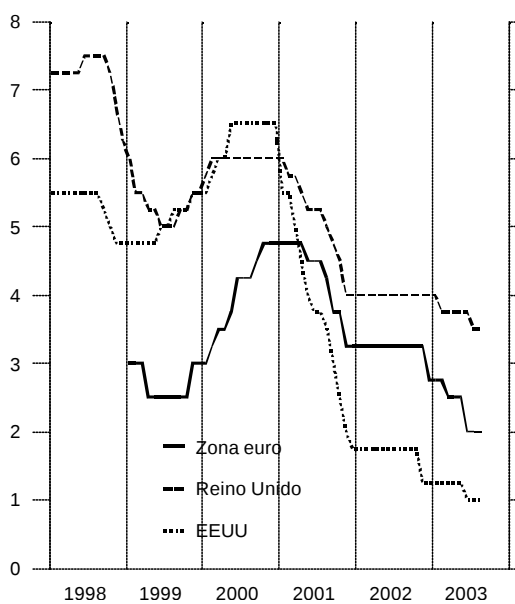


2.- CONTEXTO ECONÓMICO INTERNACIONAL

A comienzos de mayo, con el final del conflicto bélico en Irak, las incertidumbres geopolíticas disminuyeron y la confianza de los agentes económicos experimentó un avance, mientras los precios petrolíferos se orientaban a la baja y los mercados bursátiles proseguían la recuperación iniciada a mediados de marzo. A pesar de la mejora del ambiente económico general, los indicadores de actividad conocidos durante los meses de mayo y junio volvieron a defraudar las expectativas, al tiempo que comenzó a considerarse que el peligro deflacionista no se circunscribía a Japón, sino que era una amenaza potencial, aunque todavía lejana, para otras grandes economías como Estados Unidos o Alemania. Ante esta situación, las autoridades monetarias a uno y otro lado del Atlántico decidieron una nueva rebaja del precio del dinero para impulsar la actividad. Así, en junio la Reserva Federal recortó en un cuarto de punto el tipo objetivo de los fondos federales, hasta el 1 por ciento y el Banco Central Europeo lo hizo en medio punto, situándolo el 2 por ciento, sumándose en julio el Banco de Inglaterra con un descenso de un cuarto de punto, hasta el 3,5 por ciento.

GRÁFICO 1

TIPOS DE INTERÉS (1)
Porcentaje

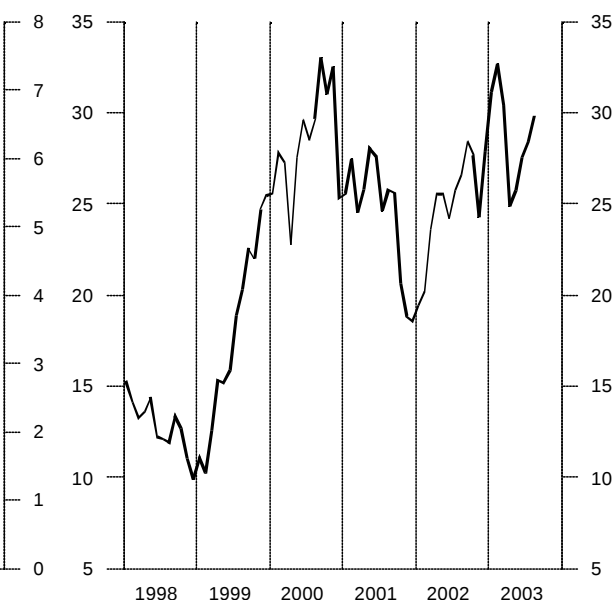


(1) Tipos de intervención.

Fuentes: BCE, Fed y B. of England.

GRÁFICO 2

PETRÓLEO BRENT
Dólares/barril



Fuente: Financial Times.

Según ha ido avanzando el verano, los datos de la economía estadounidense, tanto de actividad como de opinión, han sido más positivos lo que parece apuntar a que la recuperación está ganando dinamismo. También en Japón las señales son más optimistas, mientras que en la zona euro permanece la situación de actividad débil, aunque los indicadores de opinión han mostrado algunos avances esperanzadores. En términos globales, se espera que en el transcurso del segundo semestre se produzca una moderada mejoría que debe consolidarse el próximo año, impulsada por el estímulo proveniente del ámbito monetario y, en numerosos casos, también de una política fiscal expansiva. Las previsiones de crecimiento para la **economía mundial**, según el World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional, se sitúan en el 3,2 por ciento este año y en el 4 por ciento en 2004.

CUADRO 1

PREVISIONES ECONÓMICAS INTERNACIONALES DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

Septiembre 2003

	2002	2003	2004	Dif. con prev. de abril	
				2003	2004
<u>PIB (D % VOLUMEN)</u>					
Total mundial	3,0	3,2	4,1	-	-
Economías avanzadas	1,8	1,8	2,9	-0,1	-
EE.UU.	2,4	2,6	3,9	0,4	0,3
Japón	0,2	2,0	1,4	1,2	0,4
Alemania	0,2	0,0	1,5	-0,5	-0,4
Francia	1,2	0,5	2,0	-0,7	-0,4
Italia	0,4	0,4	1,7	-0,7	-0,6
Reino Unido	1,9	1,7	2,4	-0,3	-0,1
Zona euro	0,9	0,5	1,9	-0,6	-0,4
Países en transición	4,2	4,9	4,7	0,9	0,6
Rusia	4,3	6,0	5,0	2,0	1,5
Países en desarrollo	4,6	5,0	5,6	-	-0,2
China	8,0	7,5	7,5	-	-
Brasil	1,5	1,5	3,0	-1,3	-0,5
<u>PRECIOS CONSUMO (D %)</u>					
Economías avanzadas	1,5	1,8	1,3	-0,1	-0,4
Países en transición	11,1	9,7	9,1	0,3	1,7
Países en desarrollo	5,3	5,9	4,9	0,1	-0,2
<u>COMERCIO MUNDIAL (D %) (1)</u>	3,2	2,9	5,5	-1,8	0,7
<u>PRECIOS MATERIAS PRIMAS (D %)</u>					
Petróleo (2)	2,8	14,2	-10,5	-10,0	8,8
Materias primas no combustibles	0,6	5,0	2,4	-4,4	0,1

(1) Bienes y servicios

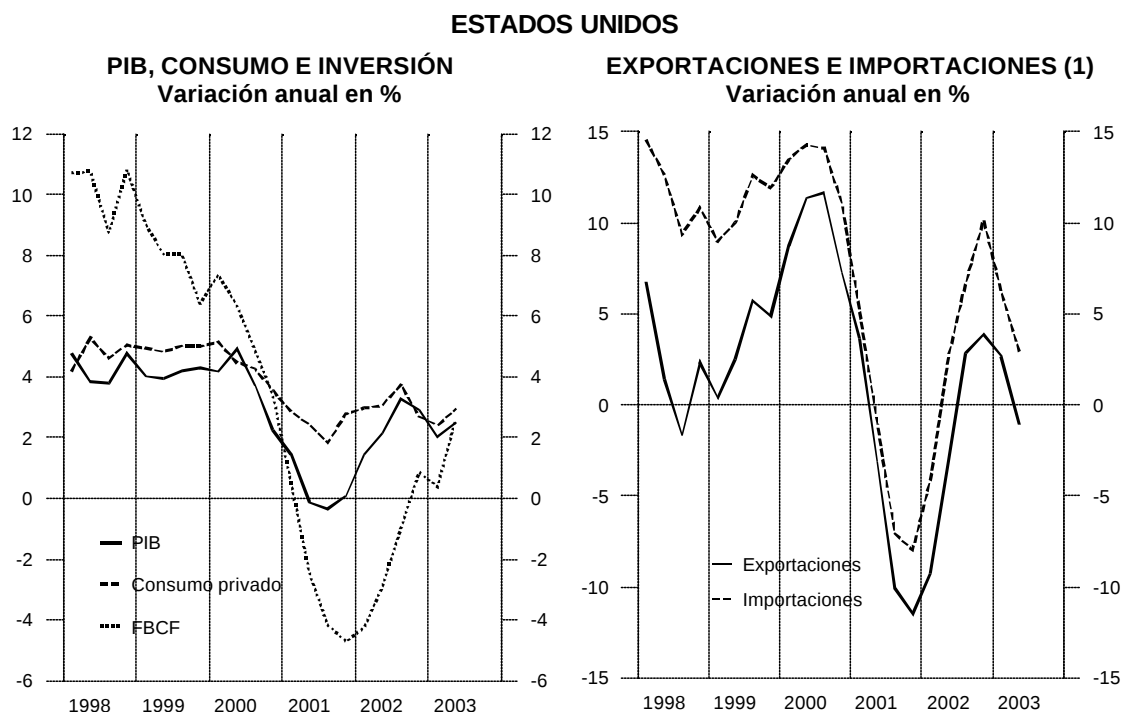
(2) Media simple del precio al contado del Brent y del West Texas Intermediate. En dólares /barril esta media es de 24,96 en 2002, de 28,50 en 2003 y de 25,50 en 2004.

Fuente: Fondo Monetario Internacional

No obstante, el panorama internacional sigue afectado por diversos riesgos e incertidumbres. En primer lugar figura la evolución del mercado petrolífero, donde el **precio del Brent** ha pasado de una media mensual de 24,9 dólares/barril en abril a casi 30 dólares en agosto. Esta tendencia alcista ha sido consecuencia de problemas por el lado de la oferta, derivados de las dificultades en la reconstrucción de Irak, el bajo nivel de inventarios en las economías industriales y la inestabilidad en Venezuela y Nigeria, unido a un consumo petrolífero mayor de lo esperado en algunas economías emergentes, especialmente China. En las tres primeras semanas de septiembre los precios descendieron por la menor demanda estacional, hasta situarse el Brent por debajo de 26 dólares, si bien, posteriormente, se han orientado de nuevo al alza tras el acuerdo de la OPEP de reducir su producción. Otros factores de riesgo potencial a tener en cuenta son los desequilibrios exteriores y fiscales, ante la posibilidad de que produzcan desajustes en los mercados de cambios o de renta fija. Asimismo, aún no está claro si la sobreinversión llevada a cabo en la segunda mitad de los años noventa todavía es una rémora por el exceso de capacidad que ha producido o si ya ha sido absorbida, tras el retroceso de esta variable en los últimos años.

En **Estados Unidos** el PIB del segundo trimestre creció el 3,1 por ciento (tasa intertrimestral anualizada), después de dos trimestres de moderados avances del 1,4 por

GRÁFICO 3



ciento. Esta aceleración refleja principalmente el dinamismo del consumo privado (3,8 por ciento), impulsado por los bienes duraderos (24,1 por ciento), y el fuerte aumento del gasto federal de defensa (45,9 por ciento). También cabe resaltar el notable crecimiento de la inversión privada en equipo y software (8,2 por ciento), después de haber caído (-4,8 por ciento) el trimestre precedente. En contraposición, el sector exterior detrajo 1,2 puntos porcentuales al crecimiento, al descender por tercer trimestre consecutivo las exportaciones (-1,2 por ciento) e incrementarse las importaciones (7,9 por ciento). Por otra parte, la productividad registró un fuerte avance, con un alza del 6,8 por ciento (tasa intertrimestral anualizada) al haberse conjugado la mayor producción con un descenso notable de las horas trabajadas.

Los indicadores correspondientes a los últimos meses señalan que se mantiene la fortaleza del consumo privado, sustentado por las últimas rebajas impositivas, así como de la construcción, a pesar del reciente aumento de los tipos hipotecarios. Este incremento responde al registrado en el tipo de interés de la deuda pública a diez años en los meses de julio y agosto, como consecuencia de las mayores expectativas de crecimiento y del avance del déficit público. Estos tipos de interés a largo plazo constituyen una referencia importante para los créditos hipotecarios así como para la emisión de obligaciones por parte de las empresas. Por otra parte, la producción industrial se ha recuperado en julio y la actividad en el sector servicios, según el índice ISM, ha alcanzado en julio y agosto el mayor nivel desde 1997, cuando comenzó a elaborarse este indicador. Asimismo, la confianza de los consumidores mejoró más de cuatro puntos en agosto, impulsada por el fuerte avance del componente de expectativas.

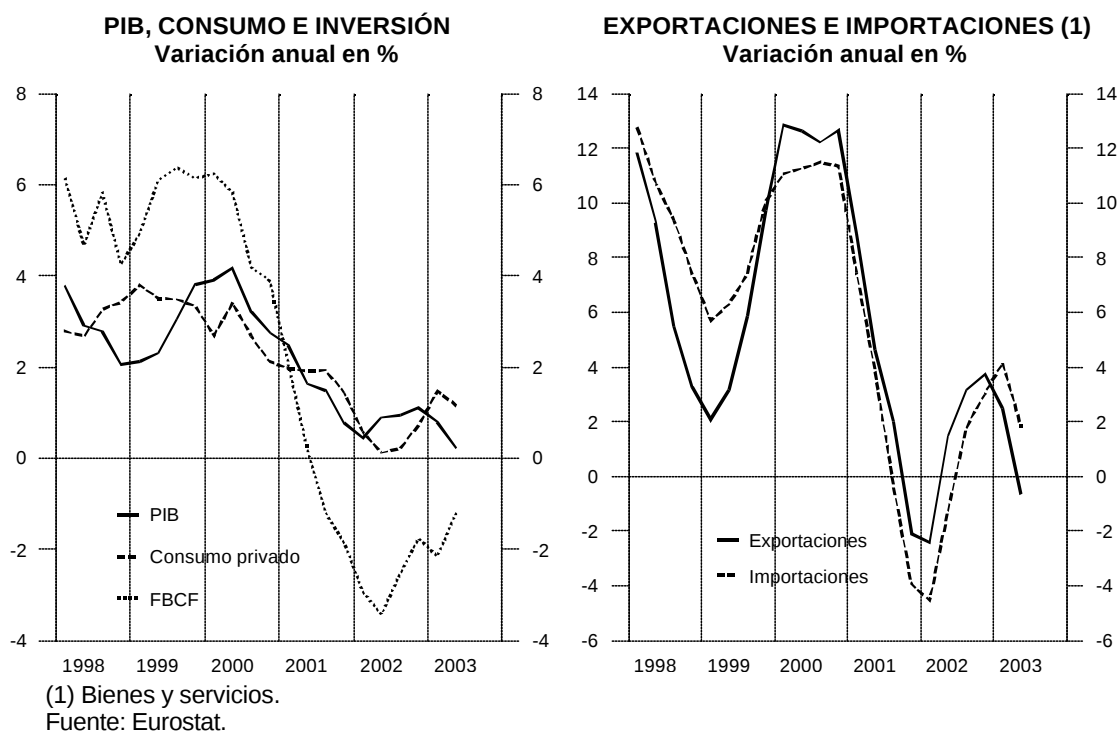
En consecuencia, a comienzos de septiembre el panorama de la economía estadounidense presenta un tono más favorable que hace unos meses pero aún con riesgos importantes. En primer lugar, la recuperación se ha producido hasta ahora sin generar empleo, de forma que la tasa de paro se sitúa cerca de los niveles más altos en casi una década, lo que puede repercutir sobre el consumo cuando se amortigüe el efecto de las rebajas impositivas. Por otra parte, el elevado déficit por cuenta corriente, superior al 5 por ciento del PIB, hace a esta economía dependiente de los capitales del exterior, al tiempo que el déficit presupuestario federal alcanzará este año fiscal los 400.000 millones de dólares y el próximo los 480.000 millones de dólares, valores ambos en el entorno del 4% del PIB, según la estimación de la Oficina Presupuestaria del Congreso, que prevé saldos deficitarios hasta el año 2011. Este organismo espera que en el año actual el crecimiento

del PIB sea del 2,2 por ciento, cifra inferior en tres décimas a la última previsión de la OCDE, y se acelere hasta el 3,8 por ciento en 2004.

En la **zona euro**, el PIB del segundo trimestre descendió el 0,1 por ciento (tasa intertrimestral no anualizada), tras estancarse en el primero. La demanda interna se desaceleró, pasando de un avance del 0,5 por ciento al 0,1 por ciento, como consecuencia de la ralentización sufrida por el consumo privado. El consumo público se aceleró y la formación bruta de capital fijo registró una caída de menor entidad que en el primer trimestre. Por su parte, la demanda externa detrajo dos décimas al crecimiento, frente al medio punto restado en el primer trimestre, ya que el declive exportador se frenó (del -1,2 por ciento al -0,5 por ciento), mientras las importaciones continuaron estabilizadas.

GRÁFICO 4

ZONA EURO



En los indicadores recientes de actividad ha predominado la debilidad. Así, en junio el volumen de ventas al por menor se estancó y la tasa de paro se mantuvo en el 8,9 por ciento, medio punto por encima de un año antes, mientras que la producción industrial descendió el 0,1 por ciento mensual. En cuanto al clima económico, el indicador elaborado por la Comisión Europea experimentó una mejora en abril de tres décimas, tras haber perdido seis en marzo, y se ha mantenido en torno a ese valor hasta el mes de julio. La confianza industrial ha experimentado un declive respecto a abril, la de los consumidores

un ligero aumento, mientras han avanzado de forma notable las del comercio al por menor y servicios. Últimamente, la mejora de los indicadores PMI de manufacturas y no manufacturas en agosto han incrementado las esperanzas de que, por fin, la economía de la zona euro ha comenzado a despegar.

Para la segunda mitad del año, la Comisión Europea prevé una ligera aceleración del crecimiento, estimando un intervalo del 0 al 0,4 por ciento para el tercer trimestre y del 0,2 al 0,6 por ciento en el cuarto. En este mismo sentido, el Banco Central Europeo espera que la actividad económica se recupere gradualmente en el segundo semestre del presente año y se intensifique la recuperación en el 2004. Según su boletín de agosto, el incremento de la renta real disponible, debido a la mejora experimentada por la relación real de intercambio, debería favorecer el crecimiento del consumo, mientras que las favorables condiciones de financiación estimularán la inversión. Asimismo, la recuperación exterior contribuirá a compensar los efectos negativos de la apreciación del euro sobre la demanda externa. También destaca el informe citado la persistencia de incertidumbres en cuanto al alcance del ajuste que el sector empresarial todavía necesita para aumentar la productividad y la rentabilidad, aunque el prolongado periodo de tipos de interés reducidos puede haber facilitado en gran medida este proceso.

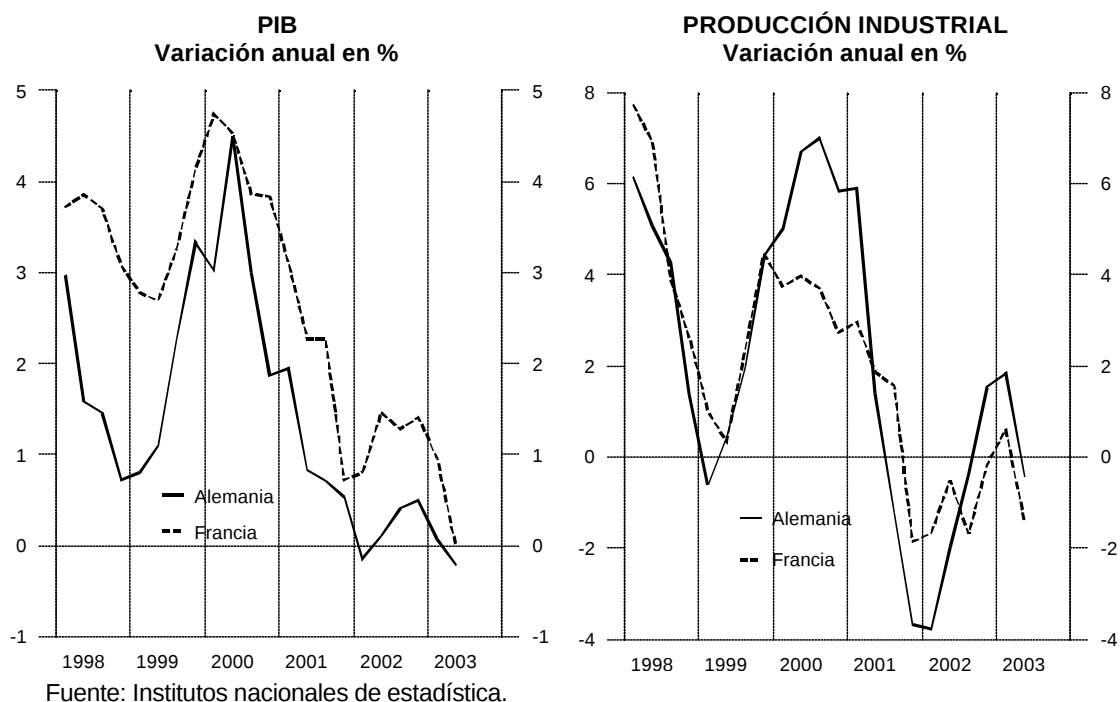
La economía **alemana**, que genera casi un tercio del PIB de la zona euro, se encuentra en recesión al haber descendido el 0,1 por ciento (tasa intertrimestral no anualizada) en el segundo trimestre, tras caer 0,2 por ciento en el primero. La demanda interna creció el 0,4 por ciento gracias al avance del gasto público y la ligera mejora en construcción, mientras el consumo privado y la inversión en maquinaria y equipo no consiguieron ningún progreso. Por su parte, la demanda externa detrajo medio punto al crecimiento, al retroceder con más intensidad las exportaciones (-2,3 por ciento) que las importaciones (-1,1 por ciento).

Aunque la actividad alemana parece haber estado bajo mínimos, lo peor puede haber quedado atrás, según algunos datos recientes más alentadores. Así, en julio la producción industrial creció el 2,2 por ciento mensual y el índice de clima empresarial Ifo mejoró, por cuarto mes consecutivo en agosto, con subidas en expectativas y en la valoración de la situación actual, destacando la mejora en los sectores de manufacturas y de comercio al por mayor. Esta evolución favorable es consecuencia del alza bursátil, la mejora de la coyuntura exterior y el proceso de reformas estructurales emprendido por el Gobierno en las áreas de sanidad, empleo, pensiones y financiación pública, así como del adelanto al próximo año de recortes impositivos previstos anteriormente para 2005. De todas formas, las previsiones de crecimiento para este año están próximas al

estancamiento, mientras que para el año 2004 son cercanas al 1,5 por ciento. Además, el déficit público se situará en el 3,8 por ciento del PIB en 2003 y el próximo año puede superar de nuevo el límite del 3 por ciento.

GRÁFICO 5

ALEMANIA Y FRANCIA



También en **Italia** la economía ha entrado en recesión al descender el PIB en el primer y segundo trimestre el 0,1 por ciento (tasa intertrimestral no anualizada). Se trata de la primera recesión en la última década aunque la actividad ya sufrió un estancamiento total entre el segundo trimestre de 2001 y el primero de 2002. En el periodo abril-junio de este año, el consumo privado creció el 0,4 por ciento pero el consumo público retrocedió el 0,1 por ciento y la formación bruta de capital fijo cayó el 1,4 por ciento, arrastrada por el descenso del 7,4 por ciento en transporte. Además, el sector exterior detrajo siete décimas al crecimiento por un avance mucho menor en exportaciones (0,5 por ciento) que en importaciones (2,8 por ciento). La debilidad del primer semestre ya estaba en parte anunciada, tras el adelanto del gasto efectuado en la segunda mitad de 2002 para beneficiarse de los incentivos fiscales en la compra de automóviles y en la inversión empresarial, a lo que se une la débil coyuntura exterior y la fortaleza del euro que han afectado a las exportaciones.

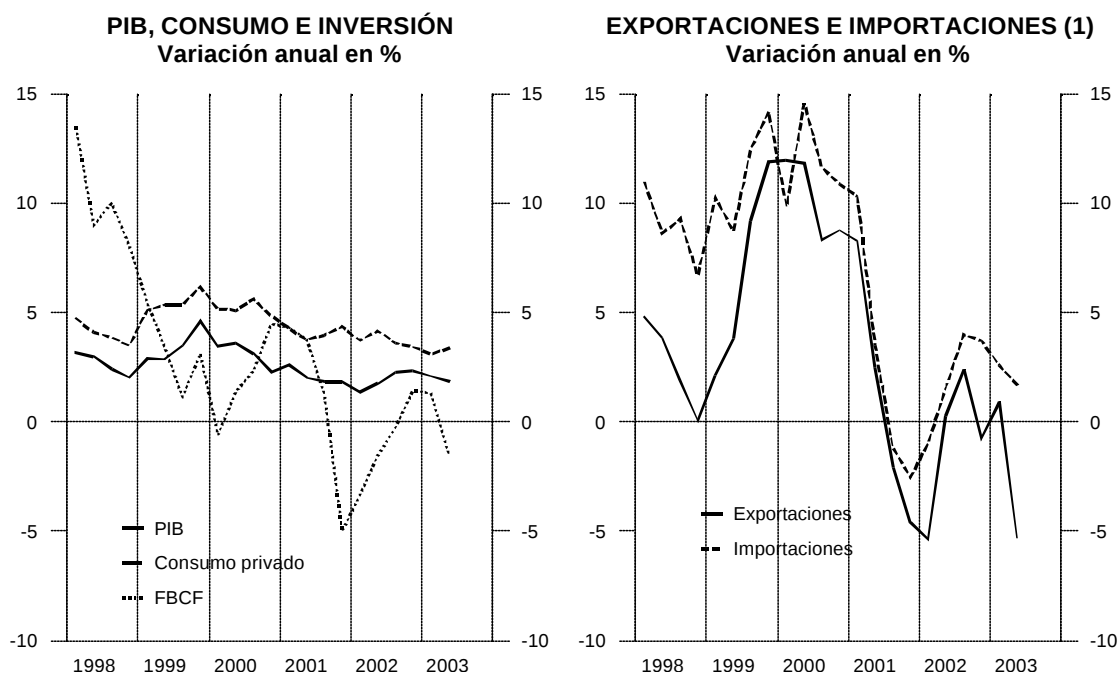
Sin embargo, los datos del mercado laboral correspondientes al segundo trimestre, correspondientes a abril, señalan que el empleo continuó creciendo a buen ritmo, el 1,4 por ciento interanual y que la tasa de paro se redujo hasta el 8,8 por ciento, una décima menos que en el primer trimestre, habiéndose concentrado las mejoras en las zonas del norte y centro, ya que en el sur la tasa de paro se mantuvo en el 18,2 por ciento y el empleo sólo creció el 0,1 por ciento interanual. Por lo que respecta a la inflación, la tasa interanual de agosto se elevó más de lo esperado hasta el 2,8 por ciento, como consecuencia del alza en combustibles y turismo.

En **Francia**, el PIB cayó en el segundo trimestre más de lo previsto, el 0,3 por ciento (tasa intertrimestral no anualizada) después de haber crecido el 0,2 por ciento en el primero, reflejando en parte las huelgas de mayo. El consumo privado y la formación bruta de capital fijo descendieron el 0,2 por ciento, al tiempo que la demanda externa detraía dos décimas al crecimiento, al caer las exportaciones el 0,6 por ciento, lo que supone el tercer descenso consecutivo. Por otra parte, la tasa de paro de julio se elevó una décima, hasta situarse en el 9,6 por ciento, medio punto más que hace un año. Esta débil actividad se está reflejando en las cuentas públicas, calculándose que el déficit alcanzará el 4 por ciento del PIB este año. Para el próximo las perspectivas no son mucho mejores, habiéndose anunciado una rebaja del impuesto sobre la renta del 3 por ciento, como parte de una serie de medidas destinadas a alentar el crecimiento.

Fuera de la zona euro, el crecimiento del **Reino Unido** se ha mantenido algo más dinámico que en las grandes economías continentales. El PIB del segundo trimestre creció el 0,3 por ciento (tasa intertrimestral no anualizada) tras el 0,1 por ciento del primero. La fortaleza del consumo privado (1,3 por ciento), del consumo público (1,1 por ciento), así como una aportación al crecimiento de cuatro décimas por parte de la variación de existencias, impulsaron la demanda interna (1,4 por ciento), contrarrestando la caída de la inversión en maquinaria y transporte. Por su parte, la demanda externa detrajo 1,1 puntos porcentuales al crecimiento por el deterioro de las exportaciones (-2,9 por ciento), especialmente en los bienes de capital dirigidos a la Unión Europea, frente al ligero avance de importaciones (0,5 por ciento). Otros indicadores recientes apuntan a que sigue sostenido el gasto de los consumidores y la actividad en el sector inmobiliario, donde la ralentización de los precios de la vivienda ha sido menos marcada de lo previsto. Entre los factores que están apoyando este dinamismo cabe destacar la favorable evolución del mercado laboral. Durante el segundo trimestre la tasa de paro se redujo una décima hasta el 5 por ciento y el empleo creció el 0,8 por ciento interanual.

GRÁFICO 6

REINO UNIDO



(1) Bienes y servicios.

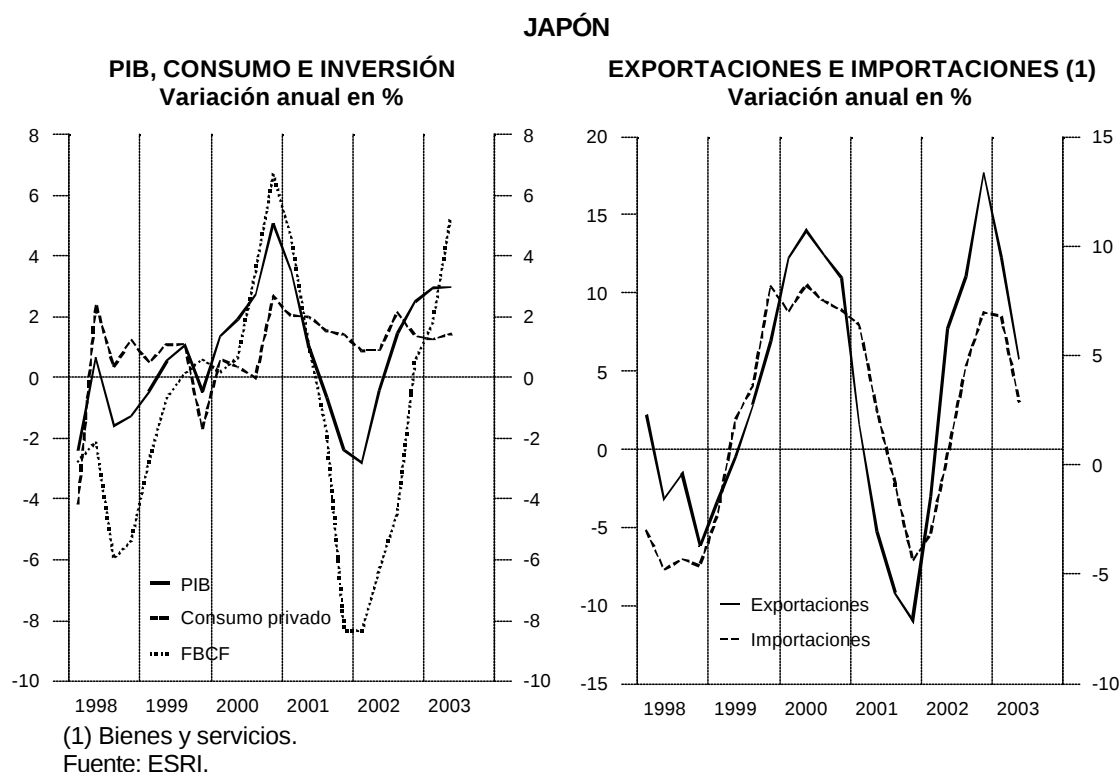
Fuente: ONS.

La economía **japonesa** está sorprendiendo con una recuperación más fuerte de lo esperado, aunque sigue afectada por el proceso de deflación, el alto volumen de créditos impagados y el elevado peso de la deuda pública. El PIB del segundo trimestre creció el 1 por ciento (tasa intertrimestral no anualizada), tras el 0,6 por ciento del primero. El consumo privado aumentó el 0,4 por ciento, cifra igual a la del periodo precedente, mientras que la inversión privada no residencial avanzó con fuerza, el 4,7 por ciento, después de crecer el 2,5 por ciento en el primer trimestre. Además, la demanda externa aportó dos décimas al crecimiento al avanzar las exportaciones (0,8 por ciento) y retroceder las importaciones (-1,6 por ciento).

La reactivación japonesa, también confirmada con las cifras de producción industrial y exportaciones de julio, sigue presentando zonas oscuras como el mercado laboral, repercutiendo desfavorablemente sobre el gasto de las familias que en julio cayó el 3,9 por ciento interanual. Asimismo, la evolución del yen es otra fuente de preocupación para las autoridades niponas, ya que su revalorización podría cortar la incipiente recuperación. En los primeros siete meses del año se han llevado a cabo considerables intervenciones, estimadas en nueve billones de yenes, para evitar una apreciación de la moneda, especialmente frente al dólar, habiendo oscilado en una banda estrecha, entre 115

y 122 yen/dólar. Estas intervenciones cesaron en agosto pero parecen haberse reanudado en septiembre.

GRÁFICO 7



Respecto a los vecinos del **este de Asia**, el crecimiento se ralentizó en numerosos países en la primera mitad de 2003, debido a un debilitamiento de las exportaciones y de la demanda interna, afectada por las consecuencias de la neumonía asiática. Recientemente, las perspectivas han mejorado, aunque el riesgo de un nuevo brote de la enfermedad aumenta las incertidumbres. El Banco Asiático de Desarrollo prevé que en el conjunto de 2003 el PIB del área (ASEAN-10 más Corea y China) crezca alrededor del 5,5 por ciento, un punto menos que en 2002, y se acelere a tasas superiores al 6 por ciento en 2004. Para China espera un avance del 7,5 por ciento en los dos años y respecto a Corea prevé que, tras el retroceso del primer semestre, logre un crecimiento del 3,3 por ciento en el año actual y se acelere al 5,2 por ciento en 2004.

Para **Iberoamérica**, la CEPAL espera un alza del PIB del 1,5 por ciento en 2003, una modesta recuperación después de la caída del 0,6 por ciento en 2002, de forma que el PIB por habitante se situará un 2 por ciento por debajo del nivel de 1997. En Argentina el crecimiento puede ser del 5,5 por ciento, aunque su PIB per cápita será un 17 por ciento inferior al de 1997. El alza prevista para Chile y Brasil es del 3,5 por ciento y 1,5 por ciento, respectivamente, mientras que en Venezuela el declive puede alcanzar el 13 por ciento.