

Balance de la economía internacional: 2001, un año de incertidumbre

Mayte Ledo,
Jefe OCDE (Organización para
la Cooperación y el Desarrollo
Económico) y Mercados,
Servicio de Estudios BBVA
(Banco Bilbao Vizcaya Argentaria)

El año 2001 estuvo caracterizado por un deterioro progresivo de las expectativas de crecimiento mundial. Las incertidumbres, reflejadas en el descenso de los precios bursátiles y de la confianza de los agentes económicos, se agudizaron tras los atentados terroristas del 11 de septiembre en EEUU. En el conjunto del año, el crecimiento mundial se situó en el 2,4%, la mitad que en 2000 y el mínimo desde el comienzo de la década de los noventa. Por su parte, el comercio, tras un año de crecimiento excepcional, experimentó en 2001 el menor crecimiento de los últimos veinticinco años. En un contexto de menor crecimiento, de mayor aversión al riesgo y de menor interés por los procesos de fusión y adquisición transnacionales, los flujos de inversión mundiales se redujeron. Los países industrializados fueron en esta ocasión los protagonistas de la ralentización de la actividad. Se trató además de una desaceleración conjunta de las tres principales economías industrializadas, EEUU, Japón y Europa. Algo que no había sucedido desde las crisis del petróleo de los años setenta. Ahora bien, a diferencia de lo ocurrido entonces, en 2001 no fue posible identificar un determinante único y común de la desaceleración, sino que, en su origen se encontraron una combinación de factores, algunos de los cuales se limitaron al ámbito doméstico. Entre los factores comunes pueden distinguirse el aumento del precio del petróleo en 2000, que supuso una reducción de renta y un aumento de los costes de producción para las economías industrializadas, el notable descenso de los precios bursátiles, que redujo las posibilidades de financiación empresarial y provocó un "efecto riqueza" negativo a los consumidores, y los aumentos de tipos de interés del año anterior que, en algunos casos, dieron a las políticas monetarias un tono notablemente restrictivo, como ocurrió en EEUU.

En las economías en desarrollo, el crecimiento se vio negativamente afectado por la desaceleración del comercio de bienes y servicios, especialmente en el sector tecnológico. Las economías más directamente afectadas por esta situación fueron las del sudeste asiático. Además, en algunos países, la situación se agravó por la existencia de problemas domésticos. Con todo, en su conjunto, estas economías mantuvieron un diferencial positivo de crecimiento con los países industrializados de casi tres puntos porcentuales, superior a la media de la década, que fue de 1,5 puntos. Este hecho, el diferencial de crecimiento a favor de los países emergentes, contribuyó a la estabilidad internacional. La situación fue, por tanto, significativamente diferente a la de 1998, cuando el diferencial de crecimiento entre ambos grupos de países fue nulo, al ser las economías emergentes, en medio de las crisis asiática y rusa, las que experimentaron una mayor desaceleración.

En este contexto de desaceleración de la actividad, la inflación mundial continuó su senda descendente, y alcanzó mínimos de los últimos treinta años. En gran medida, este fue el resultado de factores estructurales como la mayor credibilidad de las políticas económicas, especialmente de las monetarias, que en la última década fueron adoptando una estrategia de control directo de la inflación en un número creciente de eco-

nomías. Pero también ayudaron en 2001 los factores cíclicos. A medida que transcurrió el año, la moderación de la demanda presionó a la baja el precio de las materias primas, contribuyendo a reducir los costes empresariales de los países industrializados. En el caso del petróleo, su demanda mundial tuvo el menor crecimiento desde 1985. En este contexto, la presión a la baja sobre los precios del crudo se acentuó por la progresiva fragmentación de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y la falta de acuerdo con los países no OPEP para reducir la producción. Por ello, las tasas de inflación de los países importadores de petróleo, que alcanzaron máximos en el verano, fueron reduciéndose progresivamente en la segunda mitad del año.

En consecuencia, los bancos centrales pudieron eludir el conflicto habitual entre la reactivación de la actividad y el control de la inflación y redujeron sus tipos de interés, incluso agresivamente como ocurrió en EEUU. Al finalizar el año, éstos se situaron en niveles mínimos desde comienzos de los años setenta. En definitiva, la elevada liquidez, los menores precios del petróleo y la corrección de la "burbuja" bursátil mostraron una base sólida para la

progresiva recuperación del crecimiento en EEUU y, con ello, del comercio mundial. Pero las incertidumbres pendientes y la ausencia de un repunte de las expectativas de inflación mostraban que el cambio de ciclo en los tipos de interés en los países industrializados podría ser lento a lo largo de 2002.

“Se trató de una desaceleración conjunta de las tres principales economías industrializadas, EEUU, Japón y Europa.”

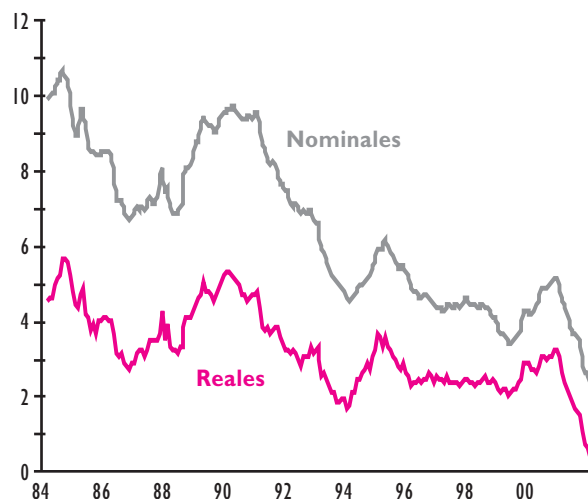
EVOLUCIÓN MUNDIAL DEL CRECIMIENTO Y LA INFLACIÓN

	Evolución del crecimiento (en %)			
	1998	1999	2000	2001
Países industrializados	2,7	3,3	3,9	1,0
Países en desarrollo y en transición	2,7	3,7	5,8	4,3
Total mundial	2,7	3,6	4,7	2,4

	Evolución de la inflación (en %)			
	1998	1999	2000	2001
Países industrializados	2,0	1,9	2,5	2,4
Países en desarrollo y en transición	11,8	11,9	8,4	7,3
Total mundial	5,8	5,2	4,2	3,7

Fuente: FMI y Servicio de Estudios BBVA

**GRÁFICO I. OCDE:
TIPOS DE INTERÉS DE CORTO PLAZO**



Fuente: OCDE

La desaceleración en EEUU y el margen de las políticas

La economía estadounidense experimentó en la década de los noventa la expansión más duradera del último siglo, basada en un significativo avance de la productividad. Pero durante el año 2000 se observaron en EEUU los primeros síntomas de ralentización de la actividad ya que la economía se vio enfrentada a una creciente restricción de crédito. Los aumentos de tipos de interés, el endurecimiento de las condiciones de crédito bancario, la reducción de los precios bursátiles y el aumento de las rentabilidades de los bonos corporativos provocaron un deterioro de las expectativas empresariales. El "efecto riqueza" negativo derivado de los descensos de los precios bursátiles y el progresivo deterioro de las condiciones del mercado laboral hicieron que, al comenzar el año 2001, la confianza de los consumidores hubiera caído un 20% respecto a los máximos de meses anteriores, aunque aún se mantenía en niveles históricos elevados.

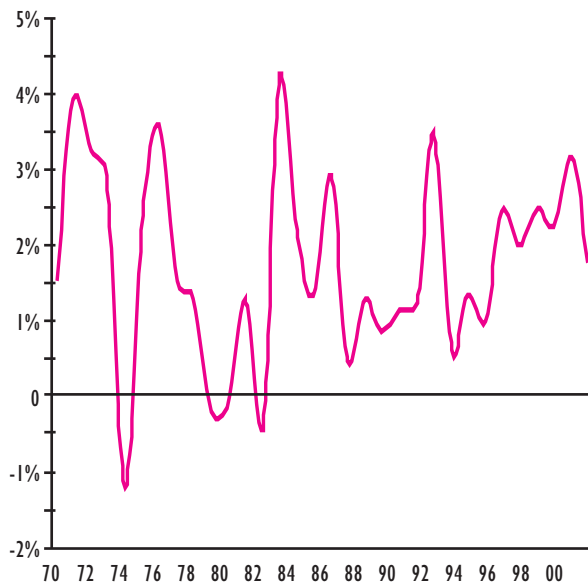
En esta situación, la reducción de los tipos de interés desde el 6,5 al 6% llevada a cabo por la Reserva Federal el día 3 de enero, fuera del calendario de reuniones de política monetaria, contribuyó a confirmar el cambio de fase de la economía estadounidense. Ahora bien, dos factores soportaron el optimismo en la recuperación rápida de la actividad. Por un lado, el buen comportamiento de la productividad, con tasas de crecimiento elevadas para el momento cíclico que atravesaba la economía. Dado que, por tanto,

GRÁFICO II. EEUU: INVERSIÓN NO RESIDENCIAL



Fuente: Departamento de Comercio de EEUU y Servicio de Estudios del BBVA

GRÁFICO III. EEUU: PRODUCTIVIDAD DEL SECTOR NO AGRÍCOLA



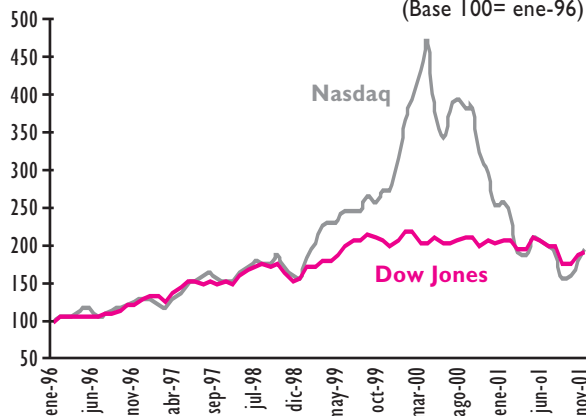
Fuente: Departamento de Empleo de EEUU

parecían predominar los factores de demanda en la desaceleración, podría ser efectivo el uso de políticas de demanda, monetaria y fiscal, para reactivar la economía. Por otro lado, en esta fase de desaceleración se disponía de un amplio margen de actuación de las políticas económicas. Así, en política fiscal, se había acumulado un notable superávit presupuestario, derivado no sólo de la favorable evolución cíclica

ca de años anteriores, sino principalmente de un significativo esfuerzo de consolidación de las cuentas públicas. Como consecuencia, en 2000 se decidió llevar a cabo una devolución de impuestos a las familias de 75.000 millones de dólares en 2001 (un 0,7% del PIB) y de 40.000 millones en 2002 (0,4% del PIB). Dado que esta medida podría percibirse como permanente por las familias se esperaba que una parte importante de este aumento de renta disponible fuese dedicado a consumo. En política monetaria, los elevados tipos de interés reales de 2000 y la apreciación del dólar habían elevado el grado de restricción monetaria hasta máximos desde la segunda mitad de los años ochenta. Con ello, la Reserva Federal pudo reducir sus tipos de interés significativamente, de forma que en el mes de agosto éstos se situaron en el 3,5%, tres puntos por debajo del nivel con el que iniciaron el año.

Estas reducciones de tipos de corto plazo no estuvieron acompañadas por un descenso de las rentabilidades de largo plazo, lo que constituyó un reflejo de la confianza sobre una recuperación rápida de la actividad, que podría incluso tener forma de "V". Unas perspectivas que encontraron soporte en el comportamiento de las expectativas de los consumidores y los empresarios, que no solo frenaron su deterioro, sino que, en la primavera, mostraron incluso los primeros signos de haber alcanzado un punto de inflexión. Sin embargo, frente a este balance relativamente optimista en las variables financieras y de expectativas, el deterioro de los indicadores reales, especialmente en el sector industrial, se hacía cada vez más intenso y ello provocó una creciente cautela sobre las previsiones de actividad. Incluso, desde muchos ámbitos, se cuestionó la efectividad de la política monetaria. Un dólar apreciado y el hecho de que los precios bursátiles no mostrasen una ten-

GRÁFICO IV. EEUU: ÍNDICES DE BOLSA
(Base 100= ene-96)



Fuente: Reuters

dencia alcista, tras las subidas de tipos, se convirtieron en señales de preocupación. Pero los problemas del resto de las economías limitaban la depreciación del dólar y las dudas sobre el nivel de valoración de los activos bursátiles presionaban sus precios a la baja. Además, es conocido que la política monetaria requiere siempre un período de tiempo para que se pueda observar su impacto.

Rápida reacción tras el 11 de septiembre

Las incertidumbres se acentuaron tras el atentado terrorista del 11 de septiembre, especialmente por los efectos indirectos sobre la economía que podrían derivarse de estos hechos. En realidad, el coste directo fue limitado, ya que no implicaron una destrucción del aparato productivo en una magnitud significativa. Afectó aproximadamente al 0,1% del total de la riqueza estadounidense. Así pues, el impacto sobre la oferta fue limitado. Además, dos de las vías potenciales por las que los atentados podrían haber tenido efectos duraderos y negativos en la actividad no se materializaron: no hubo aumentos de los precios del petróleo y se hicieron importantes esfuerzos para que

el proceso de globalización no se viera frenado. Esto último podría haber ocurrido en un contexto caracterizado por un aumento de los costes de seguros, transporte y vigilancia de mercancías y personas, por una mayor aversión al riesgo de los inversores o por un menor interés en los planes de transnacionalización de las empresas, ante el aumento de la incertidumbre mundial.

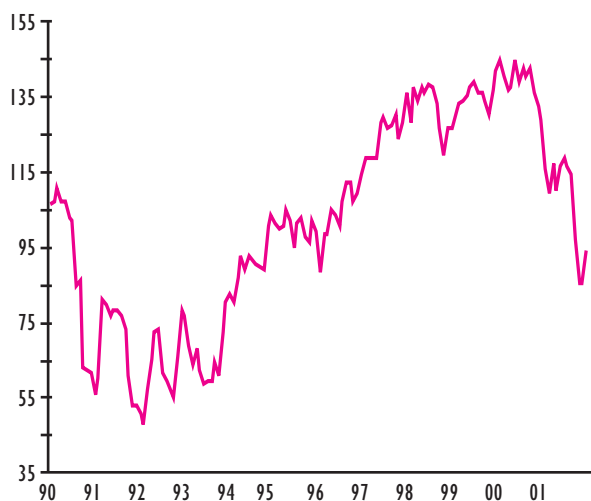
“En balance, los atentados terroristas de septiembre tuvieron su principal impacto en la demanda y no en la oferta de la economía”

Sin embargo, en los meses siguientes a los atentados se reforzó el compromiso internacional para garantizar la progresiva liberalización de los intercambios y evitar un freno a la globalización de la actividad. De hecho, a comienzos de noviembre se inició en Doha (Qatar) la cuarta ronda comercial en el seno de la Organización Mundial del Comercio (OMC), algo que no se logró en la reunión de Seattle (EEUU) en 1999. Desde una perspectiva económica, la globalización es un proceso positivo para el crecimiento y la convergencia mundiales, a pesar de los problemas que suscita el reparto desigual de sus costes y beneficios. Así, por ejemplo, en junio de 2001, un informe del Banco Mundial reflejaba que la renta per cápita de los países en desarrollo abiertos al comercio internacional creció en la década de los noventa a un promedio anual del 5%, frente al

1,4% de crecimiento de los países en desarrollo no abiertos al comercio. En balance, por tanto, los atentados terroristas de septiembre tuvieron su principal impacto en un deterioro inicial de los precios de los activos y de la confianza de los agentes económicos, en un momento cíclico especialmente vulnerable para la economía estadounidense. Esto es, su impacto fue principalmente en la demanda y no en la oferta de la economía. Las revisiones de las previsiones de actividad a la baja, que se sucedieron en las economías industrializadas tras el mes de septiembre, fueron más una consecuencia del deterioro de los datos reales observado antes del ataque terrorista que un resultado de éste.

Ahora bien, ante el riesgo de que la confianza se mantuviera en niveles mínimos, presionando a la baja la actividad, se hizo evidente la necesidad de adoptar medidas adicionales de política económica, no solamente en EEUU, sino de forma coordinada en las principales economías mundiales. Así, además de reducir sus tipos de interés en medio punto porcentual en septiembre, los principales bancos centrales de los países industrializados se comprometieron a mantener la liquidez en los mercados financieros. En particular, una inyección de liquidez sin precedentes situó, de forma excepcional, los tipos de interés efectivos de los fondos federales estadounidenses dos puntos porcentuales por debajo de su nivel oficial, que era entonces del 3%. Estos tipos experimentaron nuevos recortes en los meses siguientes hasta situarse al finalizar el año en el 1,75%, casi cinco puntos por debajo de los existentes a comienzos de 2001, y mínimos de los últimos cuarenta años. Teniendo en cuenta la tasa de inflación, estos niveles de tipos suponían que la economía se enfrentaba con tipos de interés reales negativos. Tras los sucesos de septiembre, también se intensificó el tono expansivo de las medidas de política fiscal. En concreto, en EEUU se aprobó un plan de emergencia de 55.000 millones de dólares (el 0,6% del PIB) destinado a la reestructuración y a apoyar a los sectores más directamente afectados, como el aeronáutico. Se preveía que estas medidas, unidas a las devoluciones de impuestos que se habían iniciado en el mes de julio, irían reduciendo el superávit de las cuentas públicas. Dado que adicionalmente la situación cíclica implicaba un descenso de los ingresos y un aumento de los gastos, era previsible que a lo largo del año 2002, se regresara a una situación de equilibrio presupuestario. De esta forma, la economía utilizó el amplio margen que tenía en política fiscal, sin que ello conllevara un retroceso hacia los niveles de déficit público de años anteriores.

GRÁFICO V. EEUU: CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES



Fuente: Conference Board (EEUU)

La reducción de los tipos hipotecarios ante la relajación de los tipos de interés a lo largo del año, algunos factores extraordinarios como los programas de "financiación cero" en el sector del automóvil desde octubre o las agresivas campañas de descuentos en las ventas al por menor y el paulatino descenso de los precios del petróleo contribuyeron a que, al finalizar 2001, se pensara que lo peor había quedado atrás. Los índices de bolsa recuperaron rápidamente los niveles previos al 11 de septiembre. Los indicadores de expectativas, especialmente en el caso de los empresarios, abandonaron los niveles mínimos y repuntaron hacia los niveles del verano. La importante corrección de inventarios, de una magnitud no observada en ninguna desaceleración anterior, se convirtió en un argumento adicional para el esperado repunte de la actividad. Aunque las incertidumbres no se habían eliminado, existían suficientes factores de apoyo como para defender una recuperación de la economía en los meses siguientes. El impacto esperado de las medidas de política económica expansivas, la reducción de los precios de la energía, que suponía una transferencia de renta para la economía, la corrección de la "burbuja" bursátil de años anteriores y el favorable comportamiento de la productividad, eran las bases para esperar una recuperación de la actividad estadounidense en 2002. Como consecuencia, en noviembre, los tipos de interés repuntaron significativamente ante la posibilidad de un cambio de ciclo en los meses siguientes.

El balance de 2001 para EEUU

En resumen, en 2001 el crecimiento de EEUU fue del 1%, tres puntos menos que el año anterior, y con una composición muy diferente. El consumo moderó su ritmo de crecimiento, aunque se mantuvo aún en tasas relativamente elevadas. La ralentización de la renta disponible se vio frenada por las devoluciones de impuestos, pero fueron el deterioro del mercado laboral y de la riqueza financiera, que experimentó el mayor descenso desde 1974, los que provocaron una ralentización del gasto en consumo. Con ello, la tasa de ahorro de las familias repuntó desde los niveles mínimos históricos del año anterior. Más notable fue la corrección de la inversión. Después de que esta variable mantuviese un ritmo elevado y muy estable de crecimiento, un 9% de promedio en el período 1996-2000, se desplomó significativamente en tan sólo un año y medio, en una magnitud de nada menos que catorce puntos porcentuales. Esto llevó a cuestionar el modelo de crecimiento de la economía estadounidense. En particular, se consideró la posibilidad de que se hubiese sobreestimado el potencial de crecimiento a medio plazo de esta economía, que se había elevado en los últimos años como consecuencia de la notable inversión en el sector de tecnología de la información y la comunicación. Pero existen argumentos en contra de esta idea. Así, la desaceleración de la inversión no se limitó a este sector, sino que tuvo un carácter más amplio. Por ejemplo, fue comparable la desaceleración de la inversión en equipos de información con la de equipos de transporte, dos componentes que tienen un peso similar en el PIB estadounidense. Además, el desplome de la inversión resultó difícil de justificar utilizando únicamente variables como la evolución de las bolsas o los precios relativos, lo que otorgó un papel a las expectativas de demanda en la explicación del comportamiento de esta variable. Ambos factores y el notable crecimiento observado en la productividad, en una fase descendente del ciclo económico, mostraron que no parecía justificado revisar significativamente a la baja el potencial de crecimiento de la economía estadounidense a medio plazo.

Europa no tomó el relevo de EEUU

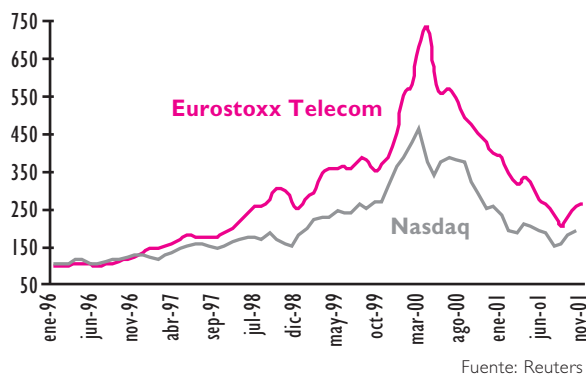
La economía europea apenas consiguió superar en unas décimas el crecimiento estadounidense, a pesar de la desaceleración que éste estaba experimentando. Desde 1992 ambas economías habían mantenido un diferencial de actividad favorable a la economía americana, que se amplió en la segunda mitad de los noventa. En gran medida este diferencial reflejó la

divergencia en el crecimiento de la productividad, que en el período 1996-2001 fue en promedio de un 0,9% en la Unión Económica y Monetaria (UEM), frente al 2,1% en EEUU. Esto tuvo un reflejo en el crecimiento potencial de la economía, ya que mientras éste se mantuvo estable en el 2,3% en Europa, al otro lado del Atlántico aumentó hasta situarse por encima del 3%. Esto es, la economía europea se enfrentó a problemas de oferta: el limitado progreso tecnológico, los escasos avances en la integración y desregulación de los mercados y las rigideces en la economía limitaron su capacidad de crecimiento a medio plazo. Todo lo contrario de lo que estaba ocurriendo en EEUU, donde en los últimos años se observó un aumento de la credibilidad de las políticas macroeconómicas, un avance en las reformas en los mercados y un notable desarrollo de la Nueva Economía. De esta forma, en Europa un crecimiento como el observado en 2000, un 3,4%, podía considerarse como excepcionalmente bueno y difícil de sostener en años siguientes, como quedaría de manifiesto a medida que avanzó 2001. Europa, por tanto, apenas se benefició del efecto positivo derivado del mayor crecimiento de la productividad, pero se vio negativa-

mente afectada por la "burbuja" bursátil en el sector de telecomunicaciones. La sobrevaloración de los beneficios de derivados del desarrollo de la telefonía móvil de tercera generación, unida al alto coste pagado por las licencias en el sector, fue el detonante de los descensos de los precios de la bolsa y de una restricción financiera en la economía.

“Lo más significativo a partir de entonces fue el escaso contagio de la situación argentina al resto de países emergentes”

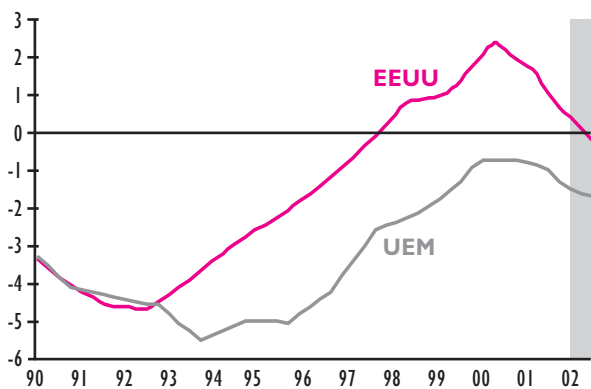
GRÁFICO VI. ÍNDICES DE BOLSA
(Base 100= ene-96)



Hubo otros factores que presionaron a la baja el crecimiento europeo. Los aumentos de precios de la energía y de los alimentos, consecuencia de las crisis de las "vacas locas" y de la fiebre aftosa, redujeron la renta disponible de las familias. La ralentización del comercio mundial, y en especial, la menor demanda desde EEUU, uno de los principales socios comerciales del área, presionó adicionalmente a la baja. Especialmente afectadas se vieron aquellas economías con mayor porcentaje de exportaciones fuera de la UEM o con mayor porcentaje de exportaciones constituidas por bienes de capital, como la alemana. De esta forma, en el conjunto del año, el crecimiento europeo se situó en el 1,5%, menos de la mitad que en 2000. Con ello, finalizó un proceso de expansión de la economía que fue el más corto y menos intenso de los últimos treinta años. Europa enfrentaba además la desaceleración de su actividad con un reducido margen de maniobra en sus políticas económicas. En política fiscal, las cuentas públicas mostraron un déficit estructural del 1% del PIB en 2001. Algunos países, como Alemania, llevaron a cabo reducciones de impuestos que, junto con la desaceleración de la actividad, empeoraron su saldo presupuestario. De hecho, en la economía germana, el déficit alcanzó en 2001 el 2,6% del PIB, muy cerca del límite del 3% establecido por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Una situación que llevó incluso a plantear una flexibilización de los criterios de este Pacto, lo que hubiera tenido costes importantes en términos de credibilidad para el conjunto del área.

En política monetaria, el margen para reducciones de tipos de interés era limitado, ya que, por un lado, los tipos de interés reales se situaban en nive-

GRÁFICO VII. SALDO PÚBLICO
(en porcentaje del PIB)



Fuente: Departamento del Tesoro de EEUU, Comisión Europea y Servicio de Estudios del BBVA

les históricamente bajos y, por otro, la depreciación del euro desde su nacimiento en 1999 contribuía a relajar adicionalmente las condiciones monetarias del área. Ante el deterioro de las expectativas de los consumidores y empresarios europeos, el Banco Central Europeo (BCE) decidió reducir un cuarto de punto sus tipos de interés hasta situarlos en el 4,5% en mayo y en 4,25% a comienzos de septiembre. Se optó de esta forma por una actuación cautelosa ante el limitado margen de maniobra y también ante el repunte de la inflación subyacente que desde la primavera se situó sobre el 2%, el techo establecido por la autoridad monetaria. El aumento de la incertidumbre mundial tras los acontecimientos de septiembre en EEUU llevó a adoptar un tono más relajado de la política monetaria. Así, antes de fin de año, los tipos se redujeron en un punto porcentual hasta situarse en el 3,25%.

El euro decepcionó un año más

A pesar de que durante todo el año, las incertidumbres económicas y políticas fueron mayores en EEUU que en Europa, el euro no logró apreciarse significativamente. Sólo lo hizo, de forma puntual y limitada, en algunos momentos: a comienzos de año, cuando se confirmaron las señales de ralentización en la economía americana; en el verano, ante la percepción de que la recuperación de EEUU no sería tan rápida como se esperaba; o tras los atentados terroristas del 11 de septiembre. Pero en el promedio del año su cotización fue inferior a la del año anterior. Este comportamiento de la moneda europea puede explicarse por las mejores perspectivas a medio plazo para la economía estadounidense, derivadas del importante aumento de productividad y del notable margen de maniobra de sus políticas económicas. A pesar de que, en los tramos más cortos de la curva de deuda, los tipos de interés se situaron por debajo de los europeos, a largo plazo, se esperaban mayores rentabilidades en EEUU. Esta economía mantuvo la confianza de los inversores internacionales y, en consecuencia, siguió recibiendo flujos importantes de fondos desde el exterior, aunque menores que en 2000, un año en el que la economía había recibido la cifra récord de 450.000 millones de dólares. De hecho, hasta el tercer trimestre de 2001 el saldo de la balanza por cuenta corriente era de un déficit de 350.000 millones de dólares en términos anualizados. Los factores estructurales siguieron, por tanto, presionando a la baja la cotización del euro. A pesar de ello, las estimaciones de su nivel de equilibrio apuntaban a que la divisa estaba significativamente infravalorada con el

dólar. Se utilizaron diversas explicaciones para justificar esta situación, entre las que destacaron la continua decepción sobre las expectativas para el crecimiento europeo, o la presión derivada de la compra de dólares en el Este europeo, con el objetivo de desprenderse de monedas europeas ante la incertidumbre del canje al euro previsto para 2002. Pero ninguna de estas explicaciones parecía suficiente y, a medida que se fue incorporando información sobre la evolución relativa de la productividad en EEUU y la UEM, se fue asumiendo que el grado de infravaloración de la divisa europea no era probablemente tan elevado como se había supuesto.

En los primeros días de 2002 el canje físico del euro apenas tuvo impacto sobre la cotización externa de la moneda. Sus efectos, en el plano macroeconómico, se estimaba que serían limitados y centrados principalmente en dos aspectos. En primer lugar, en un afloramiento de efectivo atesorado que se dedicó parcialmente a adelantar decisiones de gasto en bienes de consumo o en la adquisición de vivienda. Ello ha podido sostener el crecimiento del consumo o de la inversión en vivienda a finales de 2001, pero tendrá un efecto negativo sobre la actividad en 2002. En segundo lugar, se consideraba que el canje físico del euro podía elevar los niveles de precios ante la necesidad de buscar precios psicológicos en la moneda única. Sin referencias históricas similares, salvo la decimalización de la libra esterlina en 1971, la evaluación de este impacto fue muy dispar, aunque el consenso apuntó hacia un efecto mínimo sobre los precios.

GRÁFICO VIII. DIFERENCIAL DE PRODUCTIVIDAD Y DÓLAR-EURO



Fuente: Reuters, Departamento del Tesoro de EEUU y BCE

¹ diferencial de productividad

² Dólar-euro

Japón: de nuevo, en recesión

La tercera gran economía industrializada, Japón, volvió a sumirse en 2001 en una situación de recesión. A las incertidumbres externas se unieron las domésticas, no sólo en el plano económico, sino también en el político, ante la celebración de elecciones legislativas en el mes de julio. El bajo crecimiento de esta economía en la década de los noventa, un 1,7% en promedio, refleja la existencia de problemas estructurales. Apenas hubo avances en las reformas pendientes. Entre ellas: el aumento de competencia en sectores como las telecomunicaciones, la modernización del mercado laboral, el rediseño del sistema de salud o de pensiones. Además, la situación del sector bancario fue cada vez más problemática, con un elevado volumen de créditos con problemas y afectado por el notable descenso de los precios de los activos bursátiles en los últimos años. La revisión a la baja del *rating* de la deuda japonesa por Standard & Poor's, por primera vez desde 1975, fue reflejo de los problemas de esta economía. La reducción de la demanda mundial de productos tecnológicos afectó negativamente a la economía japonesa, que mantuvo un crecimiento positivo

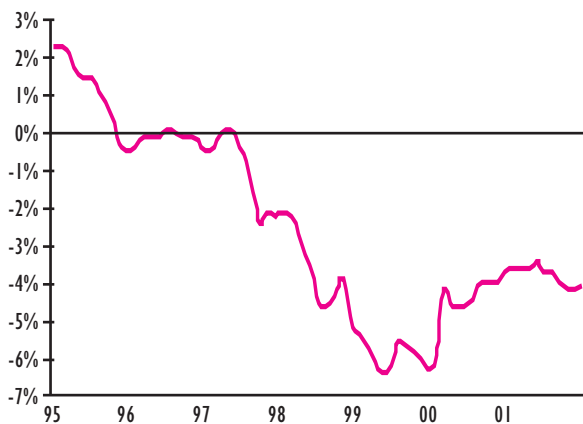
“El conjunto de países en desarrollo y en transición creció en 2001 un 4,1%, casi dos puntos menos que el año anterior, pero en un nivel muy próximo a su potencial”

en el primer trimestre del año, sólo como consecuencia del adelanto de compras de bienes duraderos ante la nueva legislación medioambiental introducida el 1 de abril de 2001. Pero posteriormente, el crecimiento se hizo negativo, sumiendo a la economía en recesión. En este contexto, el margen de maniobra de sus políticas era prácticamente nulo. En política fiscal, con un déficit del 9,4% y una deuda del 135%, ambos en porcentaje del PIB, el margen para adoptar medidas expansivas estaba claramente limitado.

En política monetaria, los tipos de interés se situaron en marzo en el 0%, y se modificó el objetivo operativo de la autoridad monetaria. Dejó de utilizarse el tipo de interés como referencia y se comenzó a usar un objetivo cuantitativo que tomaba como referencia las reservas. Pero estas medidas no lograron un estímulo sobre la economía. Por un lado, la deflación suponía que en la práctica la economía se enfrentaba a unos tipos de interés reales positivos y, en consecuencia, demasiado restrictivos dada la situación de la economía. Por otro, ante los problemas del sistema bancario, el crédito continuó creciendo a tasas negativas. Por ello, ante la persistente debilidad de la economía, el debate se centró en la búsqueda de nuevas formulacio-

nes de política monetaria para intentar reactivar la actividad. Entre ellas, se planteó la adopción de un objetivo de inflación, la monetización de la deuda o la compra de deuda extranjera, con el objetivo de depreciar el yen. La moneda japonesa había fluctuado en 2000 en un rango muy estrecho, por debajo de 110 yenes por dólar. Su depreciación constituía una solución de corto plazo para reactivar la economía, impulsando las exportaciones, y consiguiendo "importar inflación" ante el encarecimiento de las importaciones. De hecho, en el primer semestre de 2001, el yen se fue depreciando paulatinamente hasta situarse un 11% por debajo de su nivel de comienzos de año con el dólar. Tras las elecciones de julio, su depreciación se frenó, tanto por la expectativa de avance en las reformas estructurales, tras la elección de Koizumi, como por la incertidumbre sobre el efecto que este movimiento de la divisa podría tener sobre los competidores de Japón, especialmente el sur de Asia.

GRÁFICO IX. JAPÓN: CRÉDITO BANCARIO
(En tasa interanual)



Fuente: Banco de Japón

Finalmente, el crecimiento de la economía fue negativo en 2001 en un 0,7%. A finales de año, el pesimismo sobre las perspectivas para 2002, con una situación bancaria sin resolverse y la economía inmersa en un círculo de recesión-deflación, provocó una nueva presión depreciadora sobre el yen.

Los países en desarrollo: factores negativos, comportamientos diversos

La desaceleración de la demanda de importaciones de los países industrializados fue, sin duda, un factor negativo para el resto de economías, especialmente

para aquellas más especializadas en la exportación de materias primas -cuyos precios descendieron significativamente- o de bienes tecnológicos, como ocurrió en el sudeste asiático. Algunos países de la zona, como Taiwán y Singapur, se vieron más afectados negativamente, dada la composición de sus exportaciones, y su desaceleración fue incluso superior a la que habían experimentado durante la crisis de 1997. Durante la primera mitad del año, este efecto se compensó parcialmente por las favorables condiciones financieras internacionales, con bajos tipos de interés. Pero a medida que transcurrió el año, al deterioro de la situación externa se unieron factores domésticos negativos. Entre ellos, las incertidumbres en Argentina y Turquía, la crisis energética de Brasil o la incertidumbre electoral en Perú. Con ello, el *spread* de los bonos emergentes, que había reaccionado positivamente a la primera bajada de tipos de la Reserva Federal en el mes de enero, subió posteriormente hasta situarse en la primera mitad de año en niveles similares a los de 2000. Desde julio, el deterioro de las condiciones domésticas, especialmente en Turquía y Argentina, provocó un repunte de la aversión al riesgo que se intensificó tras el ataque terrorista a EEUU. Lo más significativo a partir de entonces fue el escaso contagio de la situación argentina al resto de países emergentes y, en particular, a los de la región latinoamericana. El carácter anunciado de esta crisis y la mayor liquidez internacional, tras las notables bajadas de tipos de interés en los países industrializados desde septiembre, limitaron la extensión de la crisis. A ello contribuyeron también algunos cambios estructurales de los últimos años, como el saneamiento macroeconómico de muchos países, con una reducción de los déficit fiscales y externos, una flexibilización de muchos regímenes cambiarios, que facilitaba los ajustes graduales, o el mayor grado de diferenciación entre países realizado por los inversores internacionales. Algo que se puede observar en el comportamiento de muchos activos financieros de los países en desarrollo. La apreciación del peso mexicano o la favorable evolución de las bolsas rusa, china o de algunos países del este europeo (como Polonia o Hungría) muestran que los inversores discriminaron cada vez más entre mercados. A pesar de la desaceleración de su economía México contó con la confianza de los inversores internacionales, ante los logros derivados del Tratado de Libre Comercio con EEUU y el éxito de las reformas domésticas, como ocurrió con el cumplimiento del objetivo de inflación establecido por la autoridad monetaria. La expectativa de conseguir el grado de inversión animó la inversión directa extranjera hacia esta economía y apreció su divisa. Rusia se convirtió en el único país en el

que se revisaron al alza las previsiones de crecimiento a lo largo del año. Los altos precios del petróleo le favorecieron en la primera mitad de año, y las perspectivas de reforma fiscal ayudaron a la economía cuando el precio del petróleo empezó a descender. En China, las perspectivas de incorporación a la OMC, que finalmente se materializaron en diciembre, y la concesión de los Juegos Olímpicos para 2008, impulsaron la inversión directa extranjera hacia este país. Finalmente, el conjunto de países en desarrollo y en transición creció en 2001 un 4,1%, casi dos puntos menos que el año anterior, pero en un nivel muy próximo a su potencial. Su tasa de inflación se redujo en un punto porcentual, situándose en el 7,3%, avanzando así en la estabilidad nominal.

Perspectiva para 2002: recuperación progresiva

Tras la desaceleración experimentada por la economía y el comercio mundiales, en 2002 podría iniciarse una recuperación de la actividad aunque con comportamientos diferenciados entre economías. El crecimiento de este año no será muy diferente al de 2001, pero con un perfil distinto, que será creciente a medida que se recupere la economía estadounidense y se reactive el comercio internacional. El año se inicia con incertidumbres importantes. Las principales preocupaciones son la situación de la economía argentina, la debilidad del sistema financiero japonés o la reversión del proceso de recuperación de la confianza de empresarios y consumidores en EEUU. Pero también empieza con bases sólidas para la recuperación. Las políticas económicas expansivas llevadas a cabo en los países industrializados, principalmente en EEUU, o los bajos precios del petróleo a pesar del acuerdo para la reducción de la producción alcanzado a comienzos de este año, favorecen la recuperación de la actividad. Dado que en algunas economías seguirán pesando los problemas propios, y también como consecuencia del diferen-

GRÁFICO X. PRECIO DEL PETRÓLEO
(En dólares por barril)



Fuente: Reuters

te origen de la ralentización y de la diferente actuación de las políticas económicas en 2001 en los distintos países, la recuperación será más rápida en EEUU, que volverá a crecer en el segundo semestre de 2002 por encima de Europa. Probablemente, aunque una vez transcurridos los primeros meses del año los signos de

reactivación se intensifiquen, especialmente en EEUU, las políticas monetarias se resistirán a abandonar su sesgo relajado. No sólo por las incertidumbres pendientes, sino también por la situación de la inflación. Sin tensiones en los precios, las presiones para elevar los tipos de interés de intervención son limitadas.