

# PREDICCIÓN Y DIAGNÓSTICO

Nº62, Agosto 2001

Nº63, Septiembre 2001

Instituto Flores de Lemus  
Universidad Carlos III de Madrid

---

## LA COYUNTURA ECONÓMICA INTERNACIONAL Y SUS PERSPECTIVAS, A FINALES DE 2001

---

*Las principales economías mundiales vienen registrando desde mediados de 2000 una intensa fase de desaceleración del crecimiento que ha hecho que en la segunda mitad de 2001 algunas hayan entrado ya en recesión o se encuentren al borde de la misma. Así, la economía americana, de acuerdo con el diagnóstico del NBER, entró en recesión en marzo de 2001 según algunos indicadores mensuales o en el tercer trimestre según la Contabilidad Trimestral. La economía europea se situó al borde de la recesión en los dos trimestres centrales de 2001 de acuerdo con las previsiones de los organismos internacionales y probablemente entre en recesión en el cuarto. Por su parte, la economía japonesa también entró en recesión en el tercer trimestre del pasado año, por tercera vez en los últimos diez años. La crisis actual tiene aspectos claramente diferenciados de las anteriores y su origen habría que buscarlos en los excesos de inversión en el sector de nuevas tecnologías en el segundo lustro de los noventa, ello permite catalogarla en cierta forma como atípica. Por lo tanto, es probable que la salida de la misma no se produzca de la misma forma que lo hicieron las anteriores.*

### I. LA POSICIÓN CÍCLICA ACTUAL

Según el último diagnóstico de los Organismos Internacionales (FMI, OCDE, Comisión Europea...) en las ediciones de otoño de sus previsiones semestrales, la economía internacional atraviesa uno de sus peores momentos de los últimos veinte años. En efecto, el área económica que forman los treinta países más desarrollados del mundo miembros de la OCDE sufrirá una caída global de su PIB del 0,3% en tasa intersemestral anualizada, durante el segundo semestre de 2001, por primera vez desde principios de los ochenta.

Esta cifra representa todavía hoy por hoy una previsión, pero los resultados de la contabilidad nacional dan cuenta del crecimiento "nulo" que ya han registrado en el segundo y tercer trimestre el conjunto de estas economías. Aunque con estos

datos, la jerga convencional de los analistas no permite hablar de recesión sino sólo de estancamiento, los primeros indicadores referidos a octubre y noviembre (producción industrial, ventas al por menor, clima económico...) reafirman la prolongación e incluso agravamiento de la situación durante el cuarto trimestre de 2001 en el que se desplegará, por otra parte, todo el impacto de los acontecimientos del 11 de septiembre.

Ahora bien, esta situación actual de fuerte desaceleración, que ya se ha traducido en recesión en EE.UU. (desde marzo, como recientemente ha diagnosticado el N.B.E.R. en base a indicadores mensuales o desde el tercer trimestre en base a la contabilidad trimestral), y en Japón, aunque en la UE se ha sólo bordeado (con un crecimiento de apenas una décima porcentual en los dos trimestres centrales de 2001), prolonga la fase decreciente de la economía internacional desde la primavera de

2000. Tanto la economía de EE.UU. como la de la UE alcanzaron su máximo cíclico a la altura del segundo trimestre del pasado año. Por tanto, la fase decreciente del ciclo de la economía mundial atravesó a finales de 2001 el sexto trimestre de desaceleración.

Los rasgos específicos de esta desaceleración en cuanto a sus desencadenantes, su sincronía, el papel de los factores de oferta y demanda, etc., inclinan a calificarla de atípica, tal como proponía alguno de los miembros del Comité del NBER que oficializaba la recesión americana el pasado día 26 de noviembre. No se trata de una desaceleración típica al término de una fase de expansión cíclica, como venía ocurriendo en las economías industrializadas desde finales de la II Guerra Mundial. No se originó por un recalentamiento de la demanda y la consiguiente subida de precios, con el endurecimiento posterior de la política monetaria.

Su origen radica en los excesos de inversión y endeudamiento en el ámbito empresarial, especialmente en el sector de las nuevas tecnologías (ICT), durante toda la segunda mitad de los noventa, que han generado un exceso importante de capacidad productiva instalada, pero no una elevación significativa de los precios de consumo. Consecuentemente, la inversión se ha desplomado al hundirse las expectativas de rentabilidad.

En el caso de Japón, la caída del consumo privado incluso se aceleró en el tercer trimestre. Entretanto en la Unión Europea, aunque se ha desacelerado significativamente en términos agregados, se mantiene vigoroso en países como Francia, Reino Unido y España, pero flaquea en Alemania.

La OCDE, tal vez haciéndose eco del análisis del FMI, en sus previsiones de otoño<sup>1</sup> dedica también un recuadro analítico a la sincronía cíclica actual, partiendo de la constatación de que los *outputs gaps* que tendían a divergir significativamente a principios de los noventa, recientemente han disminuido al unísono<sup>2</sup>. ¿Esta mayor sincronización resulta de la naturaleza de los shocks que provocan la desaceleración o refleja una transmisión más rápida y plena de los shocks nacionales en un contexto de mayor interdependencia?

La OCDE concluye que este ciclo tiene un componente principal preponderante cual es la expansión y hundimiento del sector de nuevas tecnologías (ICT). Un segundo componente ha sido la subida del precio del crudo que en dólares corrientes se triplica durante 1999-2000. Otro componente menos extendido ha sido el endurecimiento de la política monetaria a medida que el ciclo se acercaba a su punto máximo. Por último, los acontecimientos del 11 de septiembre en EE.UU. propinaron un fuerte golpe a la confianza de los agentes a través del área de la OCDE y más allá. En síntesis, la aproximación actual de los ciclos nacionales refleja al menos en parte la naturaleza mundial de los shocks determinantes.

Pero con toda probabilidad, el aumento de la integración económica en el transcurso de los años noventa, ha contribuido también a la sincronización de la desaceleración actual de las economías nacionales. En lo que sigue se analiza la evolución reciente de las principales economías mundiales.

## II. PRINCIPALES AREAS ECONÓMICAS

### II.a. ESTADOS UNIDOS

Según las estimaciones más recientes de la contabilidad trimestral publicadas el 21 de diciembre, la economía de EE.UU. sufrió en el tercer trimestre de 2001 un retroceso más fuerte de lo inicialmente estimado, o más exactamente, su recesión es más profunda de lo previsto. En efecto, su PIB disminuyó un -0,3% respecto al trimestre anterior, equivalente al -1,3% en tasa anualizada, en vez del -0,4% anualizado según la primera estimación. A su vez, la tasa de crecimiento interanual del PIB desciende ahora al 0,5%, frente al 1,2% observado en el segundo trimestre.

Según los nuevos resultados que registran sólo tangencialmente las repercusiones de los acontecimientos del 11-S, la economía de EE.UU. se encuentra en recesión por primera vez desde la guerra del Golfo en 1991. No obstante, el fecho o periodificación de esta recesión difiere, según se utilicen estos resultados de la contabilidad trimestral en cuyo caso habría comenzado en el tercer trimestre o indicadores mensuales, tal como afirmaba el NBER el pasado 26 de noviembre, según el cual la recesión comenzó ya en el segundo trimestre.

<sup>1</sup> FMI, "World Economic Outlook", October 2001, cap. II.

<sup>2</sup> OECD "Economic Outlook", nº 70, November 2001, Box I.1.

Según estas últimas estimaciones de la CN, la recesión es imputable principalmente a la caída de la demanda interna, que contribuye con un punto porcentual, mientras el sector exterior añade las otras tres décimas a la variación negativa del PIB anualizada. La contribución negativa del sector exterior resulta de una caída muy fuerte de la exportación de bienes y servicios en volumen del -18,8%, muy superior a la de la importación, del -13,0%. El retroceso del comercio mundial durante el segundo semestre de 2001, que la OCDE cifra en un -3,6% respecto al semestre anterior, junto a la persistente sobreapreciación del dólar, explica este descenso espectacular de las ventas al exterior.

Los datos de balanza de pagos relativa al mes de octubre (bienes y servicios en valor) no son tampoco favorables, ya que tras la reducción atípica de septiembre al contabilizar las indemnizaciones de las aseguradoras extranjeras por los siniestros del 11-S, el déficit exterior en bienes y servicios ha saltado de nuevo hasta una cota de 29 m.m. de dólares, como resultado de un exiguo crecimiento de las exportaciones del 0,6%, frente a un aumento del 11,5% de las importaciones. El déficit por c/c que ronda el 4,5% del PIB sigue representando un desequilibrio insostenible en opinión del FMI<sup>3</sup>, pero lo cierto es que la cotización del dólar se muestra hoy por hoy totalmente insensible a su evolución.

Dentro de la demanda interna, cabe señalar la intensa desaceleración del consumo privado, cuya tasa anualizada desciende al 1% este trimestre, su ritmo más bajo desde 1993, frente al 2,5% en el segundo y el 4,8% de media anual en 2000. La evolución más reciente de esta variable ha sido muy irregular por motivos directa o indirectamente relacionados con el 11-S. En septiembre disminuyó -1,2% respecto al mes anterior en términos reales; en octubre repuntó un 2,3%, a raíz de la financiación gratuita de los automóviles, instrumentada para contrarrestar los efectos del 11-S sobre la confianza de los consumidores. En noviembre ha vuelto a caer un -0,6% en términos reales, con lo cual la media del cuarto trimestre probablemente registre una variación próxima al crecimiento cero.

Simultáneamente la tasa de ahorro de las familias en proporción de su renta disponible, que había pasado

del 1,0% en media de 2000 al 1,1% en el segundo trimestre y al 3,8% en el tercero de 2001, descendió de nuevo en octubre y en noviembre. El ajuste del presupuesto de las familias sigue siendo una cuestión pendiente, que algunos analistas consideran insoslayable para iniciar una recuperación sostenida del conjunto del ciclo económico, dados los mínimos históricos en que se mueve su nivel de ahorro o recíprocamente los máximos que alcanza su nivel de endeudamiento.

Por otra parte, la evolución de la confianza de los consumidores en octubre y noviembre pasados según el indicador del *Conference Board* no permite anticipar muchos grados de optimismo respecto al comportamiento de esta variable durante el cuarto trimestre. En efecto, tras el desplome de octubre consiguiente a las secuelas del 11 de septiembre, en noviembre el indicador cayó de nuevo, perdiendo 3,1 puntos al pasar de un nivel de 85,3 en octubre a 82,2. La percepción de la situación presente baja de 107,2 a 93,5, explicable por el aumento del paro y los continuos despidos. Por el contrario, el índice de confianza de la Universidad de Michigan subió en diciembre, por tercer mes consecutivo, hasta alcanzar el nivel de 93,02, a más de cuatro puntos del mínimo de septiembre (88,68), aunque todavía muy alejado del 112 que había llegado a registrar como máximo. Esta evolución contradictoria de los indicadores de la misma variable es bastante significativa de la dificultad de interpretación de la tendencia de fondo, que está siguiendo una variable tan fundamental como el consumo de las familias, en este cuarto trimestre del año.

Por otra parte, el paro alcanzó en noviembre su cota más alta de los últimos seis años, al subir su tasa al 5,7% de la población activa, tres décimas por encima de la registrada en octubre. El empleo no agrario de la agricultura se redujo en 331 mil puestos de trabajo, tras el descenso de 468 mil en octubre; es decir, una pérdida de 800 mil empleos en apenas dos meses. Ahora bien, la interpretación de esta evolución del empleo a la hora de precisar el momento actual del ciclo no está exenta de dificultad. Para gran parte de los analistas el empleo es un indicador retardado, ya que los empresarios habitualmente no cambian sus pautas de contratación o recorte de plantillas hasta no estar seguros de que se ha producido un cambio en la demanda de sus bienes o servicios. Esto implica que la economía puede haberse estabilizado e incluso comenzado a recuperarse, aunque el mercado de trabajo siga

<sup>3</sup> FMI. "World Economic Outlook".- The Global Economy. After September 11. December, 2001.

emitiendo señales negativas. Esto significa también que el paro podría seguir subiendo algunos meses, después de que la recesión atravesase su punto más álgido.

Incluso las informaciones más recientes dejan atisbar que dicho punto podría estar siendo superado. Así, las solicitudes iniciales de prestaciones de desempleo en la semana que finalizó el 15 de diciembre registraron un descenso inesperado (el consenso de los analistas esperaba una subida), por tercera semana consecutiva, hasta las 384.000 peticiones (frente a 395.000 la semana anterior).

En cualquier caso, el protagonismo principal de esta recesión, como ya se subrayó en la primera parte, corresponde al retroceso excepcional de la Formación Bruta de Capital privada, que por tercer trimestre registra caídas de dos dígitos. Dentro de ella, el descenso de la inversión empresarial en equipo e instalaciones alcanza este trimestre un -8,5%, frente al -14,6% de caída en el segundo, evolución coherente con los resultados del índice de producción industrial cuyo descenso en tasa interanual alcanza un -4,7%, según la nueva serie publicada a finales de noviembre que muestra que el ritmo anual de descenso de la actividad industrial se intensificó en el cuarto trimestre.


Simultáneamente la utilización de la capacidad productiva en la industria se situaba en el 76,3% en el tercer trimestre, 2,5 puntos por debajo del mínimo que registró en la recesión de 1990-91. En octubre y noviembre ha vuelto a descender hasta el 74,7%. Como es bien sabido, ésta es una variable crucial y determinante en la función de inversión. Su descenso persistente hasta el momento no permite anticipar un despegue de la inversión empresarial en el futuro inmediato.

No obstante, los indicadores de clima industrial de noviembre muestran unos registros bastante favorables. Así, el NAPM manufacturero subió hasta 44,5 (39,8 en octubre), muy por encima de lo que esperaba el consenso. Pero, sobre todo, el NAPM no manufacturero logra un avance de 10,7 puntos en noviembre, pasando del 40,6 anterior al 51,3 actual y superando así el nivel 50 indicativo de un tono expansivo. Algo podría estar cambiando en el terreno de las expectativas empresariales.

La inversión en construcción alcanzó un 2,4% en el tercer trimestre según las últimas estimaciones de la CN. La bajada de tipos de los créditos hipotecarios,

a raíz de la agresiva política monetaria de la Reserva Federal (con una reducción de 4,75 puntos del tipo objetivo de los Fondos Federales en el transcurso de 2001), sin duda ha permitido renegociar las condiciones de financiación de la vivienda a muchos compradores. Los indicadores más recientes siguen dando muestras de un vigor sostenido en el sector. Así las viviendas iniciadas en noviembre experimentaron un fuerte repunte, explicable tanto por factores climáticos, como por la mejora de las condiciones de financiación apuntadas. Asimismo los permisos de construcción mostraron en octubre un comportamiento positivo, que interrumpe su tendencia decreciente desde enero de ese año.

Es de subrayar, por último, el ajuste excepcional de existencias que efectuaron los empresarios en el tercer trimestre, ya que la variación de existencias por sí sola restó 0,8 puntos al crecimiento del PIB, la eliminación más drástica de inventarios desde 1981.

La cuestión principal en este punto atañe a la profundidad y duración de la actual recesión en EE.UU. De momento, los indicadores disponibles  permiten dilucidar si la recesión ha tocado fondo en el cuarto trimestre de 2001 o seguirá ahondándose en los siguientes. Sí parece que el descenso del PIB habrá sido de magnitud igual o superior a la observada en el tercero. En todo caso, dos ingredientes caracterizan la desaceleración en curso, que serán también decisivos a la hora de evaluar las probabilidades de la recuperación, su perfil temporal y el mecanismo a través del cual podría producirse. Estos dos ingredientes son: el pinchazo de la burbuja en el sector de nuevas tecnologías (ICT) tanto en el ámbito de la economía real como en el de las cotizaciones bursátiles y el impacto de los acontecimientos del 11-S.

El escenario de recuperación (su intensidad, perfil temporal, protagonismo de la inversión, del consumo o de la exportación, etc.) que se proyecta, depende en el fondo del diagnóstico sobre los determinantes de la recesión. Tanto los organismos internacionales en las ediciones de otoño de sus previsiones semestrales, como la mayoría de los economistas próximos a Wall Street plantean el escenario siguiente: recesión en los dos últimos trimestres de 2001; estancamiento durante la primera mitad de 2002; recuperación hacia finales de ese mismo año a un ritmo vigoroso, superior al potencial de crecimiento.

La justificación de este escenario optimista de recuperación rápida se apoya en el cambio de las condiciones determinantes de la recesión. Los precios del petróleo han bajado más del 40% respecto a su máximo registrado en 2000. La política monetaria se ha relajado espectacularmente, sobre todo en EE.UU., tal como antes se ha señalado y, con la inflación contenida (al 1,6% en diciembre), no hay restricción que impida una distensión ulterior, si no es el bajo nivel del principal tipo de referencia, que la Reserva Federal fijó en el 1,75% el pasado 11 de diciembre. La política presupuestaria se ha vuelto más expansiva, al menos en EE.UU., aunque la aprobación del gran paquete presupuestario sigue encallada en el Senado.

Las bolsas, atentas a estos indicadores y atentas así mismo a la marcha de los acontecimientos de la guerra contra el terrorismo, anticipando la recuperación más o menos próxima de la economía real, se han recuperado con cierto vigor, a partir del mínimo que registraron el 21 de septiembre, en la semana de reapertura de Wall Street tras los acontecimientos del 11-S, aunque en las dos primeras semanas de enero de 2002 se ha rebajado algo el optimismo. Todo esto da pie para justificar una recuperación típica, como ocurría en otros episodios de desaceleración o recesión en las economías occidentales, desde la II Guerra Mundial, en los que prevalecían los factores de demanda en su gestación.

Sin embargo este escenario no concita la unanimidad de los analistas. Los más pesimistas<sup>4</sup> apuestan por un escenario de ciclo largo, en el que probablemente se producirá un periodo dilatado de evolución precaria de la actividad económica. La demanda privada nacional evolucionará a un ritmo débil, apenas compensado con la expansión presupuestaria y sin el apoyo de la demanda externa (dada la sincronía de la desaceleración mundial ya analizada).

Dos factores dan pie para este pesimismo. El primero sería la dependencia del mundo de la demanda proveniente de EE.UU. No hay que olvidar que entre 1996 y 2000, EE.UU. generaba por sí sólo casi la mitad del aumento de la demanda

mundial a precios de mercado. El segundo sería la situación consiguiente al pinchazo de la burbuja, que afecta actualmente a la economía de EE.UU. En un periodo de optimismo infundado se pueden generar valoraciones exageradas de los activos en los mercados e igualmente excesos de inversión. La consecuencia probable suele ser la caída de la propensión al ahorro. A esto viene asociado un aumento del endeudamiento, tanto respecto al nivel de ingresos como al nivel de las altas cotizaciones de los activos (aunque sean pasajeras).

La experiencia de EE.UU. en los años treinta y de Japón en los noventa son los ejemplos más espectaculares de economías en situación consiguiente al pinchazo de la burbuja. Ahora bien, a las grandes economías les resulta particularmente difícil superar una situación semejante, ya que no pueden apoyarse en el resto del mundo como fuente de demanda; y éste sería el caso de EE.UU. hoy día.

La experiencia de EE.UU. en los noventa se ajusta bien a este esquema. Si se toma el ciclo completo, el crecimiento medio anual alcanzó un 3,1%, apenas superior al de los ochenta e inferior ciertamente al de los sesenta. Las cotizaciones en bolsa alcanzaron, no obstante, un máximo histórico jamás visto. Se produjo un aumento espectacular de la inversión en el sector privado, mientras que la tasa de ahorro de las familias caía. El efecto riqueza generado en los mercados bursátiles entre 1994 y 2000, superó ampliamente el importe del ahorro bruto durante seis años en la economía.

Tras el pinchazo de la burbuja de las cotizaciones bursátiles, la economía de EE.UU. se encuentra ahora en una "recesión imprevista", que los decisores políticos no querían y que intentan desesperadamente atajar. A este objetivo se orienta la agresiva relajación monetaria. Pero el ajuste entre las familias apenas ha comenzado, tal como veíamos a propósito de los niveles mínimos en que se mueve su tasa de ahorro.

## II.b. UNIÓN EUROPEA

Según las primeras estimaciones de la contabilidad trimestral, la eurozona mantuvo en el tercer trimestre el mismo ritmo de crecimiento del PIB que en el segundo, apenas un 0,1%, equivalente al 0,4%

<sup>4</sup> Entre los que cabría citar al semanario *The Economist* y al *Financial Times*; ver por ejemplo la columna de M. Wolf, "A world without easy money" el 12.12.2001, en la que glosa los resultados de la investigación de S. King, "Decline and Fall-Bubbles, Bust and Deflation".

en tasa anualizada. Sin embargo, su evolución real es mucho más precaria que en el segundo trimestre, como muestra la desaceleración de la tasa de crecimiento interanual del PIB, que desciende al 1,3% este trimestre, frente al 1,7% anterior. A su vez, en la UE-15 el crecimiento del PIB respecto al segundo trimestre alcanzó un 0,2% y su tasa interanual un 1,4%.

Pero es la composición interna del PIB en este tercer trimestre la mejor prueba del mayor debilitamiento de la economía europea. En efecto, el exiguo crecimiento del PIB (0,1%) resulta de una caída de la demanda interna del 0,4%, compensada por una contribución positiva del sector exterior del 0,5%. Ahora bien, dicha contribución no resulta de un comportamiento expansivo del sector exterior, sino, por el contrario, de una caída de la importación de bienes y servicios en volumen del 1,9%, muy superior al 0,6% de la exportación.

El descenso de la exportación responde al retroceso del comercio mundial durante la segunda mitad de 2001, como se ha comentado a propósito de EE.UU. El suplemento de competitividad vía precios que aporta la persistente depreciación del euro no basta para compensar las caídas simultáneas de los flujos comerciales entre las grandes áreas económicas del mundo.

Dentro de la demanda interna cabe subrayar la intensa desaceleración del consumo privado, cuya tasa de variación intertrimestral se redujo a menos de la mitad entre el segundo y el tercer trimestre de 2001, pasando del 0,5% al 0,2%. Por su parte, la confianza de los consumidores en promedio del trimestre retrocede seis puntos porcentuales respecto al segundo e incluso vuelve a retroceder otros dos puntos tanto en octubre como en noviembre respecto al mes anterior. Por otra parte, en octubre y noviembre la inflación ha seguido descendiendo, situándose en el 2,1% este último mes, lejos del 3,4% del pasado mayo.

El factor crucial para explicar esta inflexión del consumo privado proviene probablemente del comportamiento del mercado de trabajo. Aunque la tasa de paro en promedio del trimestre (8,3%) es todavía una décima inferior al segundo trimestre, en octubre repuntó de nuevo al 8,4%, pero sobre todo los recortes de plantillas han sembrado un clima de inseguridad que impulsa en los agentes un

comportamiento de cautela y de aumento del ahorro por miedo a un futuro incierto.

Pero el elemento más negativo de la coyuntura actual, sin duda, proviene de la caída de la FBCF por cuarto trimestre consecutivo, ahora en un 0,3%. Aunque no se ha publicado el desglose entre inversión en equipo y en vivienda, la caída del índice de la producción industrial en promedio del trimestre (0,4%) respecto al mismo periodo de 2000, por primera vez en 2001, indica que es la caída de la inversión empresarial en bienes de equipo la que aporta signo negativo al conjunto de la FBCF. En octubre, la producción industrial sufrió un descenso pronunciado, del -1,4% respecto al mes anterior que se traduce en una tasa interanual de -2,7%.

La evolución del clima industrial había anticipado nitidamente este comportamiento de la inversión empresarial, al retroceder cinco puntos porcentuales en promedio del trimestre respecto al segundo y otros siete en octubre y noviembre. Las encuestas nacionales más recientes arrojan resultados algo más favorables. El indicador de clima industrial en Francia que había sufrido una caída importante en noviembre, se recuperó en diciembre más de lo esperado, alcanzando el nivel 90 frente al 89 del mes anterior. Asimismo, el IFO alemán registró en noviembre su primera subida desde el mes de julio, situándose en 84,9, frente a 84,4 en el mes anterior. Pero es su composición interna la que aporta toda su significación, ya que si bien el componente relativo a la percepción de la situación presente baja todavía unas ocho décimas, el componente de expectativas empresariales mejora más de un punto porcentual (1,3 puntos).

En definitiva, globalmente la economía europea se situó al borde de la recesión en el tercer trimestre de 2001. La coyuntura de los diferentes países no es, sin embargo, homogénea en el periodo. Si Alemania con un crecimiento negativo de su PIB, tras el estancamiento del segundo trimestre, está prácticamente en recesión, Francia, Inglaterra y España mantienen unos crecimientos del 0,5% respecto al trimestre anterior. No obstante, en todos los países se reproduce el mismo patrón de crecimiento: el consumo privado sostiene más o menos la coyuntura, mientras que la inversión empresarial en equipo y la exportación sufren caídas fuertes.

Las últimas previsiones de crecimiento publicadas por los Organismos Internacionales prevén para 2001 un crecimiento del 1,6% en la eurozona, que a la vista de los resultados hasta este tercer trimestre, parecen asequibles. Tales cifras conllevan un crecimiento negativo en el cuarto trimestre, pero la Comisión evita de momento hablar de recesión en la eurozona, frente a lo que ya ocurre en EE.UU. y a la deflación de Japón. Sin embargo, instituciones privadas como Morgan Stanley anticipan una "recesión técnica", con crecimiento negativo en el último trimestre de este año y primero de 2002, a la vez que rebajan hasta el 0,8% el crecimiento en el conjunto del actual ejercicio. Esta última previsión parece, a todas luces, excesivamente baja, considerando el 1,3% que avanza la Comisión y el FMI, si bien este último la ha revisado una décima a la baja en la actualización de sus previsiones publicada el pasado 18 de diciembre.

## II.c. JAPÓN

Según la definición convencional de recesión económica (dos trimestres consecutivos con variación negativa del PIB), los primeros resultados de la contabilidad trimestral relativos al tercer trimestre de 2001 confirman la situación recesiva de la economía japonesa, por tercera vez en los últimos diez años. En efecto, su PIB disminuyó un -0,5% respecto al anterior, (-2,2% en tasa anualizada), frente a la del -4,8% registrada en el segundo. A su vez, la tasa de crecimiento interanual del PIB se sitúa ahora en un -0,5%, tras el -0,6% del segundo trimestre. Con dos trimestres seguidos de crecimiento negativo, Japón se coloca en una posición similar a la que tenía en la primera mitad de 1998, en plena resaca tras la quiebra de varias instituciones financieras de primer orden.

El principal protagonismo en esta recesión corresponde a la demanda interna, con una aportación negativa a la variación trimestral del PIB de 0,6 puntos porcentuales, sin que pueda hablarse de un comportamiento positivo del sector exterior. Su exigua contribución positiva de 0,1 puntos es sólo aparente, resultado de una caída de la importación de bienes y servicios en volumen del -4,6%, muy superior a la de la exportación, del -3,3% en tasa intertrimestral.

Esta caída de las exportaciones por tercer trimestre consecutivo responde al retroceso del comercio

mundial, especialmente en el sector de alta tecnología (ITC), en el que Japón disfruta de ventaja comparativa. También es relevante el comportamiento del yen, cuyo tipo de cambio efectivo real se mantuvo prácticamente invariable en el tercer trimestre del pasado año respecto al segundo. En términos nominales, respecto al dólar incluso se apreció en promedio del trimestre respecto al anterior, aunque luego se ha depreciado sensiblemente en octubre, noviembre y, sobre todo en diciembre, llegando a cotizar por encima de los 131 yenes/dólar.

A su vez, dentro de la demanda interna se agrava la caída del consumo de las familias con una tasa del -1,7% (frente al -1,2% en el segundo trimestre), imputable a la subida del paro (hasta el 5,4% en octubre), a la reducción del empleo (-1,2% en tasa interanual) y, en general, al clima de inseguridad en el puesto de trabajo, que propicia un aumento del ahorro.

Sólo la FBCF muestra un comportamiento ligeramente positivo en sus dos componentes principales. La inversión empresarial en equipo aumenta un 1,1% respecto al trimestre anterior, en el que también había aumentado un 2,6%. No deja de sorprender esta evolución de la inversión, pues el índice de la producción industrial en promedio del trimestre cae un 4,0% respecto al segundo, que se traduce en un descenso del 11,0% respecto al mismo periodo de 2000 y se prolonga en octubre y noviembre con descensos del 13%, los más fuertes de los últimos doce años. No sería de extrañar una corrección posterior de esta estimación de la CN, como ha ocurrido en otras ocasiones. En ningún caso cabe prever una recuperación de la inversión empresarial a corto plazo.

En efecto, se acaba de publicar el último informe trimestral "Tankan" del Banco de Japón, que recoge la evolución del clima empresarial entre septiembre y diciembre del pasado ejercicio, destacando su empeoramiento entre las grandes empresas manufactureras y no manufactureras. Entre las primeras, el indicador pasa de -33 en septiembre a -38 en diciembre. Entre las no-manufactureras pasa de -17 a -22. Aunque estos resultados confirman que esta economía sigue atrapada en una recesión duradera, son ligeramente mejores de lo esperado.

No obstante, las grandes empresas han recortado sus previsiones de gasto en inversión para este ejercicio fiscal que finaliza el próximo marzo. Anticipan ahora un recorte del 6,5% respecto al año anterior, cuando hace tres meses su previsión era de un recorte del 3,1%. Tanto las manufacturas como las otras esperan una caída de beneficios este año, que en el caso de las primeras alcanzaría un 34,4%. Por su parte, la inversión en vivienda repunta un 1,0%, tras haber caído un 6,4% en el segundo trimestre de 2001. Señalar, por último, que la variación de existencias llega a restar una décima porcentual al crecimiento del PIB.

Prosigue, por otra parte, el proceso de deflación en que se halla inmersa esta economía los últimos años. El deflactor del PIB cayó el tercer trimestre de 2001 un -1,5% en tasa interanual, frente al -1,4% en el segundo. Para el conjunto del año se anticipa una caída del 1,9%, idéntica a la observada en 2000.

Esta deflación persistente genera en el sistema bancario nuevos créditos fallidos casi al mismo ritmo que se sanan los antiguos, e impulsa a los hogares a aplazar el gasto a la vez que aumenta la carga real del endeudamiento público y privado. En la primera semana de diciembre, Standard & Poor's, Fitch IBCA y Moody's rebajaron la calificación de la deuda japonesa, indicando además en los tres casos que las perspectivas para su "rating" son negativas.

Desde mediados de los noventa, los tipos de interés nominales se han mantenido por debajo del uno por ciento, a la vez que la inflación subyacente era negativa casi sin interrupción, mientras que los precios del suelo y de las acciones mantenían una tendencia decreciente durante más de una década. Dado el estrecho margen de maniobra en cuanto a los tipos de interés, el Banco de Japón anunció en marzo de 2001 que intentaría relajar la orientación de su política monetaria, ampliando las cuentas corrientes de los bancos en el banco central hasta que la inflación subyacente llegara a ser positiva. En agosto, el objetivo de los saldos de cuentas corrientes depositados en el banco central aumentó en un 20% y las compras de títulos públicos por el banco central se elevaron. Tras el 11 de septiembre, el Banco de Japón rebajó el tipo oficial de descuento al 0,10% y eliminó temporalmente cualquier límite superior a las reservas de dinero. A pesar de estas

actuaciones, el crédito bancario ha seguido disminuyendo.

En la tercera semana de diciembre, el Banco de Japón acaba de relajar aún más su estrategia de política monetaria, elevando el objetivo de las reservas bancarias hasta un nivel de entre 10 y 15 billones de yenes. Pero además, en caso de inestabilidad en el sistema financiero, el Banco de Japón suministrará más liquidez, con independencia del nuevo nivel objetivo establecido. Consecuentemente, para lograr este aumento de la liquidez, se ha elevado el importe de las compras directas mensuales de bonos públicos, desde los 600 m.m. de yenes, establecidos en el pasado septiembre, a los 800 m.m. de finales de año. Esta decisión viene precedida de una fuerte presión sobre el Banco de Japón, incluso desde el propio Gobierno, a favor de una actitud más beligerante en la lucha contra la deflación. Sin embargo, la decisión adoptada no es más que una expansión de la política previa, que ya se ha mostrado incapaz de hacer frente a la trampa de liquidez que atenaza a esta economía.

El FMI en la citada actualización última de sus previsiones espera que Japón registre, por primera vez desde la II Guerra Mundial, crecimientos negativos de su economía en dos años consecutivos, del -0,4% en 2001 y del -1% en 2002.

### III. PERSPECTIVAS

En estos momentos resulta extremadamente difícil pronunciarse tanto sobre la profundidad de la actual fase recesiva que atraviesa la economía mundial como sobre el momento previsible en el que tocará fondo. Este elevado grado de incertidumbre que rodea la evolución futura de la economía internacional se deriva de la propia naturaleza de la actual crisis económica, cuyos factores determinantes difieren notablemente de los del resto de las crisis que han tenido lugar desde la Segunda Guerra Mundial. Por ello, es probable que las señales que servían para anticipar la recuperación en las crisis anteriores no sirvan en la actual situación.

A pesar del excesivo grado de optimismo con el que se han recibido los últimos datos de algunos indicadores de la economía americana, correspondientes al bimestre final de 2001, siguen existiendo grandes interrogantes sobre si la



economía de los Estados Unidos iniciará una pronta recuperación y la posibilidad de que ello arrastre al resto de las economías mundiales. A este respecto, cabe mencionar que los indicadores que han aparecido en las últimas semanas de diciembre, no siendo todavía positivos son menos malos que los anteriores. Ello ha dado pie a la creación de algunas opiniones sobre si la desaceleración ha tocado fondo, aunque nadie se ha pronunciado todavía de una manera clara y tajante sobre ello. De hecho, el Presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan ha salido al paso para rebajar este grado de optimismo anunciando que todavía no hay signos suficientes para afirmar que la economía americana haya tocado fondo.

No obstante, la hipótesis mas frecuentemente barajada contempla que la economía americana en el primer semestre del actual ejercicio toque fondo y posteriormente registre un corto periodo de estancamiento, tras el cual, a finales de la segunda mitad del año, inicie la recuperación a un fuerte ritmo.

En Europa la última información que arroja señales positivas procede de los índices de tipo cualitativo que reflejan expectativas. Así, el índice de sentimiento económico de la eurozona correspondiente al pasado diciembre mostró una ligera mejoría en ese mes respecto al anterior. A su vez, el índice de clima empresarial, aunque alcanzó en diciembre el valor mas bajo de los últimos seis meses se interpretó como un dato positivo dado que ralentizó su caída, produciendo una cierta estabilización del índice. Sin embargo, frente a los datos de expectativas, los últimos datos de la

Producción Industrial de algunos países de la zona como Alemania y España continuaron deteriorándose con intensidad, destacando el mal comportamiento en ambos países de la producción de bienes de equipo.

Por lo que respecta a la economía japonesa, la última información disponible no permite afirmar que en breve supere la recesión en la que se encuentra inmersa. El Índice de Indicadores adelantados mejoró en noviembre pero sigue todavía en niveles lejanos de aquellos que permiten afirmar una situación de expansión.

Todo lo anterior, rodea de un elevado grado de incertidumbre la evolución de la economía mundial. Finalmente, cabe mencionar que a pesar del poco peso que Argentina tiene en el concierto internacional, su aguda crisis tendrá efectos perniciosos, principalmente, sobre algunos de sus vecinos como Brasil, México, etc. y los están recibiendo ya directamente las empresas españolas con intereses allí. Todo lo cual es un factor negativo añadido que, aunque pequeño, no favorece la superación de la crisis actual.

Enero 2002

## EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DEL PIB EN LAS TRES PRINCIPALES ÁREAS ECONÓMICAS

### ESTADOS UNIDOS

	% Variación intertrimestral anualizada					% Variación interanual			
	2000	2001				2000	2001		
		IV	I	II	III		IV	I	II
PIB	4,1	1,9	1,3	0,3	-1,3	2,8	2,5	1,2	0,5
Demanda interna	4,8	2,2	0,7	0,4	-1,0	3,5	2,8	1,3	0,6
Consumo privado	4,8	3,1	3,0	2,5	1,0	4,2	3,5	3,2	2,4
Gasto público	2,7	3,3	5,3	5,0	0,3	1,2	2,8	2,9	3,4
FBC privada (*)	6,8	-2,3	-12,3	-12,1	-10,5	3,1	-0,1	-7,5	-9,4
Equipo e instalac.	9,9	1,0	-0,2	-14,6	-8,5	8,9	4,9	-2,0	-5,8
Construcción	0,8	-1,1	8,5	5,9	2,4	-1,2	-1,2	0,5	3,9
Exportación bienes y serv.	9,5	-4,0	-1,2	-11,9	-18,8	7,0	4,4	-2,0	-9,2
Importación bienes y serv.	13,4	-0,5	-5,0	-8,4	-13,0	11,3	5,6	-0,5	-6,8
Sector exter. (Contrib.al PIB)	-0,8	-0,4	0,6	-0,1	-0,3	-0,7	-0,3	-0,1	-0,1

(\*) FBCF total.

### UNIÓN EUROPEA

	% Variación intertrimestral					% Variación interanual			
	2000	2001				2000	2001		
		IV	I	II	III		IV	I	II
PIB	3,3	0,6	0,5	0,1	0,2	2,8	2,5	1,7	1,4
Demanda interna	2,9	0,3	0,2	0,3	-0,2	2,3	1,9	1,2	0,6
Consumo privado	2,7	0,3	0,8	0,6	0,5	2,1	2,2	2,0	2,2
Consumo público	1,6	0,5	0,6	0,4	0,2	1,5	1,8	1,7	1,7
FBCF	4,6	0,1	-0,7	-0,1	-0,8	3,7	1,5	0,3	-1,5
Variación existencias (*)		0,1	-0,3	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	-0,4	-0,7
Exportación bienes y servicios	10,9	2,3	0,0	-0,5	-1,1	11,6	8,7	4,9	0,6
Importación bienes y servicios	10,0	1,7	-0,9	-0,2	-2,1	10,5	7,2	3,5	1,5
Sector exterior (*)	0,6	0,3	0,3	-0,2	0,4	0,5	0,6	0,5	0,8

(\*) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuente: Eurostat.

### JAPÓN

	% Variación intertrimestral					% Variación interanual			
	2000	2001				2000	2001		
		IV	I	II	III		IV	I	II
PIB	2,2	0,3	1,0	-1,2	-0,5	2,3	1,4	-0,6	-0,5
Demanda interna	1,8	0,7	1,2	-0,9	-0,6	2,2	1,9	0,2	0,4
Consumo privado	0,3	0,6	1,9	-1,1	-1,7	0,3	1,5	-0,0	-0,3
Consumo público	4,6	0,1	1,1	1,6	0,1	4,1	4,0	3,0	2,9
FBCF	3,2	1,1	-0,1	-2,0	1,6	4,7	1,4	-0,9	0,5
Exportación bienes y serv.	12,4	-0,3	-1,8	-4,9	-3,3	9,7	1,6	-5,9	-9,9
Importación bienes y serv.	9,6	4,4	-0,4	-2,6	-4,6	10,7	8,7	2,3	-3,4
S Sector exterior (Contrib.al PIB)	0,4	-0,4	-0,2	-0,3	0,1	0,1	-0,5	-0,8	-0,9

## **PREDICCIÓN Y DIAGNÓSTICO**

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

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

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

### **MODO DE PAGO**

- Recibo domiciliado (por favor, envíenme impresos para la domiciliación bancaria)
- Adjunto talón bancario nominativo a la Fundación Universidad Carlos III por ptas.....
- Transferencia bancaria a la Fundación Universidad Carlos III. C.C.C.: 2096/0630/18/2839372704

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

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

- La aceleración de los costes laborales en una situación de debilidad del empleo. (nº 61 junio de 2001)
- Situación y perspectivas de la economía española en un contexto de incertidumbre. Bienio 2001-2002. (nº60 mayo de 2001)
- El sector exterior Español acusa el debilitamiento de la economía mundial. (nº59 abril de 2001)
- El mercado laboral acusa la desaceleración de la actividad económica (nºs, 57-58, Febrero y Marzo de 2001)
- La actividad industrial sigue dando muestras de debilitamiento (nº56 Enero de 2001)
- Situación de la economía Española y perspectiva para el bienio 2001-2002. (nº 55, Diciembre de 2000)
- Los costes laborales frenan la moderación de los últimos años (nº 54, Noviembre 2000).
- Situación del sector exterior: abultado déficit comercial aunque mejora su contribución al crecimiento del PIB (nº 53, Octubre 2000)
- La actividad industrial confirma su debilitamiento (nº 52, Septiembre 2000)
- La creación de empleo se desacelera aunque sigue manteniendo un elevado dinamismo (nº 51, Agosto 2000)
- Los salarios abandonan la moderación de los últimos años (nº 49, Mayo 2000)
- El favorable comportamiento del mercado laboral. Situación actual y perspectivas (nº 48, Abril 2000)
- El auge de la construcción: situación actual y perspectivas (nº 47, Marzo 2000)
- La actividad industrial prosigue la recuperación impulsada por el dinamismo de las exportaciones (nº 46, Febrero 2000)
- La recuperación del sector exterior: situación actual y perspectivas (nº 45, Enero 2000)
- El comportamiento de la economía española en 1999 y perspectivas para el periodo 2000-2001 (nº 44, Diciembre 1999).
- El comportamiento de los costes laborales en el actual contexto económico (nº 43, Noviembre 1999).
- Primeros síntomas de ralentización del consumo privados (nº 42, Octubre 1999).

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