de los mercados, a la que suelen ser estacionalmente proclives, que las repercusiones sobre la recuperación en curso durante la segunda mitad del año sean considerables.

IV. UNIÓN EUROPEA

En el caso de la Eurozona según las nuevas estimaciones de la Contabilidad Nacional (CN) recién publicadas, el crecimiento del PIB en el primer trimestre alcanzó un 0,3% respecto al trimestre anterior (la primera estimación era del 0,2%), equivalente al 1,3% en tasa anualizada. En tasa interanual el aumento del PIB se situó en el 0,3% (la estimación anterior era de sólo un 0,1%), frente al 0,4% en el último del año pasado.

Esta ligera recuperación se debe enteramente a la mejora del sector exterior que aporta medio punto porcentual al crecimiento trimestral del PIB,

mientras que la demanda interna le resta dos décimas porcentuales. La contribución positiva del sector exterior resulta de una expansión de las exportaciones de bienes y servicios en volumen, del 0,5%, tras cuatro trimestres de descensos, y de un descenso de las importaciones del 0,8%.

La expansión de las exportaciones representa casi el único factor positivo de la actual coyuntura europea y viene a apoyar la hipótesis comentada a propósito de varios países individuales como Alemania, Japón, etc., de que el fuerte descenso del comercio mundial en el transcurso de 2001, puede haber tocado fondo en este primer trimestre. No obstante, esta pauta de recuperación basada en las exportaciones significa también que a la eurozona le falta capacidad propia para impulsar su propia recuperación sin el apoyo de la expansión de la economía mundial.

Dentro de la demanda interna, el consumo privado se estanca, tras dos trimestres de escasísimo avance. La aceleración que ha sufrido la inflación en este primer trimestre del año (la tasa anual subió medio punto pasando del 2,1% en el cuarto trimestre de 2001 al 2,6% en el primero de 2002), sin duda, afectó al poder adquisitivo de las familias. Por otro lado, el comportamiento del mercado laboral tampoco puede favorecer al consumo, pues aunque la tasa de paro sólo ha repuntado ligeramente en el conjunto de la eurozona (8,3% en mayo frente al 8,1 en diciembre), la creación de empleo parece haberse ralentizado notablemente.

Lo cierto es que la confianza de los consumidores europeos no parece mantener una trayectoria firme, pues experimentó un aumento significativo en mayo de 2002, lo que hizo que el indicador se situara por encima del nivel de septiembre de 2001, pero en junio ha empeorado de nuevo, perdiendo un punto porcentual.

A su vez, la FBCF reduce sensiblemente su caída con las nuevas estimaciones, hasta el -0,1%, en el primer trimestre, en una secuencia de cinco descensos consecutivos. Sin conocer el desglose entre inversión en equipo y construcción, la evolución del índice de la producción industrial sugiere que el mínimo cíclico de la inversión empresarial en equipo quedaría atrás a la altura del cuarto trimestre de 2001, pues si bien su tasa interanual todavía es negativa (-2,8%), su variación respecto al trimestre anterior ya es ligeramente positiva (+0,8%). Sin embargo, el dato de abril registra un descenso del 0,5% respecto al mes anterior.

Se acaba de publicar el dato de producción industrial en Alemania en mayo, con un descenso del 3,5% (excluida la construcción) respecto al mes anterior, en el que se observa una intensa caída. La media de abril-mayo arroja así un descenso de la producción industrial del 0,7% respecto a la media del primer trimestre. No cabe esperar, por tanto, una mejora sensible de la coyuntura alemana en el segundo trimestre liderada por el sector industrial. En el conjunto de la eurozona, tras el mal dato de abril, no se esperan buenos resultados en mayo, a juzgar por este dato de Alemania, el de España..., etc. Muy probablemente, la media de abril/mayo respecto al primer trimestre será inferior al avance medio de dicho periodo respecto al último trimestre de 2001.

Por su parte, los indicadores de clima industrial muestran que en el segundo trimestre de 2002 continuó la recuperación, aunque también muestran la persistencia de un cierto grado de incertidumbre acerca de su intensidad. En junio de 2002, el índice de directores de compras del sector manufacturero volvió a aumentar, hasta 51,8 (51,3 en mayo). El índice de expectativas del Instituto ZEW, que suele anticipar bien la evolución del IFO, registró un aumento de 4,1 puntos en junio, alcanzando el nivel de 72,5 para el conjunto de la eurozona. A su vez, según las encuestas de la Comisión, la confianza industrial disminuyó un punto en junio, tras haber mejorado dos en mayo. Con todo, hasta ahora, la tasa de aumento del segundo trimestre es menor que en el primero, cuando la confianza industrial registró un fuerte repunte. En suma, los últimos indicadores opináticos podrían apuntar a un cierto grado de incertidumbre en cuanto a la intensidad de la recuperación en el sector industrial.

Por otro lado, cabe señalar que la variación de existencias ha restado por sí sola tres décimas porcentuales al crecimiento trimestral del PIB, prácticamente igual que en los dos trimestres precedentes; lo cual inclina a pensar que el proceso de ajuste de existencias, en respuesta a la flexión de la demanda final, no ha concluido.

Tal como había avanzado Eurostat la inflación en mayo fue de un 0,1% respecto a abril, bajando la tasa interanual hasta el 2,0% desde el 2,4% en el mes anterior y en junio continuó descendiendo y alcanzó el 1,7%. Con estos resultados recupera el nivel de referencia de la estabilidad de precios, tal como lo tiene fijado el BCE, que había abandonado en el pasado diciembre. Ahora bien,

esta disminución de la inflación interanual se debe, principalmente, a los efectos de base asociados a los fuertes aumentos de precios de los alimentos no elaborados y de la energía en mayo de 2001. De hecho, la inflación subyacente, es decir, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, se mantuvo en el 2,6% por sexto mes consecutivo.

Por otra parte, la apreciación del euro desde marzo, a resultas de la depreciación del dólar, a cuya paridad se ha aproximado de nuevo los últimos días está ejerciendo por sí misma un efecto moderador sobre la inflación, aunque resulta difícil determinar su intensidad y el momento en que se produce, según el Boletín Mensual del BCE de julio, que se acaba de publicar. A pesar de ello, esta misma fuente considera que todavía existen riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

En sus previsiones de primavera, la Comisión preveía un crecimiento del PIB para el actual ejercicio en la eurozona del 1,4%, con un perfil trimestral que conllevaba un crecimiento del 0,4% en tasa interanual en el primer trimestre, que ha resultado ser del 0,3% según estas cifras de la CN. Para los próximos trimestres la Comisión mantiene un crecimiento intertrimestral del 0,3 – 0,6% en el segundo trimestre y del 0,7 – 1,0% en el tercero, de tal manera que en tasa interanual alcanzará un crecimiento del 2,6%, es decir, en torno al potencial de crecimiento en el último trimestre. Este escenario es a todas luces optimista pues de la consulta a los analistas privados realizada por *The Economist* en julio se deduce un crecimiento medio del 1,2%, una décima inferior a la del mes anterior, y las estimaciones más recientes realizadas en el Instituto Flores de Lemus arrojan un crecimiento todavía inferior, 1,1%.

V. JAPÓN

La economía japonesa alcanzó un crecimiento del PIB del 1,4% en el primer trimestre equivalente al 5,7% en tasa anualizada, frente a un descenso del 4,8% observado en el último de 2001. Con este repunte del crecimiento económico, el más elevado de los dos últimos años, se cierra el periodo de recesión más prolongado (tres trimestres consecutivos) en los últimos veinte años. Un récord negativo que se desarrolla en el contexto recesivo en que discurre esta economía desde "el estallido de la burbuja" de precios de los activos bursátiles e inmobiliarios en diciembre de 1989. La tasa de crecimiento interanual del PIB

mantiene todavía signo negativo por cuarto trimestre consecutivo y se sitúa en el -1,6%.

El rasgo más destacable de esta recuperación es el impulso excepcional que le brinda el sector exterior, con una contribución positiva al crecimiento del PIB de 0,7 puntos porcentuales, es decir, la mitad del crecimiento intertrimestral del mismo. También la demanda interna sorprende con una expansión agregada del 0,8% este trimestre, frente a sucesivas caídas en los tres trimestres precedentes. Ciertos analistas, recordando fuertes revisiones del pasado, ponen en cuestión la fiabilidad de las estimaciones de esta Contabilidad Nacional Trimestral respecto a determinados componentes de la misma, en particular del consumo de las familias, porque su evolución choca con el comportamiento de sus determinantes más próximos.

Dentro de la demanda interna, el consumo privado crece el 1,6% respecto al trimestre anterior. Si esta primera estimación se confirma, sería un resultado muy positivo, pero no deja de resultar chocante, ya que la confianza de los consumidores, aunque mejora 1,5 puntos en promedio del trimestre respecto al último de 2001, se mantiene en niveles muy bajos. De hecho, el gasto de los hogares descendió en mayo un 3,3% mensual. Además, persiste la mala situación del mercado de trabajo. Por su parte, el consumo público ha aportado su granito de arena por segundo trimestre consecutivo, con un crecimiento positivo del 1,2% en el último.

La Formación Bruta de Capital Fijo mantiene su evolución negativa en el primer trimestre, -1,2%, en continuidad con su recesión de todo el pasado año (en tasa interanual, su variación en dicho periodo fue del -9,6%). La inversión empresarial en equipo cae un 3,2% respecto al trimestre anterior, descenso que llega a ser del 11,2% respecto al mismo periodo de 2001. Más aún, esta estimación de la CN parece moderada, pues a principios de mayo la encuesta del Ministerio de Hacienda informaba que la caída del gasto en inversión había sido del 16,8% en tasa interanual, la más fuerte de los tres últimos años. Por otra parte, sus perspectivas de futuro son poco halagüeñas ya que los beneficios empresariales siguen cayendo (-14,6% en el primer trimestre en tasa interanual), aunque a menor ritmo que en el pasado.

El índice de producción industrial en el primer trimestre del presente ejercicio ralentizó su ritmo de caída interanual, en dicho periodo dicha tasa

alcanzó el -10,5%, frente al -14,2% observado en el último de 2001. A su vez, el crecimiento medio del primer trimestre ya es ligeramente superior al del precedente y la misma tendencia creciente registran los datos de abril y mayo. En otras palabras, el descenso de la producción industrial tocó fondo en el último trimestre de 2001 y se ha recuperado estos últimos seis meses. La gran industria exportadora japonesa, por ejemplo la del automóvil, ha iniciado ya la recuperación. Por el contrario, sigue en recesión el sector de la construcción, con una caída intertrimestral del 2,3%. La variación de existencias ha tenido una aportación nula.

La contribución positiva del sector exterior resulta de un crecimiento de la exportación de bienes y servicios en volumen del 6,4% (tras una secuencia ininterrumpida de cinco trimestres de caídas), frente a un crecimiento nulo de la importación. Resulta difícil exagerar la importancia de esta vigorosa recuperación de las exportaciones, ya que representa el puntal más sólido de la coyuntura actual a la hora de superar la recesión. Cabe subrayar además que el crecimiento de la exportación de mercancías en valor, del 7,2% respecto al trimestre anterior, es el más elevado de todos los países industrializados en este periodo de referencia.

Para explicar esta evolución hay que tener en cuenta al menos tres factores. La caída del comercio mundial el pasado año vino arrastrada

por el hundimiento del sector de las nuevas tecnologías de la información, muy presentes en el patrón de especialización comercial japonés. Por otra parte, la recuperación actual de sus mercados exteriores de la cuenca asiática y de EE.UU. parece más adelantada que la media mundial. Por último, la depreciación del yen frente al dólar ha contribuido decisivamente a este impulso de las exportaciones. En promedio en el primer trimestre el yen se depreció frente al dólar en torno a un 7% respecto al periodo anterior. Pero su tendencia apreciativa que se acentuó a partir del mes de mayo ha motivado al menos seis intervenciones del Banco de Japón en el mercado de divisas estos últimos meses en defensa de la moneda norteamericana.

En cuanto a las perspectivas de crecimiento para este país, la mayoría de los analistas no cree que la recesión japonesa haya terminado. No obstante, la composición del PIB trimestral que aquí se ha analizado muestra un patrón de recuperación bastante coherente y muy frecuente en otras fases cíclicas de recuperación. Estamos ante una recuperación impulsada inicialmente por la exportación, a la que ya se ha incorporado un poco la inversión empresarial en equipo.

Julio 2002

VI. Cuadros.

I. CONTABILIDAD NACIONAL

País: EE.UU.

	% Variación intertrimestral anualizada					% Variación interanual				
	2001	2001			2002	2001			2002	2002 (*)
		II	III	IV	I	II	III	IV	I	
PIB	1,2	0,3	-1,3	1,7	6,1	1,2	0,5	0,5	1,7	2,5
Demanda interna	1,3	0,4	-1,0	1,7	6,7	1,3	0,6	0,4	1,9	3,0
Consumo privado	3,1	2,5	1,0	6,1	3,3	3,2	2,4	3,1	3,2	3,0
Gasto público	3,6	5,0	0,3	10,2	6,6	2,9	3,4	5,1	5,5	4,2
FBC privada	-8,0	-12,1	-10,5	-23,5	24,1	-7,5	-9,4	-14,8	-7,1	-0,7 (**)
Equipo e instalaciones	-3,2	-14,6	-8,5	-13,8	-6,2	-2,0	-5,8	-9,4	-10,8	-3,2
Construcción	1,5	5,9	2,4	-4,6	14,6	0,5	3,9	2,9	4,3	2,4
Exportación bienes y serv.	-4,5	-11,9	-18,8	-10,9	2,8	-2,0	-9,2	-10,9	-10,0	-2,8
Importación bienes y serv.	-2,7	-8,4	-13,0	-7,5	8,3	-0,5	-6,8	-8,5	-5,5	2,3
Sector exterior (Contrib.al PIB)	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	-0,8	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,7

(*) Previsión OCDE

(**) FBCF total.

I. CONTABILIDAD NACIONAL

EUROZONA

	% Variación intertrimestral					% Variación interanual				
	2001	2001			2002	2001			2002	2002 (*)
		II	III	IV	I	II	III	IV	I	
PIB	1,5	0,0	0,2	-0,3	0,3	1,6	1,4	0,4	0,3	1,4
Demanda interna	0,8	0,3	-0,2	-0,3	-0,2	1,2	0,7	-0,4	-0,4	1,2
Consumo privado	1,7	0,5	0,1	0,1	0,0	1,0	1,0	0,9	0,4	1,2
Consumo público	2,2	0,4	0,3	0,7	0,6	0,4	0,5	0,4	0,4	1,6
FBCF	-0,5	-0,6	-0,4	-0,5	-0,1	0,0	-0,3	-0,4	-0,3	0,2
Variación existencias (**)		0,1	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2	-0,4	-1,3	-0,8	0,1
Exportación bienes y serv.	2,5	-0,9	-0,3	-1,3	0,5	4,3	1,0	-2,7	2,0	2,6
Importación bienes y serv.	0,8	-0,1	-1,5	-1,6	-0,8	3,4	-0,8	-5,1	-4,0	2,0
Sector exterior (**)	0,7	-0,3	0,4	0,0	0,5	0,4	0,7	0,8	0,7	0,3

(*) Previsión de primavera de Comisión Europea.

(**) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuente: Eurostat

I. CONTABILIDAD NACIONAL

País: JAPON

	% Variación intertrimestral					% Variación interanual				
	2001				2002	2001				2002
	2001	II	III	IV	I	II	III	IV	I	2002 (*)
PIB	-0,5	-1,2	-0,6	-1,2	1,4	-0,7	-0,5	-2,0	-1,6	-0,7
Demanda interna	0,2	-0,9	-0,6	-1,2	0,8	0,2	0,3	-1,5	-2,0	-1,5
Consumo privado	0,5	-1,1	-1,7	1,9	1,6	0,0	-0,4	0,9	0,7	-0,4
Consumo público	3,1	1,6	-0,3	0,4	1,2	3,0	2,5	2,8	2,9	2,5
FBCF	-1,9	-2,1	1,8	-8,2	-1,2	-1,0	0,7	-8,6	-9,6	-5,8
Exportación bienes y serv.	-6,5	-4,9	-3,0	-2,6	6,4	-5,9	-9,6	-11,7	-4,3	1,9
Importación bienes y serv.	-0,5	-2,6	-4,2	-2,0	-0,0	2,3	-3,0	-9,0	-8,6	-5,6
Sector exterior (Contrib.al PIB)	-0,7	-0,3	0,1	-0,1	0,7	-0,9	-0,8	-0,5	0,4	0,7

(*) Previsión OCDE.

PREDICCIÓN Y DIAGNÓSTICO

Instituto Flores de Lemus de Estudios Avanzados en Economía
Universidad Carlos III de Madrid

SUSCRIPCIÓN PARA EL AÑO 2002: 120,20. €. (IVA incluido)

NOMBRE Y APELLIDOS:.....
DIRECCIÓN C.P.
POBLACIÓN
TELÉFONO..... FAX CORREO ELECTRÓNICO.....
N.I.F. FECHA

MODO DE PAGO

✓ Talón Bancario:

A nombre de: Fundación Universidad Carlos III.

CIF 79852257 - Domicilio Fiscal C/Madrid 126, 28903 Getafe (Madrid)

(Enviar Talón a : Fundación Universidad Carlos III. Dpto Contabilidad. Avda de la Universidad, 30. 28911 Leganés (Madrid)

✓ Transferencia bancaria:

A la Fundación Universidad Carlos III. C.C.C.: 2096/0630/18/2839372704

✓ Tarjeta de Crédito:

VISA AMERICAN EXPRESS MASTERCARD

Número Fecha de caducidad: ____/____/____

Firma: _____

Enviar a la atención de Mónica López Torres, Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto "Flores de Lemus", Universidad Carlos III, Dpcho. 11.75, Avda. de Madrid, 126 - 28903 GETAFE (MADRID). Las consultas sobre estas suscripciones pueden realizarse a la misma persona en el teléfono 91-624.98.89, fax 91-624.93.05 o por correo electrónico en la dirección laborat@est-econ.uc3m.es

**TEMAS TRATADOS EN NÚMEROS ANTERIORES
DE *PREDICCIÓN Y DIAGNÓSTICO***

- El ritmo de creación de empleo continúa debilitándose (nº 66-67 diciembre 2001-enero 2002)
- La actividad industrial se mantiene débil aunque ha comenzado a exhibir ciertos signos de mejora (nº 64-65 octubre-noviembre 2001)
- La Coyuntura económica internacional y sus perspectivas a finales de 2001. (nº 62-63 agosto-septiembre 2001)
- La aceleración de los costes laborales en una situación de debilidad del empleo. (nº 61 junio de 2001)
- Situación y perspectivas de la economía española en un contexto de incertidumbre. Bienio 2001-2002. (nº60 mayo de 2001)
- El sector exterior Español acusa el debilitamiento de la economía mundial. (nº59 abril de 2001)
- El mercado laboral acusa la desaceleración de la actividad económica (nºs, 57-58, Febrero y Marzo de 2001)
- La actividad industrial sigue dando muestras de debilitamiento (nº56 Enero de 2001)
- Situación de la economía Española y perspectiva para el bienio 2001-2002. (nº 55, Diciembre de 2000)
- Los costes laborales frenan la moderación de los últimos años (nº 54, Noviembre 2000).
- Situación del sector exterior: abultado déficit comercial aunque mejora su contribución al crecimiento del PIB (nº 53, Octubre 2000)
- La actividad industrial confirma su debilitamiento (nº 52, Septiembre 2000)
- La creación de empleo se desacelera aunque sigue manteniendo un elevado dinamismo (nº 51, Agosto 2000)
- Los salarios abandonan la moderación de los últimos años (nº 49, Mayo 2000)
- El favorable comportamiento del mercado laboral. Situación actual y perspectivas (nº 48, Abril 2000)
- El auge de la construcción: situación actual y perspectivas (nº 47, Marzo 2000)
- La actividad industrial prosigue la recuperación impulsada por el dinamismo de las exportaciones (nº 46, Febrero 2000)
- La recuperación del sector exterior: situación actual y perspectivas (nº 45, Enero 2000)

***PREDICCIÓN Y DIAGNÓSTICO* ES UNA PUBLICACIÓN PATROCINADA POR LA
FUNDACIÓN UNIVERSIDAD CARLOS III DE MADRID**