



BOLETÍN INFLACIÓN Y ANÁLISIS MACROECONÓMICO



Instituto Flores de Lemus de Estudios Avanzados en Economía. Número Especial 2002

INFORME DE LA EFN SOBRE EL PANORAMA ECONÓMICO EN LA ZONA EURO



PRIMAVERA 2002

**PRINCIPALES
RESULTADOS**

- El crecimiento económico en la zona Euro se predice en un 1,2% en el 2002 y un 2.2% en el 2003.
- Sobre la inflación en el Índice de Precios Armonizado se pronostica que decrecerá durante el 2002 hasta alcanzar el 2.0%, pero se recuperará de nuevo en el 2003 hasta situarse en el 2.2%
- La inversión privada permanece muy débil, cayendo un 1.4% durante el 2002 y aumentando sólo un 0.2% durante el 2003.
- El consumo privado, después de crecer a un 2% en el 2001, crecerá a un 1.8% en el 2002 y un 2.1% en el 2003.
- Las exportaciones aumentarán un 2.3% en el 2002, y después de la fuerte recuperación del comercio mundial, se incrementarán en un 9.1% para el 2003.

TASA ANUALES DE INFLACIÓN GLOBAL Y SUBYACENTE EN LA ZONA EURO



Contenido

Presentación p. i
Acerca de la Red de Predicción Europea p. ii
Resumen Ejecutivo p. iv

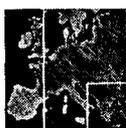
PARTE I Análisis coyuntural de la zona Euro p. 1
1. Evolución de la Producción y la Demanda Interna p. 3
2. Evolución del Mercado de Trabajo p. 6
3. Evolución de los Precios p. 7
4. Tipo de Cambio y Demanda Interna p. 9
5. Evolución Financiera p. 11
6. Escenarios Alternativos para el Precio del Petróleo, Crecimiento en EEUU y Tipo de Cambio p. 15
6.1 Un Shock en el Precio del Petróleo p. 15
6.2 Crecimiento en EEUU p. 16
6.3 Apreciación de la Tasa de Cambio Euro/\$EEUU p. 17

PARTE II Política Económica ante un Shock grande en la zona Euro p. 18
1. ¿Un Shock de Demanda en los EEUU? ... p. 18
2. ¿Un shock de Oferta en los EEUU? p. 19
3. Los efectos de un Shock de Oferta de EEUU en la Zona Euro p. 21
4. Una Evaluación de la Política Monetaria del BCE al enfrentarse a un Shock Negativo en los EEUU p. 21
5. Evaluación de una Expansión Fiscal Coordinada en la Zona Euro p. 23
5.1 Aumento del Gasto Público en Europa ... p. 23
5.2 Descenso en el Impuesto de Sociedades y en los Impuestos Salariales p. 24

PARTE III Efectos asimétricos de la Política Monetaria p. 27

PARTE IV Versión Ampliada del Informe p. 31

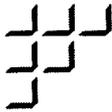
INFORMACIÓN SOBRE BOLETIN DE INFLACIÓN Y ANÁLISIS MACROECONÓMICO p. 32



Boletín Inflación y
Análisis Macroeconómico



Universidad Carlos III de Madrid

INSTITUTO
FLORES
DE LEMUS 

PANORAMA ECONÓMICO EN LA ZONA EURO

En este número especial del Boletín de Inflación y Análisis Macroeconómico del Instituto Flores de Lemus de la Universidad Carlos III de Madrid, se presenta en castellano la versión resumida del “Informe de la EFN sobre el panorama económico de la zona euro”, realizado por el European Forecasting Network (EFN) formado por ocho institutos de seis países europeos, entre los que se encuentra el Instituto Flores de Lemus.

La investigación realizada desde el IFL que permite poder participar en la EFN ha sido posible gracias a múltiples proyectos previos de investigación llevados a cabo por miembros del IFL y financiados por el Ministerio de Educación español y la Unión Europea. Especialmente importante para la participación del IFL en la EFN ha sido la financiación proporcionada por la Fundación Universidad Carlos III a través del patrocinio de la “Cátedra: Predicción y Análisis Macroeconómico”. Finalmente, la difusión de este informe en castellano se realiza con el patrocinio del Banco Sabadell.

Antoni Espasa
Director Instituto Flores de Lemus



Acerca de la Red de Predicción Europea

La Red Europea de Predicción (EFN) es un grupo de investigación compuesto por distintas Instituciones Europeas, fundado en el 2001 y cofinanciado por la Comisión Europea. El objetivo de la EFN es proporcionar un análisis serio de la situación económica actual en la zona Euro, realizando predicciones a corto plazo de las principales variables macroeconómicas y financieras, aconsejando sobre políticas y estudiando exhaustivamente los temas más relevantes para el funcionamiento de la Unión Monetaria. La EFN publica dos informes semi-anales, uno en primavera y otro en otoño. Más información acerca de la RPE puede obtenerse de en la dirección de la web, www.efn.uni-bocconi.it o en el e-mail efn@uni-bocconi.it.

Instituciones Participantes:

IGIER, Università Bocconi (Coordinador)

Director del Equipo: Massimiliano Marcellino (massimiliano.marcellino@uni-bocconi.it)

Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII)

Director del Equipo: Lionel Fontagné (fontagne@ceprii.fr)

The Halle Institute for Economic Research (IWH)

Director del Equipo: Christian Dreger (cdr@iwh-halle.de)

The Department of Economics, European University Institute (EUI)

Director del Equipo: Michael Artis (michael.artis@iue.it)

The Econometric Institute - Erasmus Universiteit (EUR)

Director del Equipo: Dick van Dijk (djvandijk@few.eur.nl)

Anàlisi Quantitativa Regional (AQR), Universitat de Barcelona

Director del Equipo: Jordi Surinach (surinach@eco.ub.es)

Instituto Flores de Lemus (IFL), Universidad Carlos III

Director del Equipo: Antoni Espasa (espasa@est-econ.uc3m.es)

Department of Applied Economics (DAE), University of Cambridge

Director del Equipo: Sean Holly (sean.holly@econ.cam.ac.uk)

Responsable del informe: Massimiliano Marcellino

Este informe refleja el punto de vista de los autores. La Comisión Europea no es responsable de cualquier uso que pueda hacerse de él, ni de la información contenida en el mismo.

Finalización del Informe el 13 de Marzo del 2002

Lista de participantes en este informe

IGIER, Università Bocconi (Coordinador)

Elena Bisagni	Francesco Giavazzi
Ornella Bissoli	Massimiliano Marcellino
Agostino Consolo	Francesca H. Neglia
Carlo Favero	Francesca Pancotto

Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII)

Agnés Benassy-Queré	Jean Pierre Laffargne (CEPREMAP)
Stéphane Capet	Florence Legros
Lionel Fontagné	Bronka Rzepkovski
Frédéric Karamé	

The Halle Institute for Economic Research (IWH)

Christian Dreger	Udo Ludwig
Axel Lindner	Klaus Weyerstrass

The Department of Economics, European University Institute (EUI)

Michael Artis	Lusine Lusinyan
Anindya Banerjee	Igor Masten
Dmitri Boreiko	Luca Onorante
Thomas Hintermaier	

Anàlisi Quantitativa Regional (AQR), Universitat de Barcelona

Manuel Artís	Raúl Ramos
Ernest Pons-Fanals	Jordi Suriñach-Caralt

Instituto Flores de Lemus (IFL), Universidad Carlos III

Rebeca Albacete	Mónica López Torres
Juan José Dolado	Ramón María-Dolores
Antoni Espasa	Roman Minguez
Francisco García-Saavedra	Lorena Saiz
García-Rabadán	Eva Senra
María José Garzón	

Department of Applied Economics (DAE), University of Cambridge

Sean Holly

Traducción realizada por Iván Mayo Burgos perteneciente al Instituto Flores de Lemus



Resumen Ejecutivo

Este informe analiza la situación actual de la economía en la zona Euro. Para ello proporciona predicciones de las variables macroeconómicas claves para el 2002 y 2003, realiza experimentos destinados a evaluar los efectos de las políticas monetarias y fiscales expansivas y estudia detalladamente las consecuencias de la política monetaria sobre las distintas fases del ciclo económico.

Usamos herramientas econométricas y estadísticas para tratar estos temas, no obstante, todos los resultados son expuestos y comentados de manera clara y no técnica. Para acceder a un mayor detalle técnico remitirse a la versión ampliada del informe, disponible en la web del EFN, www.efn.uni-bocconi.it y en las de los institutos participantes como: IGIER, Università Bocconi, Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII), The Halle Institute for Economic Research (IWH), The Department of Economics, European University Institute (EUI), The Department of Economics, European University Institute (EUI), Anàlisi Quantitativa Regional (AQR), Universitat de Barcelona, Instituto Flores de Lemus (IFL), Universidad Carlos III, Department of Applied Economics (DAE), University of Cambridge.

Las predicciones son obtenidas a través de un modelo econométrico estructural de tamaño medio, o con sofisticados modelos de series temporales. La base teórica del modelo econométrico se refiere a una economía abierta, la Zona Euro globalmente considerada, donde los mercados son competitivos. Los agentes son agrupados en sectores: familias, empresas, gobierno y países extranjeros. Dentro de cada sector suponemos que los individuos son homogéneos. El modelo incluye bienes, trabajo y activos del mercado financiero, y esto último comprende dinero y bonos. Las familias y las empresas privadas maximizan su utilidad y beneficios, respectivamente. Debido a que el modelo no está planteado para poder evaluar políticas fiscales, el gobierno es tratado como exógeno, al igual que los países extranjeros. Desde un punto de vista econométrico, el modelo está especificado en la forma de corrección del error, donde las relaciones de largo plazo entre las principales variables son estimadas usando técnicas de cointegración, la dinámica de las variables es captada a través de regresores con retardos y la viabilidad estadística del modelo se contrasta a través de un conjunto de pruebas de diagnóstico sobre los residuos. Una completa descripción del modelo se proporciona en el anexo 2 de la versión ampliada del informe.

Las simulaciones de políticas se realizan con un modelo macro-econométrico anual para 17 países: los 14 miembros de la Unión Europea (Luxemburgo y Bélgica están unidos), Estados Unidos, Japón y Canadá. Cada país es modelizado por el mismo sistema de aproximadamente 50 ecuaciones, en las cuales hay una descripción integral de las relaciones entre países a través de los flujos de comercio y capital. La mayoría de las ecuaciones de comportamiento descritas en el modelo están basadas en la optimización intertemporal, bajo el supuesto de previsión perfecta. Las dos características más importantes del modelo son su estructura de generaciones de capital con tecnología “putty clay” y realizar la toma de decisiones sobre el consumo en un contexto de maximización de la utilidad intertemporal. La dificultad existente en la determinación del consumo es agravada por la dificultad de tratar con valores nominales, paridades de tipos de interés, reglas monetarias, etc. El modelo supone equilibrio inter-temporal en la restricción presupuestaria de cada gobierno y equilibrio

en la balanza de pagos de cada país. La estimación del modelo se realiza a través de la técnica del GMM para datos de panel. Para más detalles remitirse al Anexo 3 de la versión ampliada del Informe.

Adentrándonos en la situación económica actual, muchos de los temores de que el ataque terrorista del 11 de Septiembre conduciría a la economía mundial a una recesión más profunda se han disipado. Una oportuna relajación de la política monetaria por parte de la Reserva Federal, el Banco Central Europeo, y el Banco Central de Inglaterra ha ayudado a restaurar la confianza de empresarios y consumidores. La producción industrial ha comenzado a aumentar cuando los pedidos han mejorado. No obstante, tal es el impacto de esta caída, que predecimos que la zona Euro sólo crecerá en un 1.2% en el 2002. En el 2003 dicho crecimiento aumentará hasta el 2.2%.

La recuperación mundial en la segunda mitad de los noventa estuvo caracterizada por el fuerte crecimiento en inversión empresarial respecto al crecimiento del PIB. Con la excepción de Alemania, esto fue una característica de la zona Euro. Una parte de este boom en la inversión fue alimentado por las expectativas irrealistas generadas sobre las posibilidades de una nueva economía. El freno brusco del boom del ICT en el mercado de valores provocó un importante recorte en la inversión mundial. Esto rápidamente se tradujo en una caída de la producción industrial de EEUU en la segunda mitad del 2000 y en el 2001, la cual se propagó al resto del mundo. Esto ha provocado un mayor grado de sincronización de los ciclos económicos a través del mundo que el que habíamos observado desde los inicios de los ochenta.

La producción industrial en la zona Euro ha tenido una tendencia descendente desde el final del año 2000. El comercio mundial de bienes, el cual creció al 12% en el año 2000, apenas creció en el 2001. Aunque la economía mundial actualmente tiene menos sensibilidad a subidas en el precio del petróleo de la que presentaba en los setenta y ochenta, una subida del precio del barril desde 12 dólares en el principio de 1999 hasta prácticamente 30 dólares a finales del 2000 aumentó las dificultades a las que la industria ya se enfrentaba y hundió los ingresos de las familias.

Ahora hay signos de que lo peor ha pasado, aunque el PIB en la zona Euro cayó en un 0.2% en el último trimestre del 2001, la producción industrial creció al 0.3% y las ventas al público crecieron un 0.4% en Diciembre del 2001. La tasa de desempleo en la zona Euro se ha estabilizado en el 8.4%. En el cuarto trimestre del año el PIB creció a una tasa anual de 1,4% en EEUU, después de una caída del 1,3% en el tercer trimestre. La profunda recesión en el sector industrial mundial ha sido compensada en parte por el consumo de las familias y algunas bonificaciones fiscales por parte de las autoridades públicas, además del muy favorable clima monetario. Esto haría que el descenso en el ciclo pudiera volverse relativamente poco pronunciado. Sin embargo, las secuelas provocadas por la excesiva inversión durante el ascenso del ciclo significan que la recuperación es lenta durante el 2002.

El desempleo disminuyó durante el 2000, aunque esto se invirtió en el 2001, y los niveles de desempleo permanecerán probablemente altos en países tales como España, Grecia e Italia. El rango de resultados para los estados miembros en la zona Euro ha sido diverso. Alemania, en concreto, se ha visto particularmente afectada por la reducción de la inversión. De todas formas, en conjunto, esperamos que la tasa de



desempleo de la zona Euro permanezca estable en el 2002, alrededor del 8.4%, y descienda levemente hasta el 8.1% en el 2003.

El dilema central al que se enfrentan las autoridades monetarias es interpretar si los signos que indican que el final de la recesión puede haber sido alcanzado son suficientes para obviar la necesidad de una nueva flexibilización monetaria. Durante los tres últimos años la inflación en la zona Euro ha tenido una tendencia creciente y esto ha impedido al BCE practicar respuestas tan vigorosas como las de la Reserva Federal de EEUU ante los deterioros de las condiciones económicas. Sin embargo, estas presiones inflacionistas se han reducido en estos momentos, puesto que el precio del petróleo se ha calmado y la recesión ha debilitado la habilidad de las compañías para trasladar los costes. La inflación del Índice de Precios al Consumo Armonizado caerá en la segunda mitad del 2002 por debajo del 1.5%, pero la inflación subyacente en los servicios traerá a la inflación del IPCA de vuelta al máximo del 2% al final del 2002. La tasa de inflación esperada es del 2.2% para el 2003, probablemente menor en caso de darse una caída en los impuestos indirectos y una evolución más estable de los precios de los artículos de alimentos no elaborados. La posibilidad de llevar una política monetaria más flexible está por lo tanto restringida, al menos bajo la estricta formulación actual del objetivo de estabilidad de precios. De esta forma, nosotros esperamos que el tipo de interés a corto plazo permanezca estable este año, y se incremente levemente hasta alrededor del 3.8% durante el próximo año.

Las simulaciones realizadas con el modelo multinacional Marmotte indican que una política monetaria suavemente expansionista por parte del BCE no sería suficiente para absorber los efectos asimétricos que la recesión de EEUU provoca sobre los diferentes miembros de la zona Euro. Asimismo, la política monetaria expansionista seguida por la Reserva Federal, en ausencia de una política fiscal complementaria, no puede compensar totalmente los efectos de la recesión en EEUU.

La efectividad de la política monetaria es algo que mejora si se toma en consideración la posibilidad de poder tener una reacción diferente de la economía en recesiones que en expansiones. Hay evidencia para sugerir que a nivel agregado en la zona Euro, los tipos de interés tienen efectos mayores en las recesiones que en las expansiones. Una flexibilización monetaria tendrá un efecto mayor en la actividad económica cuando ésta esté embarcada en una recesión, si lo comparamos con los efectos de una mayor tensión monetaria en un boom.

Parte de las presiones inflacionistas que recientemente afectaron a la zona Euro pueden tener su origen en la depreciación del Euro respecto al dólar ocurrida antes del inicio de 1999. El incremento de la volatilidad de los mercados de activos financieros después del 11 de Septiembre se ha apaciguado y la tasa de cambio dólar a Euro es más estable. No obstante, el tipo de cambio efectivo más importante para el Euro, que afecta más a la inflación y a la balanza externa puesto que es una media ponderada de las tasas de cambio con respecto los principales socios comerciales, ha fluctuado sobre una media estacionaria desde primavera del último año. Esperamos sólo una suave depreciación para el 2002 del 3%, y un 1% en el 2003, principalmente como consecuencia del descenso del diferencial del tipo de interés con los EEUU, y del mejor resultado esperado en la economía de EEUU. Todavía hay una incertidumbre sustancial alrededor de estas predicciones.

En cuanto a la eficacia de la política fiscal en la zona Euro, las simulaciones indican que ésta es relevante para la estabilización de las economías nacionales y para compensar los impactos asimétricos de los shocks de EEUU, concretamente en el caso de políticas expansionistas coordinadas. Con el fin de evitar que las restricciones del SGP sean violadas, las reducciones impositivas son preferidas a incrementos en el gasto del gobierno.

Aunque lo peor puede haber pasado, está claro que todavía existe un gran número de desequilibrios en la economía mundial que dificultarán una rápida recuperación del ciclo. La caída en los mercados de valores de los últimos dos años ayudará a realizar valoraciones de las empresas más en la línea de considerar expectativas realistas de los flujos de dividendos futuros. Pero la sobreinversión en ICT todavía puede frenar la inversión empresarial a medio plazo. No obstante, las contracciones fiscales por parte de EEUU en la segunda mitad del 2001 y el bajo nivel de los tipos de interés a corto plazo ayudarán a acelerar la recuperación económica en el 2002. Esto animará el comercio mundial y proporcionará un estímulo para la economía Europea.

Este estímulo, sin embargo, podría no ser suficiente para llevar a la economía hasta una pauta de crecimiento alta y persistente. Aumentar el crecimiento con una base más duradera necesitaría de algunas reformas estructurales, tales como el incremento de la competencia en los mercados de bienes y servicios, mayor facilidad en los movimientos de capital y trabajo, e incentivos a empresas y sindicatos para lograr consensos sobre medidas de flexibilización del mercado laboral.



Principales Resultados sobre en la Economía de la zona Euro

- El área Euro crecerá un 1,2% en el 2002 y un 2.2% en el 2003.
- La inflación en el Índice de Precios Armonizado se pronostica que decrecerá durante el 2002 hasta alcanzar el 2.0%, pero se recuperará de nuevo en el 2003 hasta situarse en el 2.2%
- La inversión privada permanece muy débil, cayendo un 1.4% durante el 2002 y aumentando sólo un 0.2% durante el 2003.
- El consumo privado, después de crecer a un 2% en el 2001, crecerá a un 1.8% en el 2002 y un 2.1% en el 2003.
- La tasa de cambio efectiva real para el Euro se pronostica que se reduzca en un 3.1% durante el 2002 y en un 1.3% en el 2003, pero existe una considerable incertidumbre sobre estas cifras.
- El comercio mundial se espera que crezca un 1.7% en el 2002 y un 10.3% en el 2003.
- Las exportaciones aumentarán un 2.3% en el 2002, y después de la fuerte recuperación del comercio mundial, se incrementarán en un 9.1% para el 2003.
- Los predicciones de las variables exógenas se toman de las principales instituciones internacionales. En concreto, el precio del petróleo se supone que es de 20 dólares por barril en la realización de nuestras predicciones. Las tasas de crecimiento del PIB para los Estados Unidos y Japón se supone que son del 0.7% y del -1.0% en el 2002 y del 2.7% y del 0.2% en el 2003, respectivamente. Los valores correspondientes para la inflación son el 1.7% y el 0.9% en el 2002 y el 2.1% y el 1.6% en el 2003; el tipo de interés a corto plazo toma valores del 2.25% y el 0.07% para el 2002 y del 3.25% y el 0.07% en el 2003, respectivamente.

Bandas del Error de Predicción

Además de informar sobre las estimaciones puntuales en la predicción, proporcionamos intervalos de confianza basados en simulaciones estocásticas con el modelo de predicción EFN. Concretamente, presentamos un conjunto de valores tales que la probabilidad de que la predicción este entre ellos es del 80%. Por ejemplo, en el 2002 esperamos que con cuatro quintos de probabilidad el consumo privado tienda a estar entre el 1.5% y el 2.1%, mientras que la inversión permanece en una amplia banda entre el -3.0% y el -0.1%, y para la tasa de intercambio real efectiva del Euro, sobre la cual hay una gran incertidumbre, los extremos del intervalo van desde -6.4% hasta el 1.2%.

Panorama Económico para la zona Euro

	1998	1999	2000	2001	2002:I		2002:I		2003:I	
					Estimación Puntual	Intervalo Confianza	Estimación Puntual	Intervalo Confianza	Estimación Puntual	Intervalo Confianza
PIB	2.8	2.6	3.3	1.6	0.9	0.6 1.2	1.2	0.8 1.6	2.2	1.2 2.9
Consumo Privado	3.0	3.1	2.5	2.0	1.7	1.4 2.0	1.8	1.5 2.1	2.1	1.4 2.7
Consumo Público	1.2	2.1	1.9	2.0	1.8	1.6 2.0	1.5	1.3 1.8	0.9	0.5 1.4
Inversión Privada	5.1	5.3	4.3	-0.4	-1.2	-2.0 -0.5	-1.4	-3.0 -0.1	0.2	-3.0 2.2
Inventarios/PIB	0.5	0.3	0.3	0.0	0.1	-0.2 0.1	0.2	-0.2 0.4	0.3	0.0 0.5
Exportaciones	7.0	5.1	11.2	3.3	0.0	-1.1 1.0	2.3	-0.3 4.1	9.1	6.8 11.5
Importaciones	9.5	6.9	10.2	2.0	-0.3	-1.7 0.9	2.1	-0.6 4.0	8.3	5.4 10.9
Desempleo	10.5	9.5	8.6	8.3	8.4	8.1 8.7	8.4	7.9 9.1	8.1	7.5 9.2
Comercio	5.7	6.8	12.0	1.5	-0.8	-1.7 0.0	1.7	0.3 3.0	10.3	8.1 12.4
Tipo de Cambio Euro Nominal Efectivo	2.2	-5.9	-11.3	1.9	0.1	-3.2 3.0	-3.0	-6.0 1.0	-1.0	-7.0 4.0
Tipo de Cambio Euro Real Efectivo	1.9	-5.7	-10.4	2.8	0.5	-2.5 3.4	-3.1	-6.4 1.2	-1.3	-7.3 3.5
Tipo de Interés C/P	3.9	3.0	4.4	4.4	3.5	NA NA	3.5	NA NA	3.8	NA NA
Tipo de Interés L/P	4.7	4.7	5.4	5.1	4.8	4.2 5.1	4.8	3.8 5.3	5.2	4.5 6.2
Salario	1.7	2.3	3.3	2.7	2.7	2.4 3.0	2.9	2.3 3.4	2.7	2.0 3.3
Coste Laboral Unitario	1.7	2.3	3.3	2.7	2.4	2.1 2.8	2.5	1.7 3.0	2.3	1.5 3.1
PIB	1.2	1.7	1.3	2.1	1.6	1.1 1.9	1.6	0.6 2.2	1.8	0.6 2.7
Precios de Consumo	0.8	1.7	2.5	2.1	1.4	0.9 1.9	2.0	1.0 3.0	2.2	1.0 3.4

Cambio porcentual medio comparado con el mismo periodo del año anterior, excepto la tasa de desempleo y el tipo de interés que son expresados en niveles, y los precios del consumo los cuales son expresados en tasas de crecimiento anual sobre el mismo periodo del año anterior. Predicciones realizadas a partir del modelo de predicción del EFN.



Índice de Contenidos

PARTE I	Análisis coyuntural de la zona Euro	1
1.	Evolución de la Producción y la Demanda Interna	3
1.1	Situación Económica Actual en la Zona Euro	3
1.2	Evolución Esperada	6
2.	Evolución del Mercado de Trabajo	6
2.1	Condiciones del Mercado de Trabajo para la zona Euro	6
2.2	Evolución Esperada	7
3.	Evolución de los Precios	7
3.1	Evolución Reciente en la Zona Euro	7
3.2	Evolución Esperada	9
4.	Tipo de Cambio y Demanda Interna	9
4.1	Evolución Reciente	9
4.2	Evolución Esperada	11
5.	Evolución Financiera	11
5.1	Evolución Reciente	11
5.2	Evolución Esperada	13
6.	Escenarios Alternativos para el Precio del Petróleo, Crecimiento en EEUU y Tipo de Cambio	15
6.1	Un Shock en el Precio del Petróleo	15
6.2	Crecimiento en EEUU	16
6.3	Apreciación de la Tasa de Cambio Euro/\$EEUU	17
PARTE II	Política Económica ante un Shock grande en la zona Euro	18
1.	¿Un Shock de Demanda en los EEUU?	18
2.	¿Un shock de Oferta en los EEUU?	19
3.	Los efectos de un Shock de Oferta de EEUU en la Zona Euro	21
4.	Una Evaluación de la Política Monetaria del BCE al enfrentarse a un Shock Negativo en los EEUU	21
5.	Evaluación de una Expansión Fiscal Coordinada en la Zona Euro	23
5.1	Aumento del Gasto Público en Europa	23
5.2	Descenso en el Impuesto de Sociedades y en los Impuestos Salariales	24
PARTE III	Efectos asimétricos de la Política Monetaria	27
PARTE IV	Versión Ampliada del Informe	31



Lista de cuadros

Cuadro 1: Los efectos en las predicciones de PIB e inflación ante escenarios alternativos para el precio del petróleo, crecimiento en EEUU, y el tipo de cambio Euro/dólar _____	16
Cuadro 2: El efecto de un shock negativo a la tasa de preferencia temporal de los consumidores de EEUU _____	19
Cuadro 3: Los efectos de un shock negativo en la productividad de EEUU _____	20
Cuadro 4: Un shock negativo en la productividad de EEUU: su impacto en la zona Euro _____	21
Cuadro 5: Un shock negativo en la productividad de EEUU junto a un incremento de la sensibilidad sobre la inflación del BCE _____	22
Cuadro 6: Los efectos de un incremento del gasto de los gobiernos de Europa en un 1% del PIB _____	24
Cuadro 7: El efecto de una reducción de los impuestos sobre beneficios en la zona Euro de un 1% del PIB _____	25
Cuadro 8: El déficit público como porcentaje del PIB para una selección de países de la UE en el 2001 y el aumento en puntos en este después de una política fiscal expansiva _____	26
Cuadro 9: Los efectos en la probabilidad de transición de las diferentes fases del ciclo ante un shock en el tipo de interés _____	30



Lista de Gráficos

Gráfica 1: Tasa de crecimiento del PIB en la zona Euro y en EEUU	<u>4</u>
Gráfica 2: Tasa de inflación anual en la zona Euro y en EEUU	<u>7</u>
Gráfica 3: Tasa anual de la inflación subyacente y de la inflación total para la zona Euro	<u>8</u>
Gráfica 4: Tipo de cambio nominal del Euro respecto al dólar EEUU	<u>10</u>
Gráfica 5: Tipo de cambio nominal efectivo del Euro	<u>10</u>
Gráfica 6: Tipo de interés a tres meses para la zona Euro, EEUU y Japón	<u>12</u>
Gráfica 7: Tipo de interés de los bonos del gobierno a diez años en la zona Euro, EEUU y Japón	<u>13</u>
Gráfica 8: La curva de tipos en la zona Euro en Agosto del 2001	<u>14</u>
Gráfica 9: La curva de tipos en la zona Euro en Febrero del 2002	<u>15</u>
Gráfica 10: Predicciones para el tipo de interés real y el tipo de interés obtenido a partir de la Regla de Taylor	<u>28</u>
Gráfica 11: Respuesta en el crecimiento del PIB en las diferentes fases del ciclo ante un aumento no anticipado en el tipo de interés	<u>29</u>



PARTE I Análisis Coyuntural en la zona Euro

La zona Euro está situada en un punto de giro del ciclo económico. Los temores de que la repercusión del 11 de Septiembre en la recesión económica mundial, la cual empezó en la segunda mitad del 2000, traerían una aceleración de la misma a medida que la confianza de empresarios y consumidores se evaporase, han resultado infundados. Una profunda relajación monetaria, unos 100 puntos básicos por el BCE y unos 150 puntos básicos en los EEUU, ha ayudado a mantener la liquidez de la economía mundial.

Las ventas al por menor subieron en un 0.4% en la zona Euro comparadas con Diciembre del 2000, deprimidas por las bajas cifras obtenidas por Alemania. La producción industrial ajustada por estacionalidad se incremento en un 0.3% en la zona Euro en Diciembre del 2001 comparado con Noviembre del 2001, pero está todavía por debajo del 4.7% si lo comparamos con Diciembre del 2000. La severa recesión en el sector industrial mundial ha sido compensada en parte por la flexibilidad de las familias y alguna bonificación fiscal por parte de las autoridades públicas, lo cual provocaría que la recesión del ciclo pudiera tornarse relativamente poco profunda. A pesar de esto, las secuelas a causa de la excesiva inversión durante el ascenso del ciclo alimentó las expectativas irrealistas sobre las posibilidades de la nueva economía y provocó el estallido del boom del ICT en los mercados de valores, lo que puede significar que la recuperación sea lenta durante el 2002.

Nosotros estamos prediciendo que el PIB en la zona Euro, después de estar creciendo al 1.6% en el 2001, crecerá un 0.9% en tasa anual durante los seis primeros meses del 2002, consiguiendo una tasa de crecimiento del 1.2% para el año completo, similar a las predicciones para la economía de EEUU. El crecimiento se espera que sea del 2.2% en el 2003. Esta titubeante recuperación refleja la continua debilidad en la inversión, la cual cae un 1.4% en el 2002 y consigue sólo una pequeña subida del 0.2% en el 2003.

La Producción Industrial en la zona Euro ha tenido una tendencia descendente desde finales del 2000. El comercio mundial de bienes, el cual creció un 12% en el 2000, apenas creció en el 2001. Aunque la economía mundial es menos sensible a los aumentos en el precio del petróleo que lo que era en los setenta y ochenta, una subida desde 12 dólares por barril al comienzo de 1999 hasta prácticamente 30 dólares para finales del 2000 ahonda en las dificultades a las que la industria ya se estaba enfrentando, y deprime los ingresos de las familias. El ataque terrorista del 11 de Septiembre ocurrió cuando la economía mundial estaba ya sumida en una recesión.

La política monetaria, la cual generalmente apoyó los ascensos del ciclo económico durante 1999 y 2000, cambió rápidamente para compensar un descenso en el ciclo, una vez que la evidencia sobre que el pinchazo del boom de la inversión fue clara. El tipo de interés de la Reserva Federal cayó desde el 6.5% al 1.75% durante el transcurso del 2001, en parte para compensar los shocks sufridos en la confianza de los empresarios y familias después del 11 de Septiembre. Las presiones inflacionistas en la zona Euro conducen a una más moderada flexibilización de la política monetaria.



El desempleo cayó durante el 2000, pero esto se invirtió en el 2001, y los niveles de desempleo permanecerán probablemente altos en países tales como España, Grecia e Italia. No obstante, el rango de resultados ha sido diverso para los estados miembros de la zona Euro. Alemania, en concreto, se ha visto particularmente afectada por la reducción de la inversión. En conjunto, nosotros esperamos que la tasa de desempleo en la zona Euro permanezca estable en el 2002, alrededor del 8.4%.

El dilema central al que se enfrentan las autoridades monetarias es identificar si los signos que indican que el final de la recesión puede haber sido alcanzado son suficientes para obviar la necesidad de una nueva flexibilización monetaria. Durante los tres últimos años, la inflación en la zona Euro ha tenido una tendencia creciente y esto ha impedido al BCE practicar respuestas tan vigorosas como las de la Reserva Federal de EEUU ante el deterioramiento en las condiciones económicas. Sin embargo, en estos momentos estas presiones inflacionistas se han calmado, puesto que el precio del petróleo se ha calmado y la recesión ha debilitado la habilidad de las compañías para trasladar costes. No obstante, la inflación del Índice de Precios al Consumo Armonizado está todavía cerca del máximo del 2%, objetivo del BCE, y nuestra predicción para el 2002 es del 2.0%, por lo que la posibilidad de realizar una nueva flexibilización monetaria está restringida, al menos bajo la estricta formulación actual del objetivo de estabilidad de precios. De esta forma, esperamos que el tipo de interés a corto plazo permanezca estable este año, y se incremente levemente hasta alrededor del 3.8% durante el próximo año. Parte de las presiones inflacionistas pudieron tener su origen en la depreciación del Euro respecto al dólar de antes del comienzo de 1999. El incremento en la volatilidad de los mercados de valores después del 11 de Septiembre se ha apaciguado y la tasa de cambio dólar a Euro es más estable. No obstante, la tasa de intercambio efectiva más importante para el Euro, la cual es muy importante para la inflación y la balanza externa, ha fluctuado sobre una media estacionaria desde la primavera del último año. Nosotros esperamos sólo una suave depreciación del 3% para el 2002.

En el tema fiscal, el deterioro del ciclo debería considerarse teniendo en cuenta que en la mayoría de la zona Euro las posiciones fiscales han mejorado de forma constante desde 1996. Estos países, que hoy en día se encuentran con el espacio restringido por el SGP a la hora de maniobrar, son los que han tenido generalmente menos éxito a la hora de conseguir excedente estructural en los últimos años. El requisito de alcanzar déficit cero o excedente en años normales, debería proporcionar una banda suficiente para permitir a los estabilizadores automáticos actuar en circunstancias excepcionales.

Aunque lo peor puede haber pasado, está claro que todavía existe un gran número de desequilibrios en la economía mundial que dificultarán una rápida recuperación del ciclo. La caída en los mercados de valores de los últimos dos años ayudarán a realizar valoraciones por parte de las empresas más en la línea de considerar expectativas realistas de los flujos de dividendos futuros. Pero la sobre-inversión en ICT todavía puede frenar la inversión empresarial a medio plazo. No obstante, las expansiones fiscales de EEUU en la segunda mitad del 2001 y el bajo nivel de los tipos de interés a corto plazo deberían llevar a la economía de EEUU fuera de la recesión en el 2002. Esto fortalecerá el comercio mundial y proporcionará un estímulo para la economía Europea.



A continuación discutimos la evolución reciente y esperada en la producción y la demanda interna (Sección 1), mercado de trabajo (Sección 2), precios (Sección 3), tasa de intercambio y demanda externa (Sección 4) y variables financieras (Sección 5). Finalmente, evaluamos los efectos en las predicciones ante escenarios alternativos para las variables exógenas (Sección 6).

1. Evolución de la Producción y de la Demanda Interna

1.1 Situación Económica Actual en la zona Euro

La recesión económica en la zona Euro y en la Unión Europea al completo continúa durante el tercer y cuarto trimestre del 2001. El PIB ajustado por estacionalidad se estancó en la segunda mitad del 2001. En la Unión Europea al completo, durante el año pasado, la tasa de crecimiento anual ha ido decelerando desde el 3.1% del primer trimestre al 1.6% del cuarto trimestre.

Fijándonos en algunas de las principales economías de la zona Euro, en Francia y España el crecimiento del PIB permanece relativamente robusto, mientras que en Alemania es particularmente débil.

La recesión económica comenzó en la mitad del 2000, con anterioridad al ataque terrorista del 11 de Septiembre del 2001 en los EEUU. Entre los factores que contribuyeron a la caída de la actividad económica están el aumento del precio del petróleo, el cual disminuyó significativamente el poder adquisitivo de las familias, y el estallido de la burbuja del ICT, el cual redujo la inversión drásticamente.

El ciclo ascendente de la economía de EEUU durante los noventa ha estado caracterizado por un alto crecimiento de la productividad debido a la aceleración del progreso técnico en las industrias de alta tecnología y a la correspondiente inversión¹. Cuando esto sucedió en el 2000, el crecimiento potencial de la “Nueva economía” había sido sobreestimado, induciendo a sobreinvertir en el sector de alta tecnología. El reventón de esta burbuja estuvo asociado con una marcada caída de los precios del mercado de valores. Por ello, además de afectar negativamente a la inversión, esto ejerció un efecto riqueza negativo sobre el consumo privado. En consecuencia, minó la confianza del consumidor.

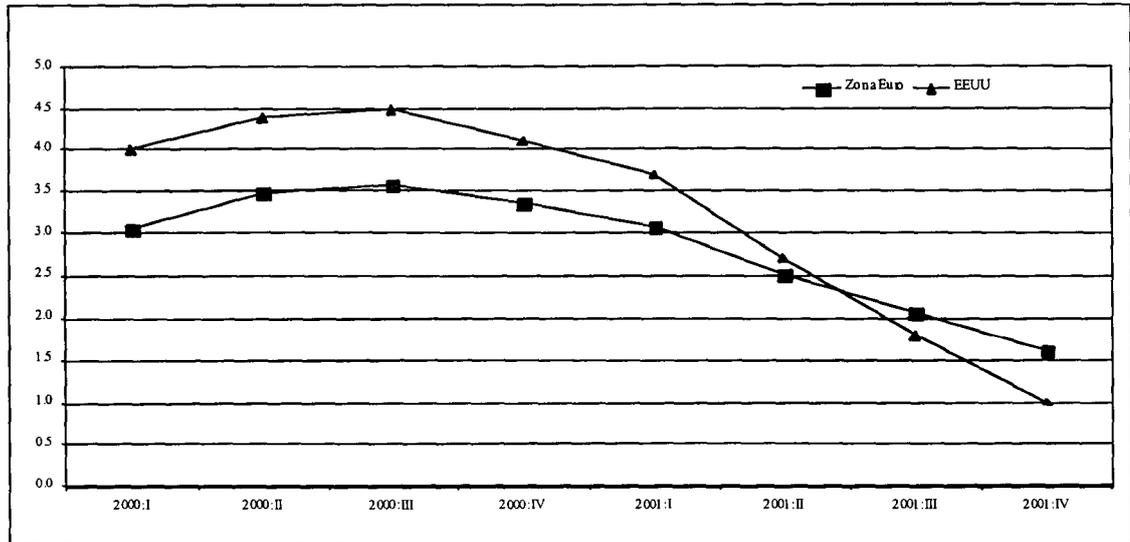
El ambiente negativo en el mercado de valores y la pérdida de confianza se extendió sobre Europa. La fuerza y presteza con la que la caída en la inversión de EEUU se ha transmitido a Europa no era completamente esperada. Si tenemos en cuenta que consideramos la zona Euro como una economía relativamente cerrada o incluso usando modelos estándar de varios países donde las relaciones comerciales son altamente importantes, no cabe esperar conexiones tan fuertes como las que se han exhibido durante la reciente recesión².

1 Stiroh, K. J. (2001), “What Drives Productivity Growth?”, Reserva Federal de Nueva York, Economic Policy Review, Marzo.

2 International Monetary Fund (2001), World Economic Outlook, Washington, Octubre.



Gráfica 1: La tasa de crecimiento del PIB en la zona Euro y en los EEUU



Datos estacionalmente ajustados. Fuentes: Comisión Europea, Base de datos de Euro indicadores; Departamento de comercio de los EEUU; Cuarto trimestre del 2001 en la zona Euro: Predicción de RPE usando un modelo macroeconómico estructural.

La demanda doméstica permanece baja en la zona Euro

En la segunda mitad del 2001, la demanda doméstica ajustada por estacionalidad se estancó en la zona Euro. La tasa de crecimiento suavizada refleja también el deterioro económico, cayendo desde un pico del 3.3% en el segundo trimestre del 2000 hasta 1.1% en el cuarto trimestre del 2001. La tasa de crecimiento media anual de la demanda doméstica en la zona Euro se redujo desde un 2.8% en el 2000 hasta un 1.1% en el 2001. Mientras que, consumo privado y público permanecen comparativamente robustos con una tasa de crecimiento media del 2% cada uno, la formación bruta de capital fijo fue excepcionalmente débil, con una caída anual del 0.4% en el 2001, si se compara con el incremento del 4.4% en el 2000 y con el 5.4% en el 1999.

La situación económica pesimista provocada por el aumento del precio del petróleo y el reventón de la burbuja del ICT afectó negativamente a las perspectivas de beneficios de las empresas, y en consecuencia, a la confianza de los consumidores y empresas. A pesar de esto, el consumo privado fue soportado entre otros factores por un empleo estable y por los altos precios inmobiliarios reales (eso particularmente mitigó el efecto riqueza negativo generado por la mala actuación del mercado de valores). Durante varios meses, la tasa de desempleo permaneció prácticamente constante alrededor del 8.4%. El mercado de trabajo lleva un retardo respecto a la evolución de la economía real³, por lo tanto las condiciones del mercado de trabajo pueden empeorar en futuros meses. Esto puede causar ahorros adicionales por parte de las familias para prevenir tal situación, lo cual ejercería un efecto negativo en el consumo privado.

³ Agresti, A. M. and Mojon, B. (2001), "Some Stylised Facts on the Euro Area Business Cycle", Documento de Trabajo del BCE, n.95, Diciembre.



Consumo privado

Los precios del petróleo subieron aproximadamente desde 13 dólares por barril a finales del 1998 hasta un pico de 32 dólares por barril a finales del 1999. Desde entonces, estos se han moderado algo, pero combinado a su vez con una caída del Euro, los efectos en la inflación fueron agravados por el incremento en el precio de la carne y otros alimentos, causado por las epidemias de enfermedades animales y las desfavorables condiciones meteorológicas en algunos lugares de la zona Euro a principios del 2001, resultando relativamente altas las tasas de inflación. El máximo fue alcanzado en Mayo del 2001 con un incremento del IPCA para la zona Euro al completo del 3.4%, lo cual tuvo un efecto adverso en la renta real disponible. Este efecto compensa el impacto positivo provocado por los recortes impositivos que habían sido iniciados en algunos de los países miembros. Al no estar disponibles los datos de renta disponible en la zona Euro, el impacto exacto de estos efectos sobre la renta es difícil de cuantificar.

A pesar de que en la segunda mitad del 2001 vimos una caída de la inflación, esta llegó hasta un 2.0% en Diciembre. La tasa de crecimiento anual de los gastos de consumo privado disminuyó desde un 3.0% en el primer y segundo trimestre del 2000 hasta un 2.0% en el cuarto trimestre del 2001. Fijándonos en algunos de los países más importantes de la zona Euro, el consumo privado permaneció robusto en Francia, mientras que fue particularmente débil en Alemania. Este contraste puede ser explicado por las diferencias en medidas fiscales y condiciones del mercado de trabajo que existen entre estos dos países. Por ejemplo, el recorte impositivo se dio en mayor medida en Francia que en Alemania. El gobierno francés intentó compensar a las familias para que no perdieran poder adquisitivo por la subida del precio del petróleo en el invierno del 2000/2001. Además, en Francia los acontecimientos en el mercado de trabajo fueron más favorables comparados con los acaecidos en Alemania.

Para el 2001, el consumo privado se espera que haya crecido en un 2.0%, bajando desde el 2.5% del 2000.

Formación bruta de capital fijo

La recesión económica en la zona Euro está particularmente reflejada en el dramático hundimiento de la inversión. Mientras la tasa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo asciende al 5.5% para el primer y segundo trimestre del 2000, un descenso drástico en la inversión tuvo lugar durante el 2001. Para el cuarto trimestre, se podría dar de nuevo un empeoramiento, lo que traería como consecuencia una caída media anual de la inversión del 0.4% para el año 2001.

La perspectiva para la formación bruta de capital fijo a medio plazo permanece baja. En el cuarto trimestre, de acuerdo con la encuesta de la Comisión Europea entre compañías, la utilización de la capacidad industrial en la zona Euro continuó la reducción comenzada en la mitad del 2001. Además, la confianza en la industria, en las ventas al por menor y en la construcción es todavía muy baja. Aunque al final del año pasado algunos de estos indicadores de opinión dejaron de reducirse, los índices permanecen a niveles bajos. Por el momento, hay bastante incertidumbre sobre si un cambio en la tendencia ha tenido lugar.



El estallido de la burbuja financiera del ICT desató una marcada caída en las cotizaciones del mercado de valores, y esto provocó a su vez una deterioro del estado financiero de las empresas. A pesar de ser la financiación de proyectos de inversión a través del capital propio menos común en el continente Europeo que otras formas de financiación, fue particularmente importante para las empresas de la Nueva Economía. Las empresas de las ramas tradicionales cuentan más con los préstamos bancarios⁴. Por lo tanto, se puede esperar que la actividad empresarial permanezca apagada hasta que las perspectivas sobre los beneficios mejoren significativamente.

1.2 Evolución Esperada

Nuestras expectativas sobre el crecimiento en el 2002 son bajas, el 1.2%, con un resultado mejor a partir del último trimestre del año. Un análisis de demanda desagregado indica que las fuentes de este pobre resultado económico son un crecimiento negativo en la inversión de -1.4%, pero también el flojo crecimiento en ambos gastos de consumo, privado (1.8%) y público (1.5%). Una contribución positiva pero limitada viene dada por la demanda externa. Como es discutido en la sección 4, el crecimiento de las exportaciones netas se espera que sea sobre el 0.2%.

El crecimiento será más sostenido en el 2003, con una predicción para el crecimiento del PIB del 2.2%. El incremento del consumo privado (crecimiento de 2.1%), unas perspectivas favorables para la inversión, la acumulación de existencias y con un crecimiento mayor de las exportaciones netas acercarán el crecimiento de la producción a su nivel potencial.

2. Evolución del Mercado de Trabajo

2.1 Condiciones del Mercado de Trabajo en la Zona Euro

Después de una disminución suave durante el 2000, el desempleo en la zona Euro al completo empezó a aumentar en el 2001. Sin embargo, éste ha sido estable entorno a un 8.4% desde Noviembre del 2001 hasta Enero del 2002. Esto es una indicación más de que el descenso en el ciclo es relativamente suave y no tiene como consecuencia una reducción del trabajo generalizada como en previos ciclos económicos. Este aumento se da incluso antes del acontecimiento del 11 de Septiembre y refleja la reducción de la actividad económica tanto en la zona Euro como en EEUU desde principios del año. Esta reducción general se ha caracterizado por una demanda doméstica débil, una baja confianza de los consumidores y un aumento inesperado de la inflación en la mitad del 2001, parcialmente como consecuencia del incremento del precio del petróleo. Mientras la inflación se redujo durante la última parte del año, permitiendo al BCE flexibilizar su postura en política monetaria, el descenso en el crecimiento no podría ser totalmente tratado con políticas fiscales a causa de las restricciones impuesta por el SGP. Una baja dispersión caracteriza la tendencia del desempleo primero al caer y luego esto mismo cambia parcialmente cuando vuelve a subir. Es engañoso pensar todavía en un mercado laboral único para la zona Euro, por tanto, es esencial analizar el desarrollo de los mercados de trabajo

⁴ Edison, H. and Slok, T. (2001), "New Economy Stock Valuations and Investment in the 1990s", IMF Documento de Trabajo, n. 01/78, Junio



nacionales. La evolución del desempleo varía considerablemente tanto en términos del nivel subyacente como en velocidad de variación a lo largo del ciclo.

2.2 Evolución Esperada

Como consecuencia de la modesta predicción para el crecimiento en el 2002, el desempleo se espera que permanezca más estable, con valores alrededor del 8.4%. El coste laboral unitario se espera que sea del 2.5% mientras que el crecimiento salarial se espera que sea del 2.9%, lo cual esta aproximadamente un punto porcentual por encima de la inflación, a pesar de las condiciones de desempleo. Esto es debido a una mayor productividad media del trabajo.

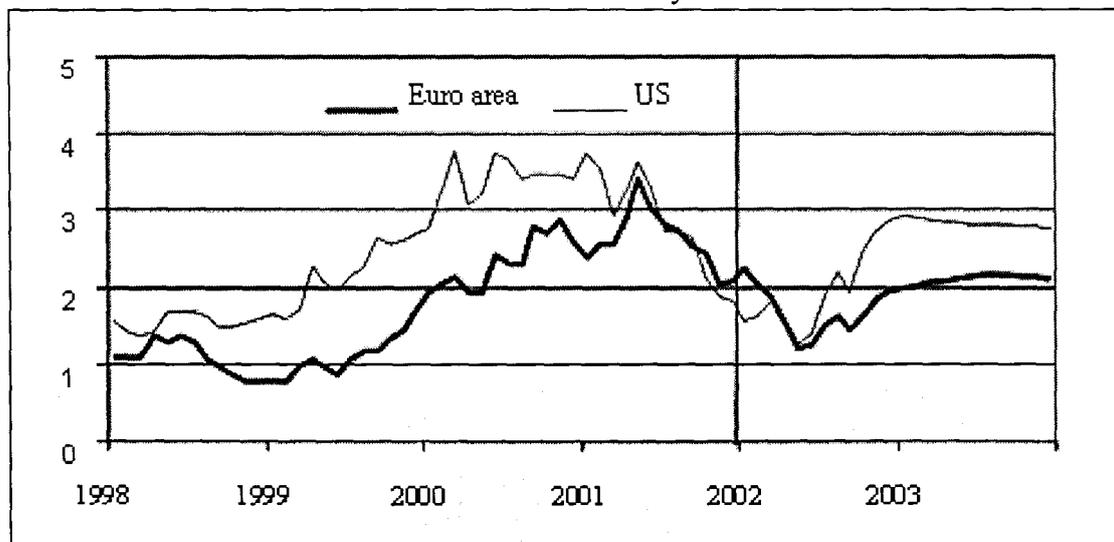
Un crecimiento mayor del PIB en el 2003 ayuda a reducir ligeramente el desempleo; las empresas son todavía cautelosas sobre la fuerza de la recuperación y prefieren posponer las nuevas contrataciones. Una mayor producción combinada con un fomento estable del empleo reducirá el coste laboral unitario. Al mismo tiempo la tasa de crecimiento salarial también se reduce, pero todavía es mayor que la inflación.

3. Evolución de los Precios

3.1 Evolución Reciente en la Zona Euro

Durante los últimos tres años la inflación en la zona Euro ha mostrado un incremento sistemático (Figura 2). La tasa anual ha pasado desde un valor medio del 1.1% en el 1998 hasta un pico del 3.4% para Mayo del 2001, reduciéndose a partir de entonces hasta el 2.1% en Diciembre.

Gráfico 2: Tasa de inflación anual en la zona Euro y en EEUU

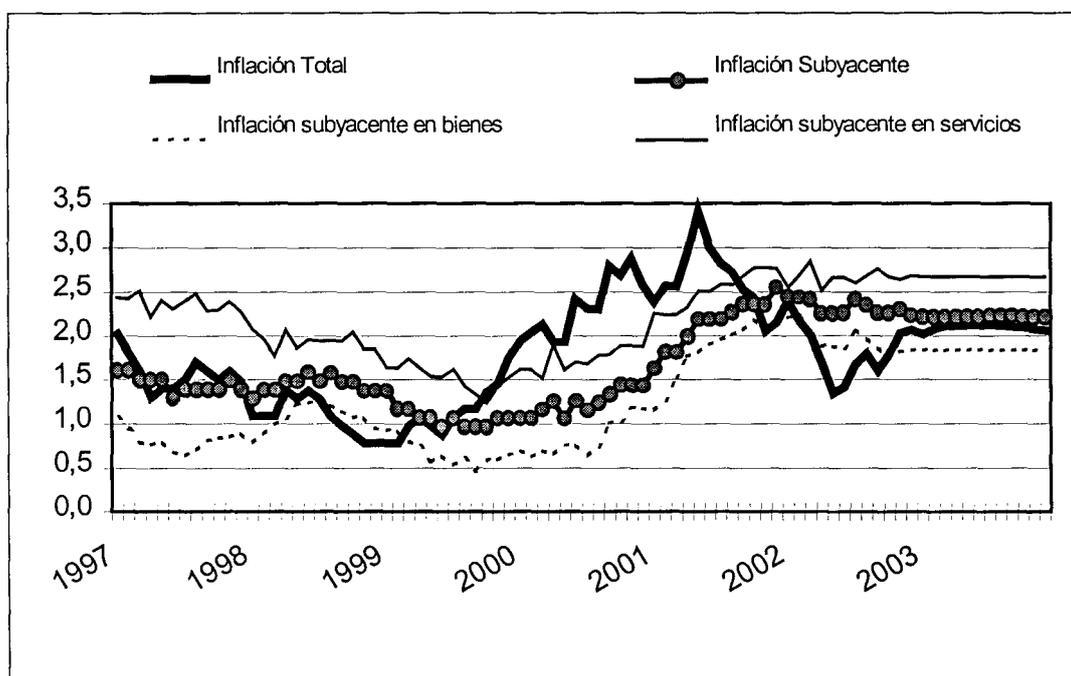


Desde Enero del 2002 los valores usados son predicciones



El aumento de la inflación entre el año 1999 y el 2001 fue en parte debido a la subida de los precios energéticos. No obstante, el factor principal detrás de estas altas tasas de inflación ha sido la inflación subyacente. La inflación subyacente está definida como la inflación después de excluir los precios energéticos y los alimentos no manufacturados del IPCA. Nuestros resultados y conclusiones son prácticamente los mismos si del cálculo de la inflación subyacente son excluidos también los precios de los alimentos elaborados. La inflación subyacente en la zona Euro ha pasado desde una tasa media anual del 1.1% en el 1999 hasta una tasa media anual del 2.5% para Diciembre del 2001 (Gráfico 3). Las correspondientes tasas de la inflación subyacente en los EEUU son del 2.1% y el 2.7% para esos años. Por lo tanto, el incremento de los precios en la zona Euro durante estos años ha sido generalizado, y el incremento de la parte subyacente de éstos ha sido mayor que en EEUU.

Gráfico 3: Tasas anuales de inflación subyacente y de inflación total



Desde Enero del 2002 los valores usados son predicciones

La inflación subyacente puede descomponerse en la inflación del mercado de bienes y la del mercado de servicios. La inflación subyacente en los servicios en la zona Euro se incrementó desde una tasa media anual del 1,5% en 1999, hasta el 2.5% en Diciembre del 2001. En los EEUU observamos un perfil similar, aunque empezando éste en un nivel superior, pasando del 2.7% al 4.0%. A pesar de haberse dado una depreciación del Euro con respecto al dólar de alrededor del 25% durante estos tres años, el diferencial de inflación entre EEUU y la zona Euro en el sector servicios se ha incrementado ligeramente, desde un 1.2 hasta un 1.5 puntos porcentuales. Esto ha sido debido a que el sector servicios está relativamente cerrado al comercio internacional.

Observando la inflación subyacente para los bienes, encontramos un comportamiento completamente diferente. En la zona Euro, la inflación subyacente de los bienes ha pasado de una tasa de crecimiento media anual del 0.7% en 1999 a una tasa del 1.6% para Diciembre del 2001. Las correspondientes tasas en los EEUU han sido del 0.7% y una negativa del 0.3%, con una tasa media positiva del 0.3% en el 2001. La ventaja



competitiva obtenida en la zona Euro debido a la depreciación ha sido minada por el desfavorable diferencial de inflación en el sector de bienes, el cual está expuesto a una mayor apertura al comercio internacional.

3.2 Evolución Esperada

Las perspectivas sobre la inflación subyacente para el 2002 y el 2003 son una disminución de unas pocas décimas de punto porcentual. La predicción de la tasa anual para finales del 2002 y el 2003 es del 2.2% en ambos años. Esta menor reducción de la inflación subyacente vendría causada por los precios de los alimentos elaborados y de los servicios, puesto que la inflación subyacente de los bienes, (cuando se excluyen toda clase de alimentos), se incrementará en un 1.8% en el 2002 y crecerá a la misma tasa en el 2003.

La expectativa sobre la inflación total sufre una menor reducción a finales del 2002 hasta situarse en un valor del 2.0%, desde el 2.1% observado en el 2001, para incrementarse de nuevo hasta un nivel del 2.2%, en el 2003. En contraste con la evolución relativamente estable predicha para la inflación subyacente, la inflación total oscilará, aumentando para Enero del 2002, disminuyendo alrededor de un 1.4% entre Mayo-Junio del 2002 y de nuevo pasando hasta 2.0% para finales del año, y llegando hasta el 2.2% a finales del 2003.

4. Tipo de cambio y Demanda externa

4.1 Evolución Reciente

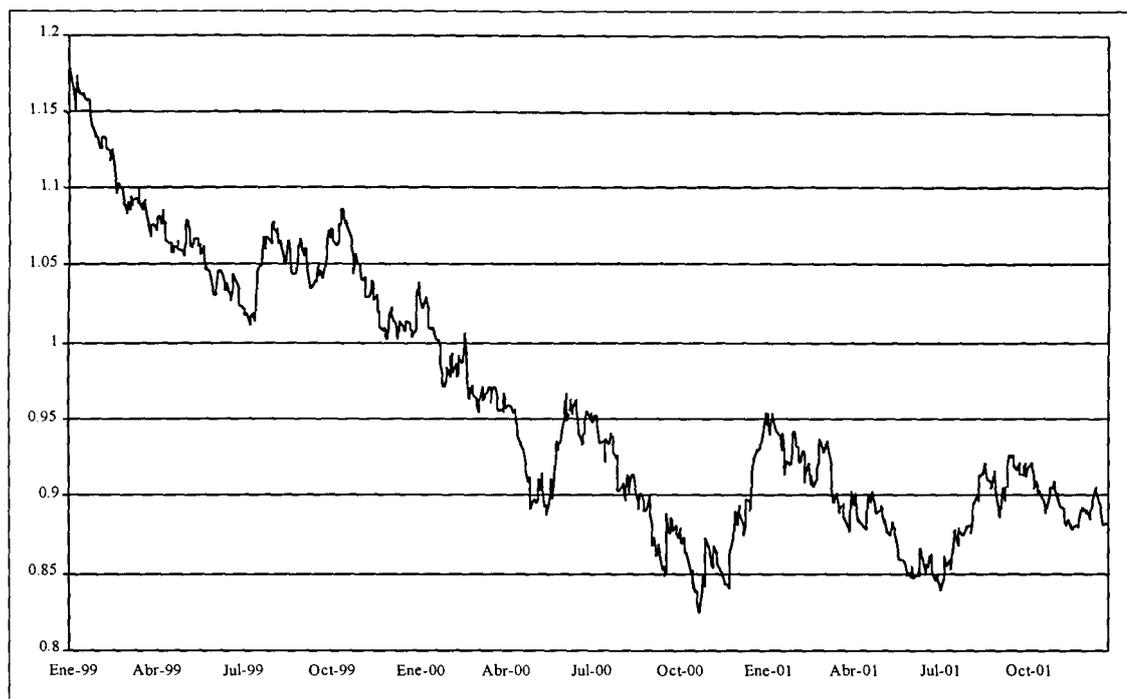
Desde Enero de 1999 hasta finales del 2001, el Euro se ha depreciado aproximadamente un 25% respecto al dólar estadounidense. A pesar de que esta depreciación ha sido continua en el tiempo, algunos cambios en el perfil temporal del tipo de cambio Euro/\$EEUU pueden ser observados.

Durante los siete primeros meses de 1999, el Euro cayó respecto al dólar alrededor de un 12%. Durante los tres meses siguientes, el Euro se recuperó, pero finalizó el año con una depreciación del 15%. Los factores más importantes capaces de explicar este comportamiento fueron los respectivos panoramas económicos en EEUU y la zona Euro, y un mejor resultado de lo esperado para la economía estadounidense después de la crisis financiera global de la segunda mitad de 1999.

Durante la totalidad del año 2000 el Euro continua cayendo respecto al dólar, aunque la repercusión fue mayor al final del año. Esta tendencia a la baja fue interrumpida en Mayo y Junio, cuando el tipo de cambio consiguió niveles por encima del 0.95%. Estos niveles no fueron obtenidos hasta el final del año. De hecho, el 26 de Octubre el Euro tuvo su mínimo valor respecto al dólar desde su existencia, 0.8252%. Al final del año, sin embargo la depreciación total fue menor que en años anteriores situándose alrededor de un 8%. Los mercados de divisas extranjeros han identificado la relativa fuerza de la economía estadounidense con la bajada del Euro.

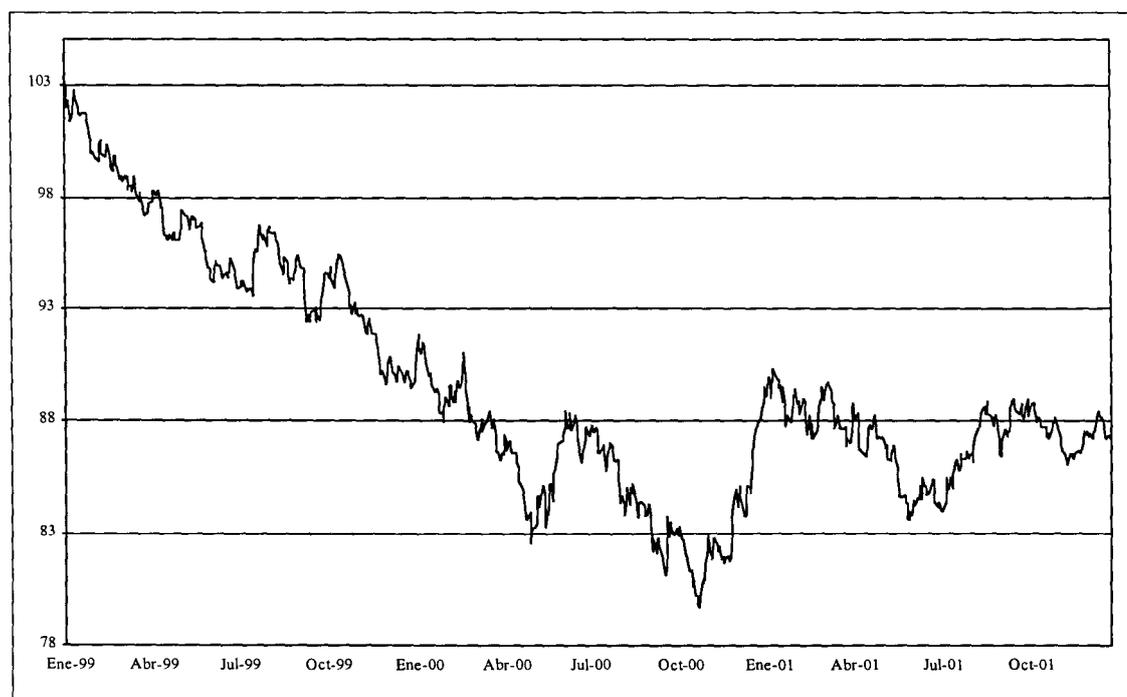


Gráfico 4: Tipo de cambio nominal del Euro con respecto al dólar



Definición y fuente: Tipo de cambio nominal diario. Boletín Mensual del BCE, Enero del 2002.

Gráfico 5: Tipo de cambio nominal efectivo del Euro.



Tipo de cambio nominal efectivo diario, 1999:I=100. Fuente: Boletín Mensual, Enero del 2002.



4.2 Evolución Esperada

En el 2002, se espera que el Euro se deprecie alrededor de un 3% tanto en términos nominales como reales.

En el 2003 habrá una depreciación suave del Euro y un crecimiento sustancialmente mayor en las exportaciones, como consecuencia de la recuperación mundial. Con un crecimiento mayor en el PIB, las importaciones también aumentarían.

Todavía existe una considerable incertidumbre sobre estas predicciones. Las consecuencias de predecir un mayor o menor tipo de cambio efectivo son analizadas en la versión ampliada del informe, y posteriormente en la sección 6.

5. Acontecimientos financieros

5.1 Acontecimientos recientes

Los precios de las acciones deben reflejar las expectativas formadas por los agentes del mercado sobre los flujos futuros de dividendos, y de forma más general, las perspectivas sobre los ingresos futuros de las corporaciones. Pero en estos tiempos, las burbujas corporativas pueden llevar a los precios del mercado de valores fuera de sus valores intrínsecos. Los precios de los activos han mostrado una tendencia a la baja durante el 2000 en todo el mundo, reflejando la significativa revisión a la baja de las expectativas de ingresos en las empresas de alta tecnología. La sobre-estimación del crecimiento potencial de la Nueva Economía ha contribuido al estallido de la burbuja del ICT.

Durante el 2001 se produjo una fuerte oscilación en los precios de las acciones debido al ataque terrorista del 11 de Septiembre en los EEUU. Este episodio tuvo un impacto negativo dramático sobre el mundo del mercado de valores. Dow Jones Euro Stoxx registró una caída del 16%, US S&P 500 cayó en un 10%, el Índice compuesto del Nasdaq (EEUU) cayó en un 17%, y el Índice Nikkei 225 descendió en un 14%. Estos descensos son atribuibles al notable incremento de la incertidumbre sobre las perspectivas económicas futuras de las líneas aéreas y de la industria aseguradora. Entre los sectores incluidos en el índice general de la zona Euro, se encuentran el sector del consumo cíclico, el cual incluye las aerolíneas, y el sector financiero, el cual incluye el sector de las aseguradoras, los cuales fueron los más afectados; cayendo un 22% y un 18% respectivamente. No obstante, estas marcadas reducciones de los índices de valores cambiaron en los meses siguientes, cuando los efectos del 11 de Septiembre se fueron haciendo más claros.

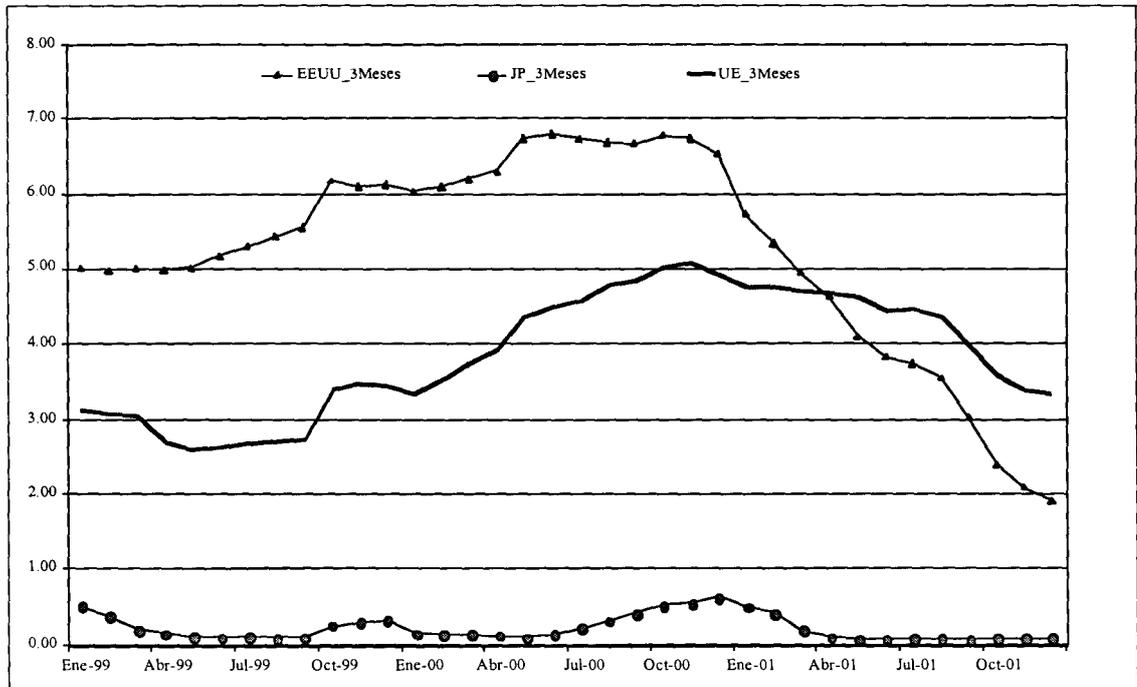
Durante el 2001 los tipos de interés a corto plazo en la zona Euro descendieron regularmente. En el transcurso del 2002, los tipos del mercado de dinero se han incrementado notablemente, pero la tendencia ascendente sólo se dio desde la mitad del año hasta el final.

El descenso de los tipos en el 2001 reflejó las expectativas del mercado sobre la reducción de las presiones inflacionistas en la zona Euro asociadas con una política monetaria anticipada más flexible. Perfiles de comportamiento similares se han observado también entre los tipos a corto plazo en EEUU y en Japón(Gráfico 6). Si lo



comparamos con la zona Euro, la reducción en los tipos de EEUU ha ocurrido a un ritmo más rápido. De hecho, en Abril del 2001 el diferencial entre el tipo de interés a tres meses entre EEUU y la zona Euro pasó de ser positivo a cero y desde entonces el tipo ha sido negativo. Esto refleja el hecho de que la Reserva Federal últimamente ha sido más agresiva que el BCE en los recortes del tipo de interés.

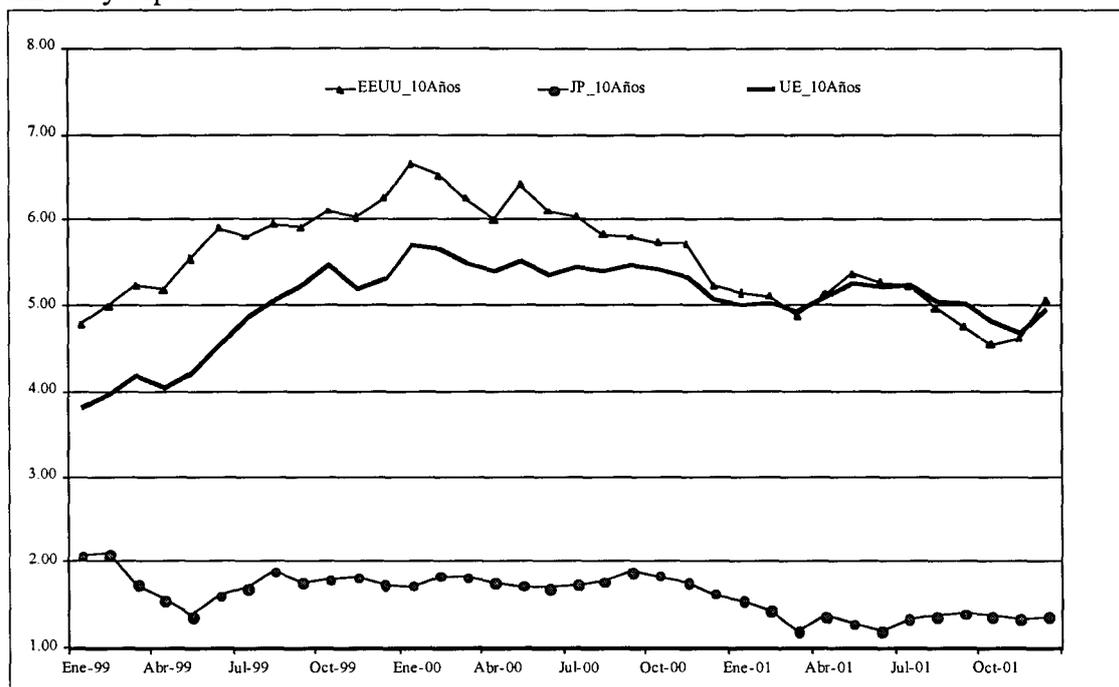
Gráfico 6: Tipo de interés a 3-meses para la zona Euro, EEUU y Japón



El tipo de interés a largo plazo de los bonos del estado en la zona Euro permanece ampliamente estable durante el 2000 y la mitad del 2001. En Julio del 2001 la rentabilidad disminuye, pero esta tendencia se invirtió en Noviembre. Este último incremento es principalmente debido a un cambio en la composición de las carteras de valores, las cuales buscan mayor seguridad cambiando acciones por bonos debido al ataque terrorista del 11 de Septiembre.



Gráfico 7: Los tipos de interés de los bonos del estado a 10-años para la zona Euro, EEUU y Japón.



Los flujos generados por la búsqueda de carteras más seguras y por los propios cambios en las carteras se han observado también en el mercado de bonos del estado en EEUU. Es interesante notar que los tipos a largo plazo para EEUU y la zona Euro han tenido movimientos muy similares desde el 2001 (ver gráfico 7).

La curva de tipos puede proporcionar información útil sobre acontecimientos futuros en la economía. Comparando las curvas de tipos construidas, con los datos disponibles en Agosto del 2001 y las construidas en Febrero del 2002, (gráficos 8 y 9) se ve claramente que ha habido un desplazamiento hacia abajo de la curva de tipos al completo. Reflejando la caída observada tanto en los tipos de interés a corto plazo como en los tipos de interés a largo plazo. Además la curva es más empinada, puesto que la reducción fue mayor en los tipos con más corto plazo que en los tipos a más largo plazo.

La curva de tipos futuros instantánea, implícita en los actuales tipos al contado, captura las expectativas del mercado sobre el nivel futuro del tipo de interés a 24 horas. El EONIA se espera que caiga moderadamente en el 2002 y comience a incrementarse para el 2003. La pendiente positiva de la curva de tipos señala que en el largo plazo los tipos se espera que aumenten.

5.2 Evolución Esperada

La predicción del tipo de interés a tres meses será del 3.5% para el 2002 y del 3.8% para el 2003. Estas predicciones son obtenidas a partir de la curva de tipos futuros, la cual proporciona un resumen eficiente de las expectativas del mercado. La predicción para los bonos del gobierno a 10 años es aún mayor, sobretudo para compensar las expectativas sobre incrementos en los tipos de interés a más largo plazo. Se espera que los tipos de interés crezcan en el 2003 como consecuencia de la alta producción e



inflación. Los tipos de interés a corto plazo y a largo plazo para EEUU se asume que serán aproximadamente del 2% y del 5% respectivamente, en el 2002 y se incrementarán gradualmente hasta alrededor del 3% y el 6% respectivamente, en el 2003.

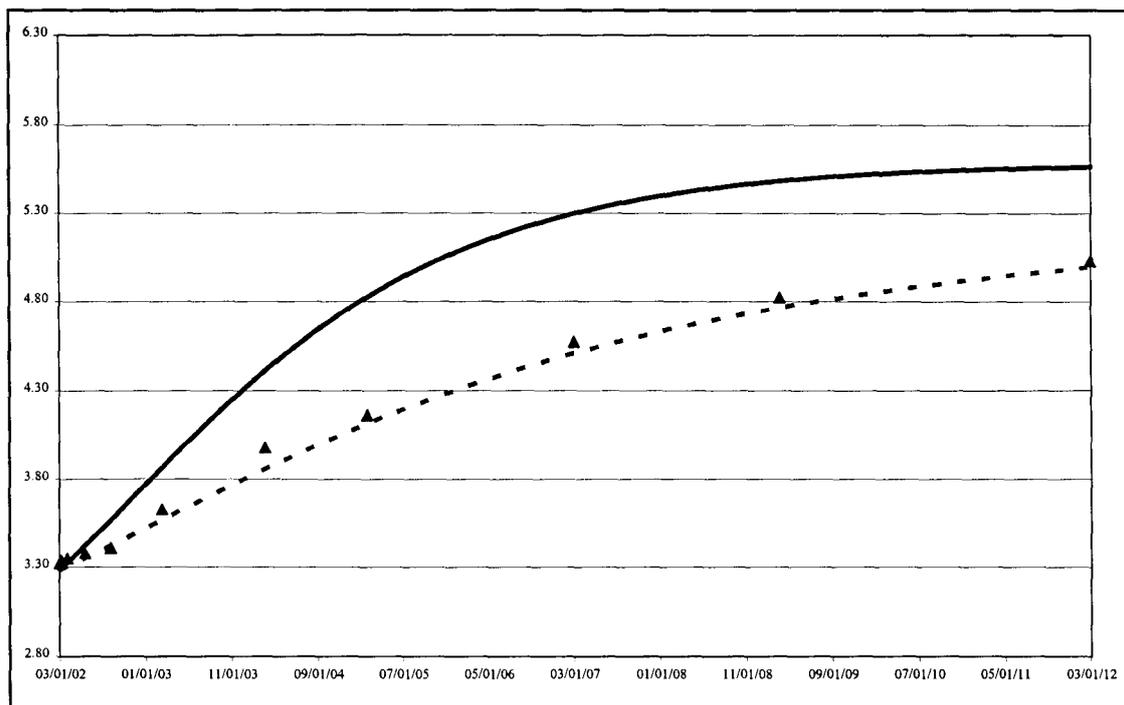
Gráfico 8: Curva de tipos para la zona Euro en Agosto del 2001



La línea continua y la punteada son la cotización a plazo y la cotización al contado, respectivamente.



Gráfica 9: La curva de tipos en la zona Euro en Febrero del el 2002



La línea continua y la punteada son la cotización a plazo y la cotización al contado, respectivamente.

6. Escenarios Alternativos para los Precios del Petróleo, Crecimiento en EEUU, y el Tipo de Cambio

Para finalizar, presentamos algunos análisis de sensibilidad sobre las predicciones obtenidas a partir de nuestro modelo macro-económico. Concretamente, nos fijamos en el papel del precio del petróleo, la dinámica de la economía estadounidense, y el comportamiento del tipo de cambio Euro/Dólar sobre el crecimiento del PIB y sobre predicciones del IPC Armonizado para la zona Euro.

6.1 Shock en el precio del petróleo

Como mencionamos anteriormente, el precio del petróleo es un importante condicionante para el resultado económico. Tomando Alemania como ejemplo, cada una de las dos crisis del petróleo, en los setenta y ochenta, provocaron pérdidas en la producción de hasta 4 puntos porcentuales del crecimiento del PIB. Esto estuvo acompañado de un incremento significativo tanto de las tasas de desempleo como de las de inflación. Por lo tanto, los efectos a corto plazo de un shock en el precio del petróleo sobre la producción e inflación merecen una investigación más detallada. En concreto, en el escenario básico, el precio del petróleo permanece constante a 20 dólares, mientras en el alternativo, se le supone un incremento del 50%.

Los resultados recogidos en la tabla 1 muestran que las consecuencias sobre el desarrollo económico en la zona Euro ante un aumento en el precio del petróleo parecen ser muy limitadas. En el 2002 el crecimiento del PIB se redujo



aproximadamente en un 0.1 punto porcentual, mientras que la inflación se aceleró en 0.3 puntos porcentuales. Esto muestra, que la dependencia mostrada ante variaciones en el precio del petróleo es mucho menor si la comparamos con la que existió en crisis previas. Es importante señalar que las respuestas proporcionan sólo una cota inferior, puesto que el lado de la oferta no es considerado en esta simulación. Además el aumento del precio del petróleo afecta a otros países importadores de petróleo fuera de la zona Euro. De esta forma, también podría darse una reducción en la demanda extranjera, y esto tendría como consecuencia efectos negativos adicionales en el curso económico.

Tabla 1: Efectos sobre las predicciones del PIB e inflación ante escenarios alternativos para los precios del petróleo, crecimiento en EEUU, y el tipo de cambio Euro/Dólar

	2002		2003	
	Crecimiento PIB	Inflación IPCA	Crecimiento PIB	Inflación IPCA
Incremento del Precio del Petróleo ^a	-0.1	0.3	-0.1	0.2
Caída del Crecimiento EEUU ^b	-0.2	0.0	-0.3	-0.1
Apreciación del Euro/\$EEUU ^c	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1

La tabla recoge las desviaciones con respecto al escenario básico.

(a)Precio del petróleo: incremento del 50%, desde 20 \$ hasta 30 \$ en el 2002 y 2003.

(b)Reducción en el crecimiento de EEUU: 0% (en lugar del 0.7%) en el 2002 y 0.7% (en lugar del 0.3%) en el 2003.

(c)Apreciación Euro/\$EEUU: 5% en el 2002 y 2003.

6.2 Crecimiento en los EEUU

Una evolución más lenta en la economía de EEUU puede observarse en el modelo a causa del comercio exterior. En concordancia con el deterioramiento producido en el crecimiento de EEUU, las exportaciones en la zona Euro se reducen, generando una caída en la balanza por cuenta corriente. El efecto desfavorable en la demanda trae pérdidas en la producción y en el empleo, mientras que la inflación se espera que caiga.

La tasa de crecimiento de la economía de EEUU será del 0.7% en el 2002, (de acuerdo con las previsiones del FMI (2001)), ligeramente mayor, sobre el 1% de acuerdo con las más recientes predicciones consensuadas. En nuestro escenario básico, el crecimiento se asume que es del 0.7% en el 2002, y acelera a una tasa anual de aproximadamente el 3% desde el 2003 en adelante. En el escenario alternativo es considerada una visión más pesimista. Tasas de crecimiento del 0.0% y 0.7% son supuestas para el 2002 y el 2003, implicando una duración más profunda y prolongada para la recesión.

Como consecuencia del desfavorable shock de demanda, el crecimiento del PIB en la zona Euro se reduce en el escenario alternativo. En concreto, hay desviaciones negativas de 0.2 y 0.3 puntos porcentuales para el 2002 y 2003 respectivamente. Un decrecimiento de 0.3 puntos porcentuales implica una reducción de 10 billones de Euros por trimestre en el PIB real, acompañado por unas pérdidas de puestos de trabajo de unos 0.9 millones en la zona Euro. Incluso en el escenario alternativo, se puede esperar un crecimiento más alto para EEUU en el 2003, aún suponiendo que se



puedan dar pequeñas variaciones en estos efectos. No obstante, no se dará un completo alcance de la situación a la que llega el modelo básico, y las pérdidas netas en el modelo alternativo permanecen incluso después de varios años.

El comportamiento de la inflación replica la evolución de la demanda aproximadamente, ajustado por una estructura de retardo causada por las rigideces de los precios en el corto plazo. En concreto, no habría efectos en la inflación en el 2002 y un descenso leve sobre 0.1 punto porcentual en el 2003. Análogos resultados serán obtenidos cuando una mayor tasa de crecimiento para EEUU es asumida para el escenario básico en el 2002, siempre modificando los valores correspondientes para el escenario alternativo.

6.3 Apreciación del tipo de cambio Euro/\$EEUU

Para finalizar, nosotros consideramos los efectos de una apreciación del 5% en el tipo de cambio Euro/dólarEEUU en el 2002 y en el 2003. Como en la simulación para los precios del petróleo, nosotros nos concentramos en la respuesta de la demanda en el corto plazo.

Las perspectivas de crecimiento para la zona Euro son más pesimistas, las predicciones sobre el crecimiento se reducen en 0.2 puntos en el 2002 y en el 2003, mientras en la inflación se produce una reducción menor. No obstante, estas respuestas pueden estar sobrestimadas, debido a las limitaciones de los datos, tanto las exportaciones como las importaciones incluyen el comercio intra-zona.



PART II La Política Económica en presencia de un shock grande en la zona Euro

El informe EFN en la parte I proporciona un análisis de la situación económica actual en la zona Euro y de las perspectivas para los dos próximos años. Además, la información sobre las fuerzas que están detrás de la recesión económica del 2000 y 2001 y sobre la evolución esperada en el futuro, podría ser mejorada evaluando los efectos de los shocks sobre la economía. Por ello, la Parte II del informe nos proporciona unos ejercicios prácticos con el modelo multinacional *Marmotte*.

Marmotte es un modelo macro-econométrico anual para 17 países: los 14 miembros de la Unión Europea (Luxemburgo y Bélgica están unidos), Estados Unidos, Japón y Canadá. Cada país es modelizado por el mismo sistema de 50 ecuaciones. Los valores de los parámetros de estas ecuaciones y el sistema de tipos de cambio pueden diferir entre países. Usando el supuesto de Armington, cada país produce un bien específico, el cual no es perfectamente sustitutivo con los bienes producidos en otros países.

Marmotte es un modelo dinámico, con un contenido teórico fuerte y construido bajo el supuesto de previsión perfecta. La mayoría de las ecuaciones de comportamiento están basadas en la optimización inter-temporal. Este puede ser usado para simular las consecuencias en el futuro y respecto al modelo básico, de cambios en las políticas económicas o en el entorno económico. La estructura económica del modelo permite una interpretación clara y precisa de los resultados de las simulaciones en términos no técnicos.

Las características más importantes del modelo Marmotte son: poseer una estructura de generaciones de capital con una tecnología “putty clay” y realizar la toma de decisiones de consumo a través de un proceso de maximización inter-temporal. La dificultad existente en la determinación del consumo es agravada con la dificultad de tratar con valores nominales, paridades de tipos de interés, reglas monetarias, etc. El modelo asume equilibrio inter-temporal en la restricción presupuestaria de cada gobierno y equilibrio de la balanza de pagos de cada país. Para más detalles remitirse al Anexo 3 de la versión ampliada del Informe.

El primer grupo de simulaciones es diseñado para replicar la recesión de EEUU en el 2001. La recesión estadounidense en el 2001 tuvo sus raíces en el deterioro del entorno económico del sector privado de EEUU, pero no está claro si esto fue provocado principalmente por factores de demanda u oferta. Los gastos de las familias se redujeron como reacción al incremento de la incertidumbre en el entorno. Pero también la contribución de la Nueva Economía al alto crecimiento y productividad decreció, y se espera que siga haciéndolo en el futuro. Dos shocks son examinados; (a) un shock negativo en las preferencias temporales de consumo de las familias, y (b) una caída en la productividad total de los factores.

1. ¿Un Shock de Demanda en los EEUU?

En esta simulación se asume que la tasa de preferencia temporal de las familias de EEUU decrece desde el 4% al 3.5% durante un período de 5 años, y las familias reaccionan reasignando su consumo del futuro y aumentando su ahorro actual. Unos



ahorros mayores traen tanto una inversión mayor para las empresas de EEUU, como una mejora de la balanza de pagos por cuenta corriente. Una mayor inversión debería hacer el capital más intensivo en nuevas generaciones y aumentar el empleo. Los efectos con relación al escenario básico son mostrados en la tabla 2. Por lo general, ellos no están de acuerdo con el argumento de que un shock de demanda tiene un papel importante en la recesión de EEUU.

Tabla 2: Los efectos de un shock negativo en la tasa de preferencia temporal de los consumidores de EEUU.

EEUU	Año 1	Año 2	Año 3
Producción	-0.086	-0.070	-0.038
Consumo	-0.225	-0.327	-0.344
Inversión	0.283	0.677	0.855
Capital intensivo	0.097	0.099	0.101
Edad de reemplazo	0.001	0.005	-0.001
Empleo	-0.004	0.008	0.020
Costes laborales reales	-0.009	-0.006	0.002
Tasa de inflación	-0.027	-0.024	-0.020
Tipo de cambio real	0.183	0.1843	0.183
Tipo de interés nominal	-0.029	-0.025	-0.022
Tipo de interés real	-0.004	-0.005	-0.006
Balanza público	0.002	0.003	0.005
Balanza comercial	-1465.3	415.6	1581.5

Notar que la tasa de preferencia temporal en EEUU se reduce del 4% al 3.5% durante 5 años.

Unidades: desviación porcentual respecto al modelo básico con la excepción del tipo de interés, expresado en desviaciones absolutas; balanza pública, expresado como la desviación absoluta en puntos porcentuales del PIB del modelo básico; y balanza de comercio, expresada como la desviación absoluta en millones de \$EEUU.

El tipo de interés progresivamente se ajusta a la tasa de descuento de las familias. En el modelo, el Banco Central se supone que opera de acuerdo a la Regla de Taylor. El tipo de interés nominal sobre-reacciona ante un cambio en la inflación, por lo que el tipo de interés real varía con la tasa de inflación. Además, la inflación en el modelo decrece si hay exceso de capacidad. Cuando la producción efectiva es idéntica a la demanda total, esto significa que la reducción en consumo es parcialmente compensada por el incremento en la inversión. No obstante, si la sensibilidad del tipo de interés de la Regla de Taylor ante cambios en la inflación fuera menor, la contracción temporal de la producción sería disipada y el incremento en inversión sería mayor que la reducción en consumo.

2. ¿ Un Shock de Oferta en los EEUU ?

En esta simulación la productividad total de los factores de las nuevas inversiones se supone que decrece 0.50% durante 5 años. Esto se puede pensar como una consecuencia del dramático aumento de la inversión privada entre el 1998 y el 2000, que llevó a una excesiva construcción de capacidad productiva, con repercusiones negativas sobre la productividad total de los factores. Los resultados son mostrados en la Tabla 3.



Tabla 3: Los efectos de un shock negativo en la producción de EEUU

EEUU	Año 1	Año 2	Año 3
Producción	-0.610	-0.750	-1.037
Consumo	0.116	0.147	0.144
Inversión	-3.381	-4.426	-6.097
Intensividad Capital	0.526	0.505	0.499
Edad de reemplazo	0.070	0.139	0.275
Empleo	0.044	-0.044	-0.121
Coste laboral real	-0.093	-0.205	-0.374
Tasa de inflación	-0.192	-0.188	-0.226
Tipo de cambio real	-0.305	-0.243	-0.162
Tipo de interés nominal	-0.272	-0.297	-0.384
Tipo de interés real	-0.081	-0.068	-0.051
Balanza pública	0.089	0.048	0.016
Balanza comercial	14724.6	21952.6	31760.7

Notar que la productividad total de los factores en EEUU es temporalmente reducido en un 0.50% durante 5 años.

Unidades: desviación porcentual respecto al modelo básico con la excepción del tipo de interés, expresado en desviaciones absolutas; balanza pública, expresado como la desviación absoluta en puntos porcentuales del PIB del modelo básico; y balanza de comercio, expresada como la desviación absoluta en millones de \$EEUU.

Como consecuencia de que las decisiones de inversión son tomadas mirando hacia delante, la vuelta a los niveles previos de productividad después de cinco años proporciona incentivos a posponer la inversión. Este incentivo será mayor cuanto más cerca estemos del año en que el nivel de productividad aumenta. De esta forma, la reducción en la inversión se incrementa cuanto más cerca estamos del último año de shock. Debido a que los bienes de inversión empiezan a ser productivos un año después de su instalación, posponiendo el día de reemplazo de las unidades productivas viejas se varía la producción potencial. Así, la producción potencial caerá. No obstante, la reducción de la producción potencial es más suave que la reducción en la inversión, i.e., en la producción efectiva (la cual es idéntica a la demanda total). Por lo tanto, el exceso de capacidad traerá una caída en la inflación.

Este último resultado podría parecer poco intuitivo, pero puede ser fácilmente entendido. Los shocks en la productividad reducen la eficiencia de las generaciones de capital nuevas durante los cinco años del shock. No obstante, la eficiencia de las generaciones antiguas no se reduce. De esta forma, después del shock, la oferta no cambia mucho. Pero la inversión y la demanda son fuertemente reducidas. Por lo tanto, tenemos un efecto deflacionista provocado por el shock. El shock en la productividad podría haber sido definido directamente como un descenso en eficiencia de los capitales de todas las generaciones; capital más antiguo y la nueva inversión. Entonces, la oferta también caería y la inflación habría aumentado. Con un modelo “putty-putty” como este, solamente esta segunda clase de shock puede ser simulado. Hemos escogido el primer tipo de shock a causa de la observación de un fuerte decrecimiento en la inflación en EEUU en el 2001 y el 2002.



3. Los Efectos de un Shock de Oferta en la Zona Euro

Ahora realizamos una extensión, en la cual el shock de oferta de EEUU se propaga por la zona Euro. La caída en la tasa de inflación de EEUU implica un nivel de precios menor, por lo que el arbitraje incrementa el tipo de cambio nominal inmediatamente, pero las rigideces nominales en los precios de EEUU provocan que el tipo de cambio real aumente (aunque no se altera en el largo plazo, puesto que el shock en la productividad es temporal). La apreciación real del Euro aumenta el precio de los bienes de inversión, puesto que algunos bienes de capital son importados, y por lo tanto, la inversión en Europa se reduce.

Por lo tanto, un shock de oferta en los EEUU reduce el valor real del Euro, incrementando el coste real del capital en Europa, lo cual, deprime la inversión y el empleo. Sin embargo, los efectos en las economías europeas son leves, y además, la repercusión en Alemania no es mucho mayor que la ocurrida en otros países miembros de la Unión Europea. La comparación con Francia, por ejemplo, revela que los efectos son aproximadamente de la misma magnitud. De esta forma, a la vista de esta evidencia, explicar la actual recesión en Alemania como una consecuencia de la recesión en EEUU parece poco convincente. La sincronización de la tasa de crecimiento del PIB en la zona Euro y en los EEUU reseñada en la primera parte del informe, puede ser atribuida más a los impactos de shock comunes a ambas economías que a la transmisión de los shocks de EEUU a las economías Europeas.

Tabla 4: Shock negativo en la productividad de los EEUU: su impacto en la zona Euro

	Zona Euro			Alemania			Francia		
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 1	Año 2	Año 3	Año 1	Año 2	Año 3
Producción	-0.038	-0.009	-0.041	0.063	-0.034	-0.088	0.049	-0.014	-0.022
Consumo	-0.027	-0.049	-0.065	-0.027	-0.046	-0.059	-0.021	-0.032	-0.038
Inversión	-0.994	-1.603	-2.582	-0.845	-2.077	-3.340	-0.696	-1.768	-2.790
Intensidad del Capital				-0.199	-0.196	-0.191	-0.211	-0.210	-0.210
Edad de reemplazo				0.000	-0.002	0.004	-0.005	-0.004	-0.008
Empleo	0.000	-0.024	-0.074	0.000	-0.023	-0.082	-0.003	-0.019	-0.073
Costes Laborales Reales	0.006	0.017	0.019	-0.005	0.005	-0.004	-0.001	0.016	0.015
Tasa de Inflación	0.014	0.013	0.023	0.019	-0.001	0.0075	0.015	0.004	0.023
Tipo de Cambio Real				0.273	0.397	0.543	0.239	0.346	0.462
Tipo de Interés	0.009	0.017	0.033	0.009	0.017	0.033	0.012	0.032	0.062
Tipo de Interés Real	-0.005	-0.006	-0.009	0.009	0.010	0.011	0.009	0.009	0.011
Balanza Pública	-0.046	-0.058	-0.075	-0.047	-0.052	-0.072	-0.050	-0.057	-0.079
Balanza Comercial	11206.0	25164.5	42796.6	3788.2	8181.2	13606.9	1585.8	3970.5	6902.5

Notar que la productividad total de los factores se ve reducida en un 0.50% durante 5 años. Unidades: desviación porcentual del modelo básico con la excepción de los tipos de interés, expresados en desviaciones absolutas; la balanza pública, expresada como la desviación absoluta en puntos porcentuales respecto al PIB de modelo básico; y la balanza comercial, expresada como la desviación absoluta en millones de \$EEUU.

4. Una Evaluación de la Regla de Política Monetaria del BCE ante un Shock de Oferta Negativo en EEUU

Las simulaciones del modelo básico suponen que el tipo de interés nominal de todos los bancos centrales sólo es sensible a variaciones de los más recientes valores de la inflación con un coeficiente de 1.5. Puesto que las desviaciones de la tendencia en la producción están negativamente relacionadas con el desempleo por la Ley de Okun, y el desempleo está negativamente relacionado con la inflación en el corto plazo por la curva de Phillips. Un incremento del tipo de interés por parte del Banco Central en la



economía real puede ser capturado a través de un mayor coeficiente para la inflación en la Regla de Taylor.

Esta sección investiga las consecuencias de una mayor sensibilidad por parte del tipo de interés del BCE ante cambios en la tasa de inflación. Concretamente, la sensibilidad del tipo de interés a la inflación es incrementada desde un 1.5 al 2.5. La simulación usa el mismo shock desfavorable de oferta en EEUU que el de las Tablas 3 y 4. Los resultados son resumidos en la Tabla 5.

Si el BCE concede más importancia a su objetivo de inflación, él reaccionará para un nivel de inflación dado, incrementando los tipos de interés aun más, lo cual reducirá la depreciación del Euro. De esta forma, los costes reales decrecen menos en los EEUU y se incrementan menos en Europa, lo cual limita la reducción de la inversión en Europa si lo comparamos con una política monetaria menos reactiva (comparamos con la Tabla 3). El empleo sigue a la inversión con un año de retardo, y su reducción es también frenada. Si la inversión europea se deteriora menos, el consumo se deprime más. De esta forma, el impacto en la producción efectiva es ambiguo. En nuestras simulaciones concretas, la producción en Europa no varía mucho cuando el BCE es más reactivo.

En resumen, un cambio en la regla de política monetaria del BCE no parece efectivo para proteger las condiciones económicas en Europa ante una recesión en los EEUU. Por otro lado, como discutimos en detalle en la versión ampliada del informe, un cambio en la regla de política monetaria de la Reserva Federal es un medio muy efectivo de proteger a los EEUU y a Europa contra un shock de oferta negativo en los EEUU. Observando la repercusión en los países pertenecientes a la zona Euro, podemos señalar que Alemania se vería algo más afectada por el shock, en lo que a la demanda doméstica, y especialmente en lo que a la inversión concierne.

Tabla 5: Shock negativo en la productividad de los EEUU con un incremento en la sensibilidad de la inflación por parte del BCE

	Zona Euro			Alemania			Francia		
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 1	Año 2	Año 3	Año 1	Año 2	Año 3
Producción	-0.043	-0.030	-0.083	0.021	-0.060	-0.135	0.027	-0.034	-0.063
Consumo	-0.063	-0.109	-0.142	-0.076	-0.125	-0.159	-0.062	-0.102	-0.129
Inversión	-0.861	-1.430	-2.404	-0.807	-1.880	-3.142	-0.601	-1.537	-2.541
Intensidad capital				-0.267	-0.264	-0.258	-0.286	-0.285	-0.284
Edad reemplazo				0.006	0.012	0.025	0.000	0.005	0.007
Empleo	0.004	-0.009	-0.047	0.004	-0.011	-0.057	0.000	-0.007	-0.048
Coste laboral real	-0.001	0.001	-0.005	-0.009	-0.012	-0.030	-0.006	0.001	-0.006
Tasa de inflación	0.010	0.002	0.002	0.005	-0.011	-0.013	0.008	-0.006	0.003
Tip. cambio real				0.199	0.323	0.468	0.168	0.272	0.386
Tip. Interés nominal	0.002	0.001	0.002	0.002	0.001	0.002	0.007	0.017	0.031
Tip. Interés real	0.000	-0.001	-0.004	0.013	0.014	0.016	0.013	0.013	0.015
Balanza Pública	-0.033	-0.042	-0.054	-0.033	-0.039	-0.054	-0.038	-0.044	-0.061
Balanza Comercial en \$ actuales	11989	24958	41780	3931	8094	13322	1743	3922	6694

Notar que la productividad total de los factores es reducida en un 0.50% durante 5 años.

En la Regla de Taylor para el BCE, el parámetro para la tasa de inflación europea actual se incrementa del 1.5 al 2.5, mientras para la Reserva Federal permanece inalterado e igual al 1.5. Unidades: desviación porcentual del modelo básico con la excepción de los tipos de interés, expresados en desviaciones absolutas; la balanza pública, expresada como la desviación absoluta en puntos



porcentuales respecto al PIB de modelo básico; y la balanza comercial, expresada como la desviación absoluta en millones de \$EEUU.

5. Evaluación de una Expansión Fiscal Coordinada en la Zona Euro

En esta sección evaluaremos si una expansión fiscal o una reducción impositiva sería beneficiosa en Europa. Los resultados son resumidos en las Tablas 6 y 7.

5.1 Incremento del Gasto de los Gobiernos Europeos

En esta simulación, los gastos del gobierno en bienes y servicios fueron incrementados en un 1% del PIB en el 2001 para todos los países de la zona Euro. Esta subida durará los siguientes 9 años.

El shock de demanda no alteraba mucho la producción potencial de las economías europeas, y por ello, permitía una inflación mayor. Las familias y las empresas transferían gastos del presente hacia el futuro para evitar el incremento transitorio de los precios. La reducción de la demanda privada no es perfectamente sustitutiva respecto a un incremento en la demanda pública, porque los precios son rígidos en el corto plazo. De esta forma, la producción efectiva es mayor durante dos años. El efecto expulsión sobre la demanda privada es particularmente evidente en la inversión. A nivel nacional, podemos observar que los efectos sobre el consumo están bastantes repartidos, mientras que la inversión será ligeramente más afectada en Francia que en Alemania. Una mayor demanda de bienes europeos, induce a una apreciación real del Euro. Como los precios son rígidos en el corto plazo, cuando el tipo de cambio es completamente flexible, el valor nominal del Euro se incrementa. La apreciación del euro es fortalecida por el aumento del tipo de interés en Europa.



Tabla 6: Los efectos de un incremento del gasto de los gobiernos europeos en 1% del PIB

	Zona Euro			Alemania			Francia		
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 1	Año 2	Año 3	Año 1	Año 2	Año 3
Producción	0.171	0.049	-0.025	-0.047	0.028	-0.043	0.243	0.096	-0.01
Consumo	-0.114	-0.201	-0.258	-0.164	-0.278	-0.341	-0.146	-0.254	-0.32
Inversión	-2.706	-2.812	-2.862	-3.545	-2.959	-3.017	-2.988	-3.095	-3.24
Intensividad Capital				-0.267	-0.272	-0.271	-0.359	-0.364	-0.36
Edad de reemplazo				-0.028	-0.016	0.02	-0.035	-0.009	0.029
Empleo	-0.020	-0.093	-0.156	-0.018	-0.121	-0.182	-0.022	-0.094	-0.16
Coste laboral real	0.023	0.016	-0.044	0.042	0.024	-0.032	0.025	0.015	-0.05
Tasa de inflación	0.053	0.054	0.060	-0.011	0.055	0.063	0.077	0.066	0.063
Tipo de cambio real				-0.397	-0.400	-0.395	-0.433	-0.446	-0.44
Tipo de interés nom	0.067	0.079	0.091	0.067	0.079	0.091	0.083	0.086	0.092
Tipo de interés real	0.012	0.019	0.026	0.011	0.016	0.019	0.017	0.022	0.027
Balanza pública	-0.998	-0.936	-0.885	-1.002	-0.954	-0.905	-0.977	-0.916	-0.87
Balanza comercial	8803	7203	6566	1900	1630	1612	1802	1495	1380
En \$ actuales									

Notar que los gastos de los gobiernos se incrementan en un 1% del PIB para cada país europeo durante 5 años.

Unidades: desviación porcentual del modelo básico con la excepción de los tipos de interés, expresados en desviaciones absolutas; la balanza pública, expresada como la desviación absoluta en puntos porcentuales respecto al PIB de modelo básico; y la balanza comercial, expresada como la desviación absoluta en millones de \$EEUU.

5.2 Reducción del impuesto de sociedades y el impuesto a los salarios

Un recorte en los impuestos sobre el salario reduce la diferencia entre los costes laborales reales y los salarios reales, y de esta forma, la medida beneficia a ambos, a las familias, puesto que los salarios reales aumentan; y a las empresas, puesto que los costes laborales se reducen. A causa de este último efecto, el empleo aumentará. Sin embargo, los efectos beneficiosos de una reducción en la imposición a los trabajadores sobre las condiciones económicas son débiles. La reducción de los costes laborales aumenta la eficiencia del capital. De esta forma, la inversión aumenta y las nuevas unidades productivas pasan a ser menos intensivas en capital. Puesto que la economía pasa a ser más eficiente, las familias pasarán a ser más ricas y el consumo crece. Los efectos son simétricos a través de los países.

Como un modo para aumentar la eficiencia en la economía, los recortes en los impuestos sobre beneficios son más eficaces. Sin embargo, las nuevas inversiones pasan a ser más intensivas en capital, en vez de menos intensivas en capital, lo cual enfría los efectos beneficiosos sobre empleo. Además, la producción será mayor que la capacidad, lo cual provoca una mayor tasa de inflación y de tipo de interés.



Tabla 7: Los efectos de un recorte en los impuestos sobre los beneficios de un 1% del PIB en la zona Euro

	Zona Euro			Alemania			Francia		
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 1	Año 2	Año 3	Año 1	YEAR	YEAR
Producción	0.117	0.126	0.114	0.163	0.135	0.121	0.151	0.126	0.114
Consumo	0.025	0.034	0.042	0.033	0.044	0.053	0.029	0.039	0.048
Inversión	0.361	0.380	0.319	0.514	0.396	0.324	0.532	0.424	0.350
Intensidad capital				-0.008	0.000	0.007	-0.006	0.003	0.013
Edad de reemplazo				-0.021	-0.013	-0.012	-0.024	-0.005	-0.010
Empleo	-0.017	0.007	0.020	-0.013	0.009	0.023	-0.015	0.015	0.026
Coste laboral real	0.016	0.023	0.023	0.013	0.023	0.021	0.010	0.020	0.025
Inflación	0.042	0.037	0.027	0.052	0.036	0.026	0.048	0.031	0.023
Tipo de cambio real	0.000	0.000	0.000	0.014	0.025	0.035	0.017	0.030	0.042
Tipo interés nominal	0.066	0.056	0.041	0.066	0.056	0.041	0.068	0.059	0.045
Tipo interés real	0.029	0.028	0.027	0.030	0.029	0.029	0.036	0.035	0.035
Balanza pública	-0.137	-0.116	-0.099	-0.146	-0.123	-0.106	-0.151	-0.127	-0.110
Balanza comercial	-1026	-1481	-1791	-280	-364	-433	-273	-381	-425
En \$ actuales									

Notar que los impuestos sobre los beneficios se reducen en un 1% del PIB en todos los países de la zona Euro durante 5 años. Unidades: desviación porcentual del modelo básico con la excepción de los tipos de interés, expresados en desviaciones absolutas; la balanza pública, expresada como la desviación absoluta en puntos porcentuales respecto al PIB de modelo básico; y la balanza comercial, expresada como la desviación absoluta en millones de \$EEUU.

Una política de recorte impositivo parece más eficiente para estabilizar la actividad económica que un aumento del gasto público en bienes y servicios. Las reducciones impositivas mejoran la economía por el lado de la oferta, y no tienen efectos negativos en la demanda privada. De esta forma, el efecto expansionista permite construir un estabilizador impositivo automático. En el caso del gasto público, aparece una reducción de la demanda privada y de la balanza pública en las economías europeas más deterioradas. Además, la inflación es mucho mayor, porque se incrementa la demanda más que la capacidad, la cual no se altera sustancialmente.

Nuestras simulaciones también muestran que aumentos del gasto de los gobiernos tienen un mayor impacto en el déficit público que las reducciones impositivas, y podrían incluso llevar a sobrepasar el objetivo del SPE. Por ejemplo, en el caso de Alemania (Tabla 8). En conjunto, en este particular contexto de alto déficit en la mayoría de los países de la zona Euro, éstos actúan con una limitada maniobrabilidad al operar con políticas fiscales nacionales para hacer frente a fuertes shocks simétricos negativos.



Tabla 8: El déficit público como un porcentaje del PIB para una serie de países seleccionados de la UE en el 2001 y el aumento puntual de este después de una política fiscal expansiva.

Déficit/ PIB	Expansión fiscal									
	2001	Aumento del gasto público			Reducción de los impuestos a las familias			Reducción del impuesto de sociedades		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004	
Alemania	2.6	1.00	0.95	0.90	0.12	0.11	0.10	0.15	0.12	0.11
Francia	1.4	0.98	0.92	0.87	0.13	0.12	0.11	0.15	0.13	0.11
Italia	1.1	1.07	1.00	0.94	0.10	0.10	0.09	0.15	0.12	0.10



PARTE III Efectos Asimétricos de la Política Monetaria

Ha habido en la última década un resurgimiento del interés por modelos para la actividad económica donde los efectos de un shock pueden depender de en qué punto del ciclo económico se esté situado. Todo esto edificado, en parte, sobre una antigua tradición fechada después del 1920 (Crum, 1923, Mitchell, 1927, Keynes, 1936, Friedman, 1964)⁵, la cual enfatiza en las asimetrías de los ajustes en la economía dependiendo del ciclo económico. Una forma particularmente útil de modelizar esta posibilidad es por medio de una generalización del modelo de regímenes cambiantes de Hamilton. Éste permite que unas variables específicas, además de tener diferentes efectos dependiendo de si estamos en fases de expansión o de contracción del ciclo, también tengan efectos sobre la probabilidad de que la economía este en una fase u en otra.

La literatura sobre los efectos de los shocks monetarios no anticipados, identifica ampliamente tres diferentes posibilidades. La primera sobre el signo del shock monetario ocurrido. Un shock negativo tiene un efecto diferente que un shock positivo. La segunda posibilidad, el tamaño del shock ocurrido. La economía reacciona de forma diferente ante un shock largo. Shocks pequeños provocan pequeñas respuestas. Y finalmente, la posición o el estado, del ciclo económico. Asimetrías en los “estados”, de acuerdo a las cuales, los efectos en la producción dependen de la fase del ciclo económico.

Nuestro objetivo se limita al análisis de la posible existencia de asimetrías en el “estado”. En este caso, cambios no anticipados en la política monetaria pueden afectar a las tasas de crecimiento de la producción real de forma diferente en recesiones y expansiones del ciclo económico. Aunque esto ha recibido menos atención en la literatura que los otros dos tipos de asimetrías, hay al menos dos argumentos justificando su posible existencia. Primero, hay modelos de ajuste de precios que implican una curva de oferta convexa. Esto implica que la política monetaria tiene mayores efectos reales durante las recesiones, cuando la producción está por debajo de su nivel de largo plazo, que en expansiones, cuando la curva agregada de oferta es casi vertical. En segundo lugar, hay una amplia gama de modelos que proporciona soporte a las asimetrías de “estado” a través de modelar explícitamente los canales de crédito y préstamo de los mecanismos de transmisión de política monetaria. De acuerdo con esta interpretación, si los mercados financieros se enfrentan a asimetrías de información, crédito y liquidez, puede ser fácil disponer de fondos durante los booms, mientras los agentes pueden encontrar más duro obtener fondos durante las recesiones. Por lo tanto, es probable que las políticas monetarias tengan mayores efectos en las decisiones de consumo e inversión durante las recesiones que durante las expansiones.

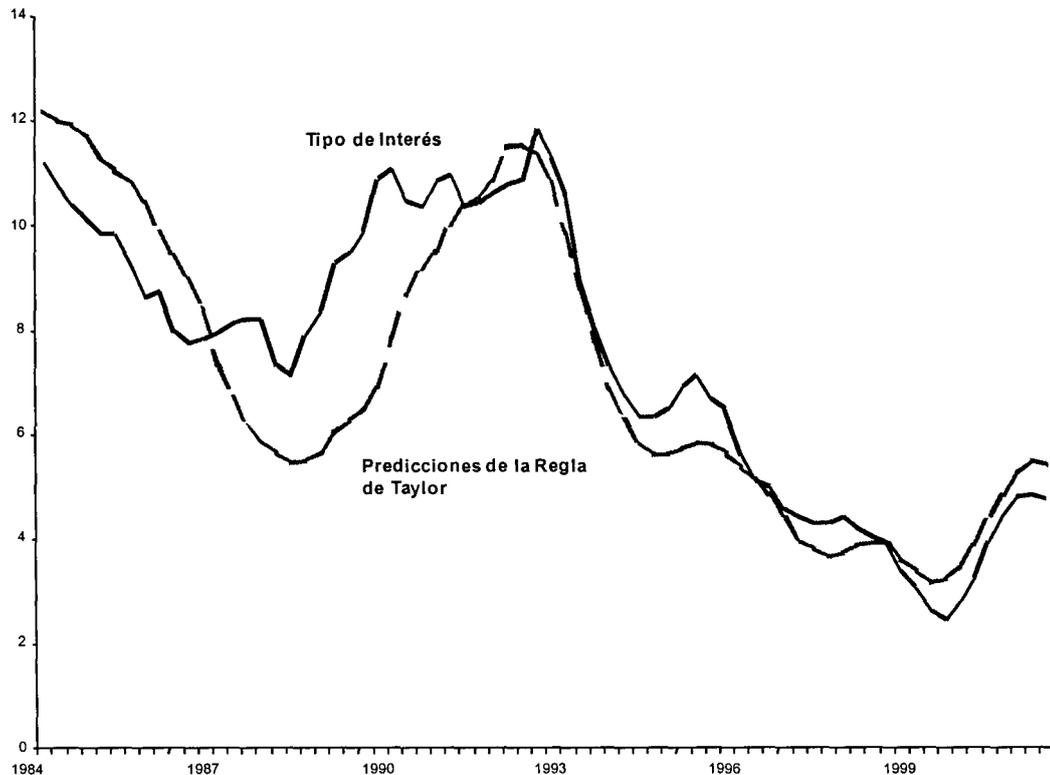
Nosotros estamos interesados en los efectos asimétricos de la política monetaria y la necesidad de distinguir entre componentes anticipados y no anticipados. La parte

⁵ Crum, W.L. (1923) “Cycles of Rates on Commercial Paper”, *Review of Economic Statistics*, 5, pp. 17-29; Mitchell, W. A. (1927) “Business Cycles: the problem and its setting”, NBER, New York; Keynes, J.M. (1936) “The General Theory of Employment, Interest and Money”, London: Macmillan/Royal Economic Society; Friedman, M. (1964) “Monetary Studies of the National Bureau”, *The National Bureau Enters its 45th Year, 44th Annual Report*, pp. 7-25.



anticipada se modeliza usando la Regla de Taylor, la cual establece el tipo de interés como una función de la inflación y la diferencia entre el output y su nivel de largo plazo. Esto es estimado para la zona Euro. Los shocks no anticipados de política monetaria son, por lo tanto, los residuos de la función de reacción. En el Gráfico 10 las predicciones de la Regla de Taylor son dibujadas junto a la senda real del tipo de interés.

Gráfica 10: Predicción del tipo de interés real y del tipo de interés obtenido por medio de la Regla de Taylor para la zona Euro

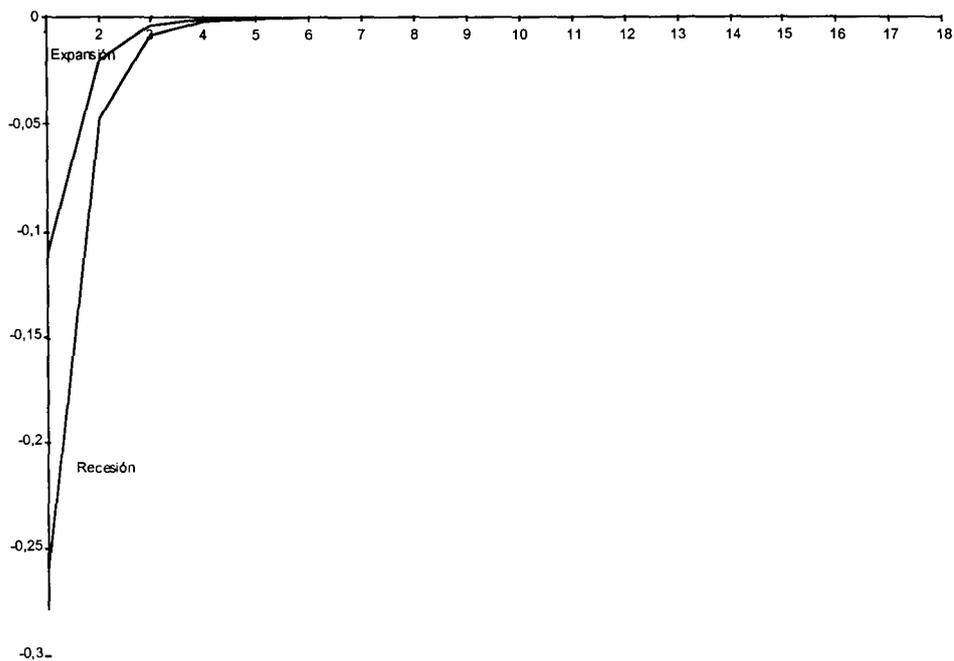


En la segunda etapa, estos shocks son usados como variables explicativas de un Modelo de Markov de regímenes cambiantes para el crecimiento del PIB, a fin de examinar si los efectos en el crecimiento de la producción ante cambios de la política monetaria no anticipados dependen del estado del ciclo económico donde el shock ocurrió.

Obtenemos dos resultados interesantes. Primero, encontramos evidencia de asimetrías. Los shocks de política monetaria tienen mayores efectos durante las recesiones que durante las expansiones. En el gráfico 11 dibujamos el efecto de un aumento no anticipado del tipo de interés en una fase de expansión del ciclo económico, comparándolo con los efectos en una recesión. Está claro que una política monetaria contractiva durante una recesión tiene un impacto más fuerte en la producción que el que tendría en una fase expansiva. Esto implica que los booms necesitan una más vigorosa tensión monetaria para sujetarlos, mientras en una recesión la política monetaria necesita ser particularmente más relajada a fin de llevar la economía fuera de la recesión.



Gráfico 11: Respuesta del crecimiento del PIB ante un aumento del tipo de interés no anticipado en diferentes fases del ciclo



En segundo lugar, nosotros encontramos que los shocks de política monetaria afectan a las probabilidades de transición de una fase del ciclo hacia otra. Esto es particularmente importante puesto que implica que la política monetaria en determinados momentos puede tener un impacto considerable en la economía.

Para averiguar los efectos sobre la probabilidad de estar en expansión o recesión ante shocks en el tipo de interés, nosotros usamos el siguiente experimento. Suponemos que el Banco Central Europeo provoca un shock negativo (expansionista) en el tipo de interés de 100 puntos básicos en un único trimestre. Y entonces, la pregunta es: “¿Cómo afectará el shock a la probabilidad de transición de una recesión a una expansión?” Asimismo, que ocurriría si por el contrario consideramos un cambio positivo en el tipo de interés y de idéntica magnitud, “¿Cómo afectaría a la probabilidad de un cambio en dirección opuesta?”

La Tabla 9 muestra los cambios en las probabilidades ante un shock positivo o negativo simulado sobre el tipo de interés de 100 puntos básicos. Encontramos que una reducción del tipo de interés no anticipada de esa magnitud, aumentará la probabilidad de abandonar una recesión desde el 41% hasta el 57%, mientras que un aumento del tipo de interés no anticipado aumentará la probabilidad de entrar en una recesión desde el 29% hasta el 39%. Por lo tanto, en consonancia con los fuertes efectos reales causados por la política monetaria durante las recesiones encontrados antes, la probabilidad de abandonar una recesión en respuesta a un recorte de los tipos de interés es mayor que la probabilidad de entrar en una recesión en respuesta a un aumento del tipo de interés.

Aunque estos resultados son para Europa, las lecciones podrían ser aplicadas en los EEUU. Puntualmente, acciones oportunas por parte de las autoridades monetarias pueden ayudar a evitar eficazmente el inicio de recesiones, de manera no lineal.



Tabla 9: Los efectos en las probabilidades de transición en diferentes fases del ciclo ante shocks en los tipos de interés

$u_t = - 100$ p.b. (t a t+1)		
	Antes del shock	Después del shock
p_{rr}	0.59	0.43
p_{re}	0.41	0.57

$u_t = + 100$ p.b. (t a t+1)		
	Antes del shock	Después del shock
p_{ee}	0.71	0.61
p_{er}	0.29	0.39

p_{rr} es la probabilidad de permanecer en recesión. p_{re} es la probabilidad de salir desde una recesión. p_{ee} es la probabilidad de moverse a una recesión.



PARTE IV La Versión Ampliada del Informe

La versión ampliada del informe contiene un análisis más detallado y técnico, con varias referencias a la literatura relevante.

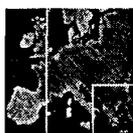
En concreto, el análisis coyuntural es completado con tablas sobre las relaciones cíclicas entre los sectores industriales de la zona Euro y de los EEUU, la construcción de indicadores para la zona Euro, y con el análisis del impacto de los shocks macroeconómicos sobre las principales variables de la economía.

El análisis económico está enriquecido con una investigación de los efectos en EEUU ante cambios en políticas fiscales y monetarias, y sus repercusiones económicas en la zona Euro.

La evaluación de las asimetrías en los efectos cíclicos de la política monetaria es realizada a través de un riguroso trabajo econométrico, y la metodología es descrita en detalle.

Para finalizar, hay cinco anexos. El anexo 1 presenta un ejercicio comparativo detallado de predicción en tiempo real, donde la realización de la predicción del modelo estructural es comparada con una variedad de modelos de series temporales lineales y no lineales, univariantes y multivariantes, para todas las variables macroeconómicas abarcadas en el análisis, y sobre varios horizontes de predicción. El anexo 2 describe en detalle el modelo estructural. El anexo 3 el modelo Marmotte, usado en los ejercicios de simulación de políticas, y el anexo 4 y el anexo 5 proporcionan detalles sobre las fuentes de los datos y las variables exógenas usadas en el modelo de predicción estructural.





EL BOLETIN DE INFLACIÓN, PARA LA UE & EE.UU., Y ANÁLISIS MACROECONÓMICO es una publicación universitaria, mensual e independiente, la cual incluye:

- Predicciones del Índice de Precios al Consumo Europeo Armonizado
- Predicciones de los Índices de Precios al Consumo Armonizados de todos los países integrantes de la UME
- Predicciones del Índice de Precios al Consumo de EEUU
- Un Análisis de la Política Monetaria Europea
- Predicciones de las principales Variables Macroeconómicas Agregadas de la UME
- Un Análisis por Sectores de la Inflación en la Economía Española
- Un Análisis de las principales Magnitudes Económicas Españolas en el Contexto Europeo
- Contribuciones acerca de la situación económica española e internacional, escritas por los especialistas más destacados pertenecientes tanto a instituciones públicas como privadas

Nuestra metodología de predicción para la inflación esta basada en el hecho de que los precios en diferentes mercados, para una economía dada, no siguen una única tendencia, y por tanto, para propósitos de predicción y diagnóstico importa analizar la inflación desglosando el correspondiente IPC. Por consiguiente, el procedimiento usado en nuestro Boletín consiste en desglosar el IPC en diferentes índices, correspondientes a amplios grupos de mercado de una economía, obteniendo predicciones para esos índices a través de modelos econométricos de indicadores adelantados, con estructuras no lineales si fuesen necesarias, y agregando los resultados para obtener la predicción para el total del IPC. Con los desgloses por países y por mercados, el diagnóstico sobre inflación puede ser realizado de forma más precisa.

Nuestros lectores pueden también suscribirse a un servicio de puesta al día, a través del cual, ellos reciben tres faxes al mes con nuestras nuevas predicciones y diagnósticos justo el día después de la publicación de los datos del IPC en España, UME y EEUU.

El Boletín también incluye una sección llamada Debate Mensual. En el que durante los últimos meses han participado Emilio Albi, José Barea, Luc Bauwens, Luis C. Currais, Juan J. Dolado, Philip H. Franses, M^a Dolores García Martos, David Hendry, Mario Izquierdo, Oscar Jordá, Jordi Jaumandreu, Eduardo Ley, Matilde Mas, Thomas Mikosch, Javier Ruiz-Castillo, M^a Jesús San Segundo, Catalin Starica, Nico Valckx, Arnold Zellner, etc.





HOJA DE SUBSCRIPCIÓN Y PATROCINIO PARA EL AÑO 2002

Nombre y Apellidos:
 Dirección: C.P.:
 Teléfono: Telefax: Correo Electrónico:
 NIF/CIF: Fecha:

Boletín Inflatión y Análisis Macroeconómico (edición mensual) € 324,55 ☐

Contenido

- *Predicciones de inflatión* desglosada por sectores utilizando modelos econométricos de indicador adelantado y de regímenes cambiantes cuando es necesario para ESPAÑA, UM Y PAÍSES DE LA UE y EEUU.
- *Predicciones del cuadro macroeconómico español.*
- *Análisis y predicciones de los mercados laborales* en España, Italia y Reino Unido a partir de un enfoque pionero a nivel internacional basado en modelos sobre los datos individuales de las encuestas de población activa.
- *Predicciones de inflatión en la Comunidad de Madrid* y de sus precios relativos con España y la Unión Monetaria Europea.
- *Resultados y Análisis de una encuesta trimestral propia sobre expectativas en el sector financiero y bursátil.*

Servicio de Actualización de predicciones y diagnósticos € 1051,77 ☐

a) Servicio de Actualización de predicciones (por FAX ☐ , por CORREO ELECTRÓNICO ☐) :

- a las 12 horas de publicarse el IPC español.
- a las 48 horas de publicarse el IPC de los principales países europeos.
- a las 48 horas de publicarse el IPC de Estados Unidos.

b) Servicio de Actualización de diagnósticos (por CORREO ELECTRÓNICO) :

- Comunicación por correo electrónico de la existencia de cualquier actualización en la hoja web del Boletín.
- Actualización por correo electrónico del diagnóstico sobre la inflatión en Alemania y posibles repercusiones en la inflatión europea, a las 4 horas de publicarse el dato provisional sobre el IPC alemán.
- Actualización por correo electrónico del diagnóstico sobre la inflatión europea, a las 4 horas de publicarse el dato de inflatión armonizada europea.

Subscripción conjunta € 1202,02 ☐

Subscripción al BOLETÍN INFLACIÓN Y ANÁLISIS MACROECONÓMICO
+ Servicio de Actualización de predicciones y diagnósticos.

Subscripción y Patrocinio € 3606,07 ☐

Subscripción al BOLETÍN INFLACIÓN Y ANÁLISIS MACROECONÓMICO
+ Servicio de Actualización de predicciones y diagnósticos
+ Inclusión de anagrama en la lista de Patrocinadores en el Boletín y en Internet.

MÉTODOS DE PAGO

(Todos los precios listados incluyen IVA y gastos de envío)

..... Talón bancario

A nombre de: Fundación Universidad Carlos III.
 CIF: 79852257 - Domicilio Fiscal: C/ Madrid, 126. 28903 Getafe (Madrid)
 (Enviar el talón a: Fundación Universidad Carlos III. Dpto. Contabilidad. Avda. de la Universidad, 30. 28911 Leganés (Madrid).

..... Transferencia bancaria

A: Fundación Universidad Carlos III C.C.C.: 2096-0630-12-3143116204

VISA AMERICAN EXPRESS MASTERCARD Tarjeta de Crédito

Número Fecha de caducidad.....

Firma

Firma autorizada:

INFORME DE LA EFN SOBRE EL PANORAMA ECONÓMICO EN LA ZONA EURO

PANORAMA ECONÓMICO PARA LA ZONA EURO

	1998	1999	2000	2001	2002:I		2002:II		2003:I	
					Estimación Puntual	Intervalo Confianza	Estimación Puntual	Intervalo Confianza	Estimación Puntual	Intervalo Confianza
PIB	2.8	2.6	3.3	1.6	0.9	0.6 1.2	1.2	0.8 1.6	2.2	1.2 2.9
Consumo Privado	3.0	3.1	2.5	2.0	1.7	1.4 2.0	1.8	1.5 2.1	2.1	1.4 2.7
Consumo Público	1.2	2.1	1.9	2.0	1.8	1.6 2.0	1.5	1.3 1.8	0.9	0.5 1.4
Inversión Privada	5.1	5.3	4.3	-0.4	-1.2	-2.0 -0.5	-1.4	-3.0 -0.1	0.2	-3.0 2.2
Inventarios/PIB	0.5	0.3	0.3	0.0	0.1	-0.2 0.1	0.2	-0.2 0.4	0.3	0.0 0.5
Exportaciones	7.0	5.1	11.2	3.3	0.0	-1.1 1.0	2.3	-0.3 4.1	9.1	6.8 11.5
Importaciones	9.5	6.9	10.2	2.0	-0.3	-1.7 0.9	2.1	-0.6 4.0	8.3	5.4 10.9
Desempleo	10.5	9.5	8.6	8.3	8.4	8.1 8.7	8.4	7.9 9.1	8.1	7.5 9.2
Comercio	5.7	6.8	12.0	1.5	-0.8	-1.7 0.0	1.7	0.3 3.0	10.3	8.1 12.4
Tipo de Cambio Euro Nominal Efec	2.2	-5.9	-11.3	1.9	0.1	-3.2 3.0	-3.0	-6.0 1.0	-1.0	-7.0 4.0
Tipo de Cambio Euro Real Efec	1.9	-5.7	-10.4	2.8	0.5	-2.5 3.4	-3.1	-6.4 1.2	-1.3	-7.3 3.5
Tipo de Interés C/P	3.9	3.0	4.4	4.4	3.5	NA NA	3.5	NA NA	3.8	NA NA
Tipo de Interés L/P	4.7	4.7	5.4	5.1	4.8	4.2 5.1	4.8	3.8 5.3	5.2	4.5 6.2
Salario	1.7	2.3	3.3	2.7	2.7	2.4 3.0	2.9	2.3 3.4	2.7	2.0 3.3
Coste Laboral	1.7	2.3	3.3	2.7	2.4	2.1 2.8	2.5	1.7 3.0	2.3	1.5 3.1
PIB	1.2	1.7	1.3	2.1	1.6	1.1 1.9	1.6	0.6 2.2	1.8	0.6 2.7
Consumidor	0.8	1.7	2.5	2.1	1.4	0.9 1.9	2.0	1.0 3.0	2.2	1.0 3.4

Cambio porcentual medio comparado con el mismo periodo del año anterior, excepto la tasa de desempleo y el tipo de interés que son expresados en niveles, y los precios del consumo los cuales son expresados en tasas de crecimiento anual sobre el mismo periodo del año anterior. Predicciones realizadas a partir del modelo de predicción del EFN.