

**MODELO ECONOMÉTRICO
WHARTON UAM**

AÑO XX

**PERSPECTIVAS ECONÓMICAS
2001 - 2005**

Instituto "L.R.KLEIN" Noviembre 2001(*)

(*) Fecha de cierre de la predicción: 11 de Noviembre de 2001.

**Copyright, Centro de Predicción Económica (CEPREDE)
Reservados todos los derechos. Prohibida toda
distribución secundaria sin permiso escrito.**

AUTORES DEL INFORME

Las predicciones presentadas son fruto de un trabajo en equipo en el que colaboran con el personal fijo y equipo asesor de CEPREDE, tanto expertos internacionales, como expertos nacionales de las instituciones asociadas.

La redacción del presente informe ha sido realizada por:

JULIÁN PÉREZ GARCÍA

Condicionantes y riesgos de Tipos de Interés y Tipos de Cambio

SANTIAGO LABIANO GORRAIZ

Han colaborado en la elaboración del informe:

**Guillermo García
Jorge Rodríguez**

ÍNDICE ANALÍTICO

SECCIÓN I.- INTERNACIONAL	1
I.1.- Situación actual.....	3
I.2.- Perspectivas a corto y medio plazo.....	4
I.3.- Alternativas y revisiones de la predicción	5
I.4.- Condicionantes y riesgos de la predicción.....	6
SECCIÓN II.- ÁREA EURO.....	11
II.1.- Situación actual.....	13
II.2.- Perspectivas a corto y medio plazo.....	14
II.3.- Alternativas y revisiones de la predicción	15
II.4.- Condicionantes y riesgos de la predicción.....	16
SECCIÓN III.- TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS DE CAMBIO	21
III.1.- Situación actual.....	23
III.2.- Perspectivas a corto y medio plazo.....	24
III.3.- Alternativas y revisiones de la predicción	25
III.4.- Condicionantes y riesgos de la predicción.....	26
SECCIÓN IV.- CRECIMIENTO	33
IV.1.- Situación actual.....	35
IV.2.- Perspectivas a corto y medio plazo	36
IV.3.- Alternativas y revisiones de la predicción.....	37
IV.4.- Condicionantes y riesgos de la predicción	38
SECCIÓN V.- EMPLEO	43
V.1.- Situación actual.....	45
V.2.- Perspectivas a corto y medio plazo	46
V.3.- Alternativas y revisiones de la predicción.....	47
V.4.- Condicionantes y riesgos de la predicción	48
SECCIÓN VI.- DÉFICIT PÚBLICO.....	51
VI.1.- Situación actual.....	53
VI.2.- Perspectivas a corto y medio plazo	54
VI.3.- Alternativas y revisiones de la predicción.....	55
VI.4.- Condicionantes y riesgos de la predicción	56

SECCIÓN VII.- PRECIOS Y SALARIOS.....	61
VII.1.- Situación actual.....	63
VII.2.- Perspectivas a corto y medio plazo	64
VII.3.- Alternativas y revisiones de la predicción.....	65
VII.4.- Condicionantes y riesgos de la predicción	66
 SECCIÓN VIII.- DÉFICIT EXTERIOR	 69
VIII.1.- Situación actual.....	71
VIII.2.- Perspectivas a corto y medio plazo	72
VIII.3.- Alternativas y revisiones de la predicción.....	73
VIII.4.- Condicionantes y riesgos de la predicción	74
 SECCIÓN IX.- ALTERNATIVA 1	 77
IX.1.- Condicionantes de partida	79
IX.2.- Hipótesis de simulación	81
IX.3.- Principales resultados	83
 SECCIÓN X.- ALTERNATIVA 2.....	 85
X.1.- Condicionantes de partida	87
X.2.- Hipótesis de simulación	89
X.3.- Principales resultados	91

ÍNDICE DE TABLAS CONTENIDAS EN EL ANEXO

I.- TABLAS TRIMESTRALES (Modelo Wharton-UAM)	
- PIB a precios de mercado. Demanda. Pts. Constantes (Base 1995).....	A-3
- PIB a precios de mercado. Demanda. Pts. Corrientes	A-4
- PIB a precios de mercado. Demanda. Deflatores	A-5
- PIB a precios de mercado. Oferta. Pts. Constantes (Base 1995).....	A-6
- PIB a precios de mercado. Oferta. Pts. Corrientes	A-7
- PIB a precios de mercado. Oferta. Deflatores	A-8
- Empleo.....	A-9
- Salarios y Productividad.....	A-10
- Tipos de Interés y Tipos de Cambio	A-11
- Otras variables del Modelo Trimestral.....	A-12
II.- TABLAS RESUMEN (Modelo Wharton-UAM)	
- Principales Magnitudes de Demanda Interna	A-15
- Principales Magnitudes de Demanda Externa	A-16
- Principales Magnitudes de Precios	A-17
- Principales Magnitudes de Empleo	A-18
- Principales Magnitudes de Tipos de Interés y Tipos de Cambio	A-19
- Principales Magnitudes de Sector Público	A-20
- Principales Crecimientos internacionales	A-21
III.- TABLAS ANUALES (Modelo Wharton-UAM)	
- PIB a precios de mercado. Pts. Constantes (Base 1995).....	A-25
- PIB a precios de mercado. Deflatores	A-25
- PIB a precios de mercado. Pts. Corrientes	A-25
- Demanda Interna. Pts. Constantes (Base 1995).....	A-26
- Demanda Interna. Deflatores	A-27
- Demanda Interna. Pts. Corrientes	A-28
- Sector Exterior. Pts. Constantes (Base 1995).....	A-29
- Sector Exterior. Deflatores	A-30
- Sector Exterior. Pts. Corrientes	A-31
- Balanza por Cuenta Corriente.....	A-32
- Valor Añadido Bruto . Pts. Constantes (Base 1995)	A-33
- Valor Añadido Bruto . Deflatores	A-34
- Valor Añadido Bruto . Pts. Corrientes	A-35
- Precios Sectoriales de Importación	A-36
- Precios Sectoriales de Producción.....	A-37
- Precios Internacionales de Materias Primas y Productos de Alimentación	A-38
- Precios Internacionales de Exportación	A-39
- Precios Internacionales de Consumo.....	A-40
- Crecimiento internacional	A-40
- Empleo por ramas de actividad.....	A-41
- Indicadores de Evolución Salarial.....	A-42
- Productividades Sectoriales por persona ocupada.....	A-42
- Población Potencialmente Activa (Por tramos de edad y sexo).....	A-43
- Población Activa (Por tramos de edad y sexo)	A-43
- Renta Bruta Disponible y Capacidad de Financiación. Total Nación.	A-44
- Renta Bruta Disponible y Capacidad de Financiación. Familias.	A-45
- Renta Bruta Disponible y Capacidad de Financiación. AA.PP.....	A-46
- Ingresos y Gastos de las AA.PP.	A-47
- Deuda y Pagos por Interés de las AA.PP.....	A-49
- Renta Bruta Disponible y Capacidad de Financiación. Empresas.....	A-50
- Tipos de Interés a Corto Plazo (Nacionales e Internacionales).....	A-51
- Tipos de Interés a Largo Plazo (Nacionales e Internacionales).....	A-52
- Tipos de Cambio Moneda / Dólar y Moneda/ Euro.....	A-53
- Tipos de Cambio Pta. / Moneda.....	A-54

IV.- PRINCIPALES MAGNITUDES EN EUROS

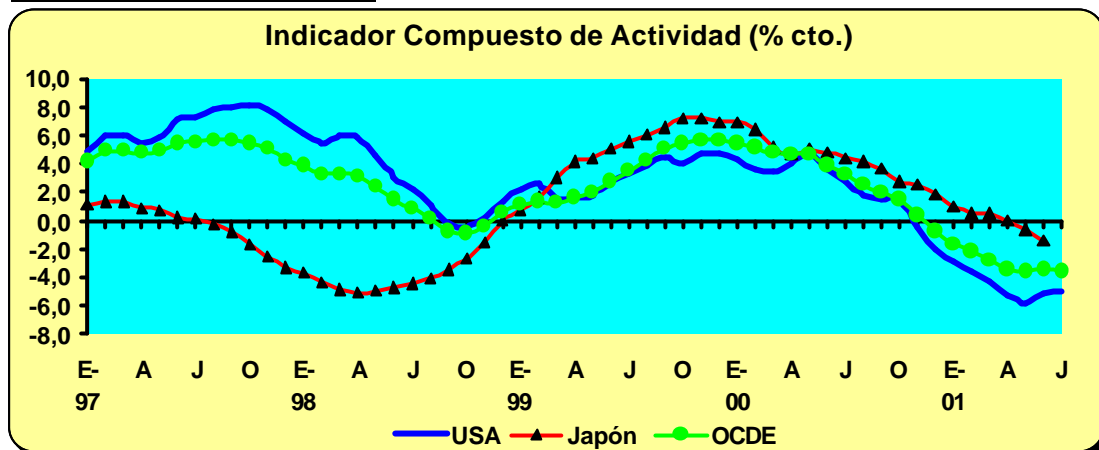
- PIB a precios de mercado. Euros. Constantes / Corrientes	A-57
- Demanda Interna. Euros Constantes (Base 1995)	A-58
- Demanda Interna. Euros. Corrientes	A-59
- Sector Exterior. Euros. Constantes (Base 1995)	A-60
- Sector Exterior. Euros. Corrientes	A-61
- Balanza por Cuenta Corriente.....	A-62
- Valor Añadido Bruto . Euros. Constantes (Base 1995)	A-63
- Valor Añadido Bruto . Euros. Corrientes	A-64
- Renta Bruta Disponible y Capacidad de Financiación. Resumen.....	A-65

V.- ESCENARIOS ALTERNATIVOS

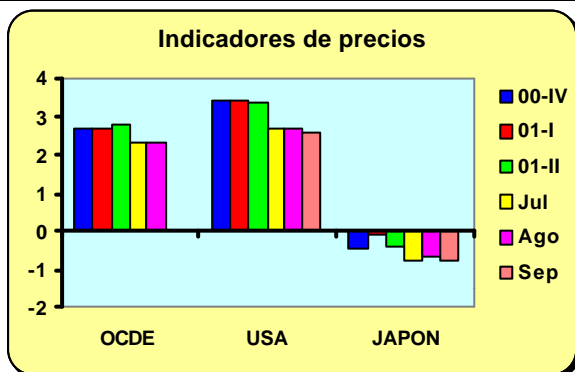
- Escenario 1. Entorno Internacional.....	A-69
- Escenario 1. Principales resultados.....	A-70
- Escenario 2. Entorno Internacional.....	A-71
- Escenario 2. Principales resultados.....	A-72
- Escenario 2. Diferencias con la solución básica	A-72
- Escenario 3. Entorno Internacional.....	A-73
- Escenario 3. Principales resultados.....	A-74
- Escenario 3. Diferencias con la solución básica	A-74

Sección I.- INTERNACIONAL.

I.1.- SITUACIÓN ACTUAL



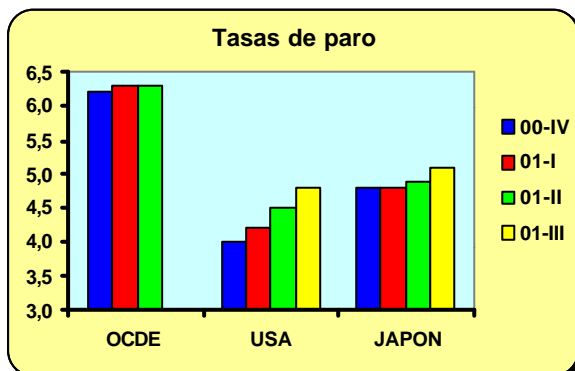
Los indicadores sintéticos de actividad continúan marcando un proceso de desaceleración en todas las economías desarrolladas sin que haya aparecido, hasta la fecha, ningún síntoma de haberse alcanzado el punto de inflexión



Inflación (1)	UDD	Cto.
EEUU	sep-01	2,6
Japón	sep-01	-0,8
OCDE	ago-01	2,3
UE Armonizado	sep-01	2,3

(1) Medida con IPC

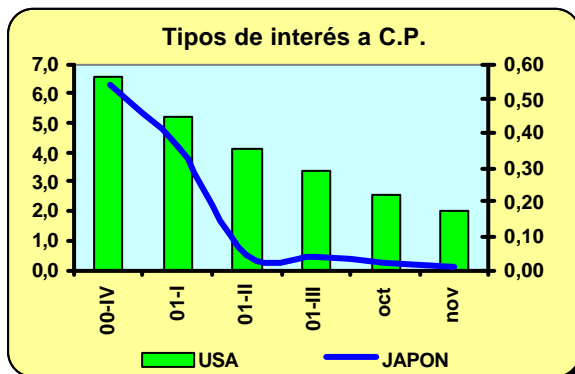
- Desde la segunda mitad del año, los índices de precios presentan una clara tendencia de contención, en paralelo con la desaceleración mostrada por los indicadores de actividad.



Tasa Paro	UDD	Valor	Hace 1 año
EEUU	oct-01	5,4	4,0
Japón	sep-01	5,3	4,7
OCDE (1)	01-II	6,3	6,4
UE	sep-01	8,3	8,9

(1) 16 países.

- El aumento de la tasa de paro en Estados Unidos se ha visto significativamente acelerado en los últimos meses; mientras que, en Europa ya parece haberse frenado el proceso de reducción del desempleo que venía registrándose en los últimos años

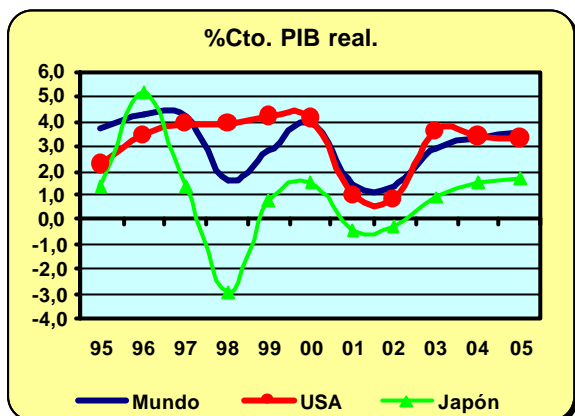


Tipos de interés y Agr.Monet.			%Cto. Oct/Oct.	
11-Nov.	C pl.	L pl.	M1	M3
EE.UU.	2,01	4,76	7,5	11,9
Japón	0,01	1,38	11,8	3,7
Euro-11	3,47	4,60	3,1	6,6

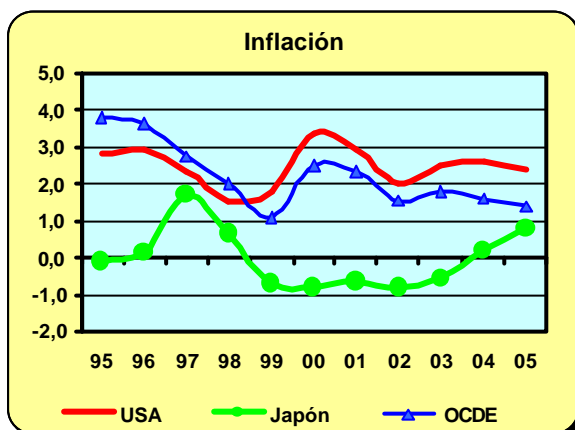
Corto plazo: interbancario 3 meses Largo plazo: deuda pública 10 años

- La Reserva Federal parece dispuesta a poner todos los medios necesarios para frenar la recesión y ya ha situado los tipos de interés reales en valores negativos a finales del presente año.

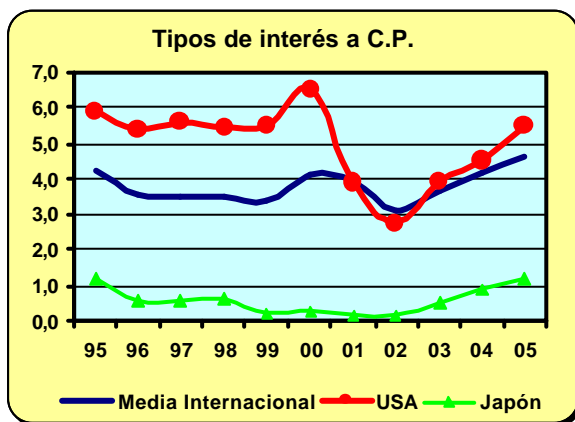
I.2.- PERSPECTIVAS A CORTO Y MEDIO PLAZO



- La fuerte desaceleración experimentada por la economía americana arrastrará al conjunto de la economía mundial hasta tasas de crecimiento próximas al 1%. Valorando el escenario más probable, que considera que la locomotora americana podría recuperar tasas de crecimiento significativas a comienzos del 2003 (superiores al 3% en términos trimestrales anualizados), el conjunto de la economía mundial recuperaría tasas cercanas al 3% a partir de dicho año, tras permanecer estancada con crecimientos cercanos al 1,5% durante el bienio 2001-2002.

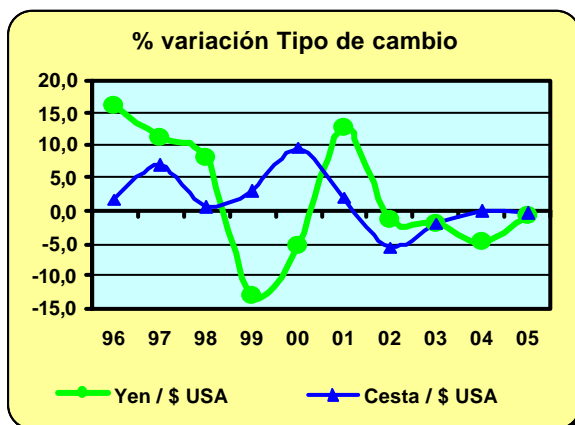


- La contracción de la demanda mundial está posibilitando el descenso de las tasas de inflación hasta los niveles previos al último impacto de los precios petrolíferos. El conjunto de economías desarrolladas que, excepto Japón, habían sufrido los impactos de las elevaciones de los precios del petróleo durante el 2000 y el 2001, irán progresivamente retornando hacia niveles de inflación similares a los que presentaban a finales de los noventa, mostrando un perfil de suave recuperación a medida que se vayan recuperando las tasas de avance de la demanda total.



- La contención de la inflación y la prioridad del objetivo de crecimiento han llevado a la Reserva Federal a situar los tipos de interés en niveles desconocidos en la historia reciente. En Europa, la mayor ortodoxia de las autoridades monetarias, y los diferentes niveles de partida, estarían justificando un menor descenso de los tipos, con lo que se generaría un diferencial positivo frente a los Estados Unidos.

Bajo la solución básica, los tipos de interés comenzarían a repuntar a mediados del 2002, para ir recuperando progresivamente los niveles previos a la crisis.



- A pesar de las sucesivas reducciones del diferencial de tipos de interés, la divisa americana ha seguido manteniendo su fortaleza por lo que se aleja, de momento, la corrección esperada del dólar. Esta persistencia en la fortaleza del dólar, aún en un entorno de fuerte desaceleración de la economía americana, nos lleva a plantear un escenario en el que la consecución de la paridad se alejaría en el tiempo; ya que, la apreciación esperada de la divisa europea parece ser más lenta de lo que cabría prever hace algunos meses.

I.3.- ALTERNATIVAS Y REVISIONES DE LA PREDICCIÓN

Predicciones alternativas				
	EE.UU.		JAPÓN	
	2001	2002	2001	2002
P.I.B	1,0	1,2	-0,5	-0,4
Máximo	1,4	3,2	0,0	1,9
Mínimo	0,8	-0,2	-0,9	-1,8
Precios consumo	3,0	2,1	-0,8	-0,9
Máximo	3,2	2,7	-0,5	-0,4
Mínimo	2,7	1,2	-0,9	-1,3

Fuente: Consensus Forecast. Octubre 2001.

- A falta, únicamente, del último trimestre, los rangos de variación de las estimaciones de crecimiento e inflación son significativamente elevados para el presente año 2001, lo que nos indicaría la alta incertidumbre existente sobre la magnitud del proceso de desaceleración.

- Esta incertidumbre se ve especialmente agravada para el próximo año, donde las estimaciones de crecimiento presentan una dispersión tres veces superior al valor de consenso, encontrándonos desde estimaciones que adelantan una recesión en Estados Unidos, hasta los que confían en un retorno muy rápido a crecimientos significativos.

Analizando los perfiles de crecimiento presentados por las distintas instituciones que aportan sus predicciones a Consensus Forecast, ni siquiera podríamos adelantar una tendencia clara en la evolución del PIB americano; ya que, las distintas predicciones se distribuyen al 50% entre las que apuntan un mayor crecimiento medio para el próximo año y las que consideran que será peor que el 2001.

Donde sí que existe unanimidad es en el diagnóstico de la inflación en Estados Unidos, para la que todas las estimaciones coinciden en apuntar una reducción durante el próximo año frente a los valores esperados para el 2001.

De la comparación de las actuales estimaciones con las realizadas hace seis meses se deduce claramente una fuerte caída de expectativas, fundamentalmente para el próximo año, donde las previsiones de crecimiento se habrían visto reducidas en más de un punto para el conjunto de economías desarrolladas, y en casi dos puntos para Japón y Estados Unidos.

En paralelo, se han reducido igualmente las expectativas de inflación, si bien, en este caso, las revisiones son mucho menos significativas y se limitan, salvo en el caso de Japón, a un par de décimas de punto.

	Áreas	Datos para 2001 en:				Datos para 2002 en:			
		My-00	Nv-00	My-01	Nv-01	My-00	Nv-00	My-01	Nv-01
PIB	OCDE	2,9	3,1	1,8	1,2	2,9	3,0	2,5	1,4
	EE.UU	3,1	3,4	1,7	1,0	3,6	3,3	3,1	1,2
	JAPÓN	1,5	2,0	0,9	-0,5	2,3	2,9	1,6	-0,4
INFLACIÓN	OCDE	0,9	1,9	1,9	2,1	1,5	1,6	1,6	1,4
	EE.UU	2,5	2,7	2,9	3,0	2,4	1,7	2,3	2,1
	JAPÓN	0,3	-0,1	-0,3	-0,8	0,5	1,5	-0,2	-0,9

Fuente: Consensus Forecast. Octubre 2001

La fuerte dispersión en las estimaciones alternativas, y la significativa revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento, son las notas dominantes en el análisis de las predicciones alternativas, lo que nos dibuja un escenario de clara desaceleración, aunque lleno de riesgos e incertidumbres.

I.4.- CONDICIONANTES Y RIESGOS DE LA PREDICCIÓN.

Dado el desarrollo que están experimentando las posibles consecuencias desencadenadas tras el ataque terrorista a los EE.UU., hemos considerado necesario valorar los posibles acontecimientos socio-políticos en los que se va a desenvolver la economía mundial durante los próximos trimestres.

Así, partiendo del análisis de posibles escenarios alternativos presentados en una reciente Nota de Alerta de CEPREDE elaborada por Antonio Pulido a mediados de octubre, hemos seleccionado como escenario básico para nuestra predicción el que se bautizaba en la citada nota como "Impactos y respuestas reducidas en intensidad y duración" y que, a priori, presentaba una mayor probabilidad de ocurrencia.

Este primer escenario vendría especificado en los términos que reproducimos a continuación:

- *La guerra contra el terrorismo se extiende a lo largo del tiempo pero las acciones visibles se limitan a un período corto.*
- *EEUU acierta en la gestión político-militar de la crisis, manteniendo amplios apoyos a escala mundial.*
- *Las posibles acciones adicionales del terrorismo internacional son de pequeña magnitud.*
- *No existen tensiones al alza en los precios del petróleo, al no generalizarse la inestabilidad en el Oriente Medio.*
- *Retorna la confianza de inversores y consumidores a lo largo de este final de año.*
- *EEUU entra en crecimientos negativos durante el segundo semestre del presente año y se recupera con fuerza en la segunda mitad de 2002.*
- *En conjunto la economía mundial, ya con dificultades antes de los acontecimientos del 11 de septiembre, sigue su desaceleración durante varios trimestres pero sin caer en recesión (que a escala mundial podría situarse en crecimientos inferiores al 2%).*
- *Europa sigue su tendencia hacia la desaceleración al menos hasta la primavera y posiblemente hasta la segunda mitad de 2002.*
- *Políticas monetarias y fiscales expansivas para contrarrestar las tendencias actuales.*
- *Recuperación con fuerza en EEUU hacia el segundo semestre del próximo año y desfase para Europa de uno o dos trimestres.*

Fuente: Servicio de Alerta CEPREDE. Octubre 2001.

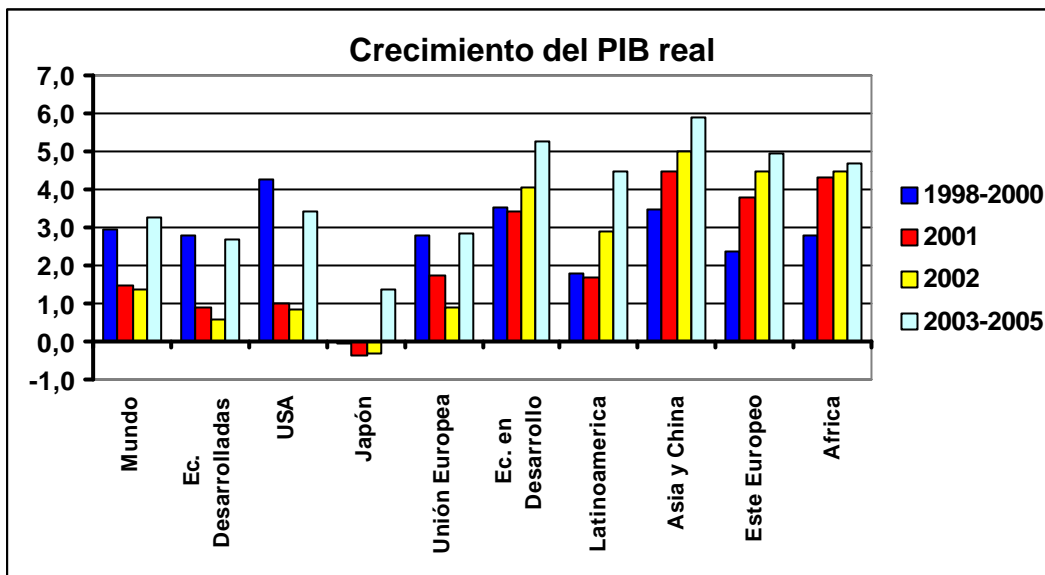
Con estos condicionantes de partida, nuestras nuevas estimaciones, elaboradas tras los acontecimientos de principios de septiembre, presentan un panorama de evolución de la economía mundial con un claro descenso cíclico concentrado en el bienio 2001-2002, para iniciar, posteriormente, una senda de recuperación que nos llevaría a tasas medias de crecimiento del PIB mundial similares a las registradas a finales de los noventa.

Esta evolución cíclica presenta un componente diferencial entre el conjunto de economías desarrolladas y los países en vías de desarrollo, ya que las primeras sufrirían en mayor medida el proceso de desaceleración y su recuperación posterior las llevaría a unas tasas de crecimiento ligeramente inferiores a las presentadas a finales de los noventa.

Por el contrario, las economías en desarrollo, que se verían menos afectadas, en términos generales, por la desaceleración, recuperarían tasas de expansión sensiblemente superiores a las presentadas antes de esta crisis.

Si bien es cierto que la comparativa con respecto a los datos medios 1998-2000 está sesgada por la crisis experimentada por los países en vías de desarrollo, que frenó drásticamente su crecimiento entre 1997 y 1999, no lo es menos que la situación actual tiene su origen y, por tanto, sus efectos más acusados, en las economías desarrolladas y, fundamentalmente en Estados Unidos.

Gráfico I.1.

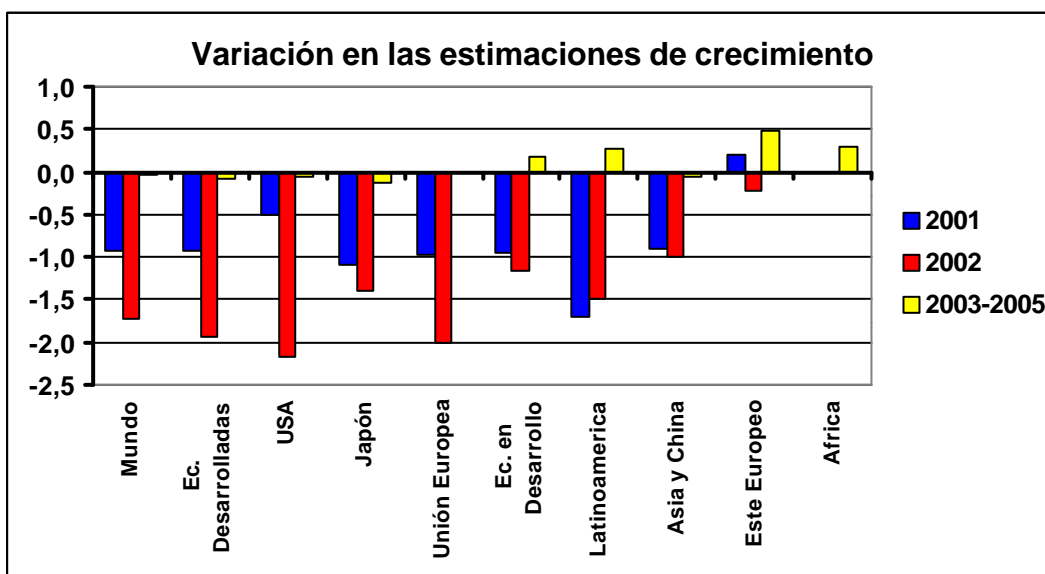


Fuente: CEPREDE. Noviembre 2001.

Abundando en este razonamiento, si analizamos la revisión en las perspectivas de crecimiento con respecto a lo que se opinaba hace seis meses, podremos comprobar, tal como se recoge en el gráfico I.2., que las mayores reducciones de expectativas se han concentrado, precisamente, en las economías desarrolladas, con Estados Unidos a la cabeza, presentando una caída de más de dos puntos en sus previsiones para el 2002, seguido de cerca por la Unión Europea y, en menor medida, por Japón.

Dentro de los países en vías de desarrollo, serían los países latinoamericanos los que, por su mayor dependencia de la economía estadounidense, unida a los problemas específicos de Argentina, los que en mayor medida habrían visto reducidas sus perspectivas de crecimiento.

Gráfico I.2.



Fuente: CEPREDE Noviembre 2001.

El escenario básico de crecimiento internacional presenta un significativo descenso en el bienio 2001-2002, estando especialmente concentrado en las economías desarrolladas, que sufrirán en mayor medida la desaceleración.

En paralelo con esta evolución cíclica, el deterioro de expectativas se concentra en la economía norteamericana y la europea, que han visto reducidas sus estimaciones de crecimiento en más de dos puntos para el próximo año 2002.

Teniendo en cuenta que es, precisamente, Estados Unidos el principal causante de la desaceleración, y aunque posteriormente se recogerán con detalle los escenarios alternativos diseñados por CEPREDE que, lógicamente, están directamente vinculados al perfil de evolución de la mayor economía del mundo, hemos considerado oportuno presentar aquí algunas consideraciones sobre la situación cíclica de la economía americana en relación con los episodios más recientes de su evolución a corto plazo.

Partiendo del análisis del crecimiento trimestral de la economía norteamericana durante los últimos 30 años, podemos identificar, al menos, cuatro grandes periodos de desaceleración, que se corresponderían con los años 70, 75, 80-82, y 91.

Para tratar de identificar las características básicas de estos movimiento cíclicos, hemos elaborado el cuadro que aparece a continuación, donde se presentan los valores mínimos de crecimiento alcanzados en cada uno de los episodios, el número de trimestres que presentaron crecimientos negativos, la velocidad media del descenso en los seis trimestres previos al punto mínimo, y la de ascenso, medida sobre los seis trimestres posteriores.

Adicionalmente, y a efectos comparativos, se han incluido en el cuadro los datos relativos a la situación actual, tomando como punto de referencia el escenario básico elaborado por CEPREDE, y que fijaría un mínimo de crecimiento interanual del -0,5% en el segundo trimestre del 2002.

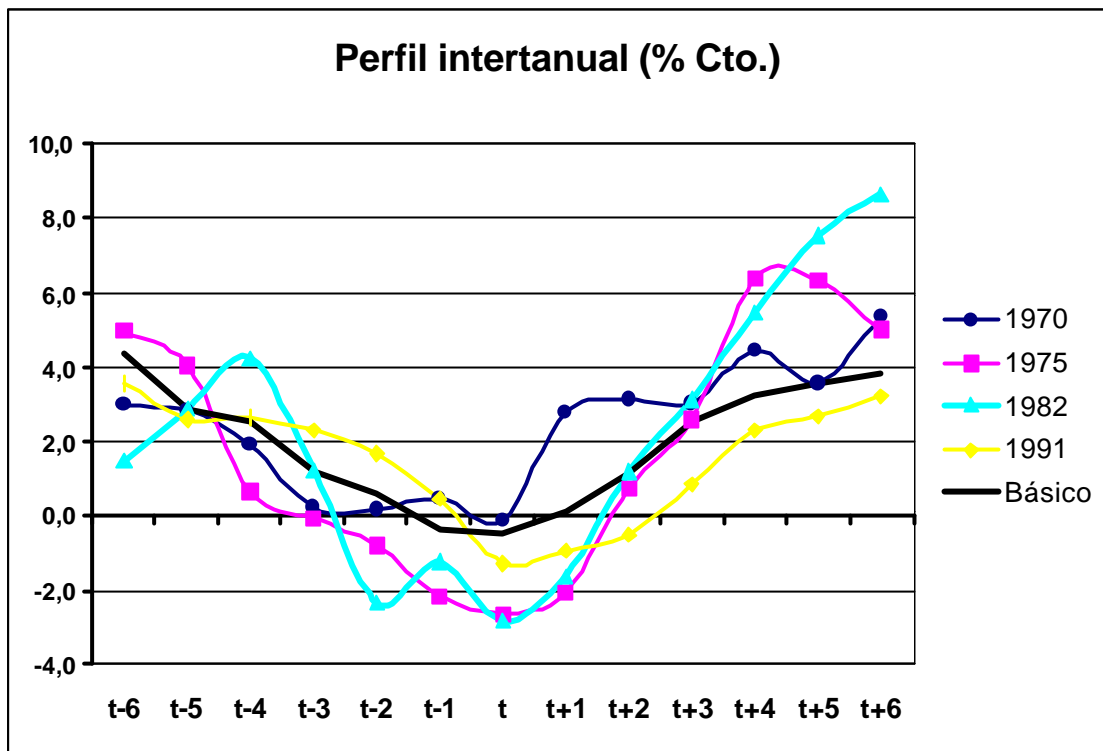
Cuadro I.1.
Características básicas de los ciclos americanos.

	Mínimo	Trimestres en recesión	Velocidad de caída	Velocidad de ascenso
1970	-0,1	1,0	-0,5	0,9
1975	-2,7	5,0	-1,3	1,3
1982	-2,9	4,0	-0,7	1,9
1991	-1,3	3,0	-0,8	0,7
Actual(*)	-0,5	2,0	-0,8	0,7

Fuente: CEPREDE. Noviembre 2001.

Como puede comprobarse en el cuadro anterior, la actual situación cíclica, tal como se adelanta en nuestro escenario básico, no podría calificarse de "anómala" ya que se aproxima bastante a las características básicas del último ciclo experimentado por la economía americana a principios de los noventa, tal como se corrobora en el gráfico que mostramos a continuación, y donde, como mucho, podríamos advertir que el perfil estimado estaría ligeramente más suavizado que los anteriores, sobre todo en la pendiente de recuperación.

Gráfico I.3.

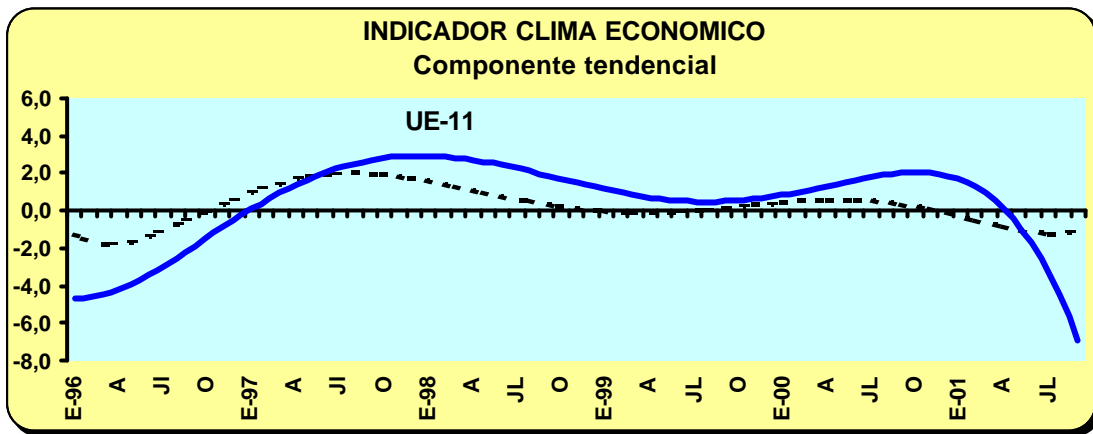


Fuente: CEPREDE. Noviembre 2001.

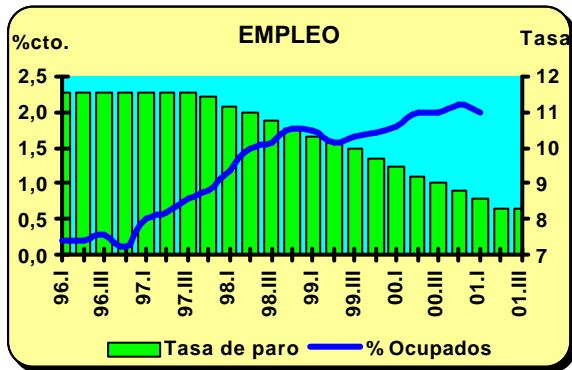
Bajo el escenario básico, el perfil cíclico de la economía norteamericana no presentaría características significativamente diferentes de los episodios de crisis precedentes, y como mucho, sería ligeramente más suave que los anteriores y con una recuperación algo más lenta, similar a la registrada a principios de los 90.

Sección II.- ÁREA EURO.

II.1.- SITUACIÓN ACTUAL

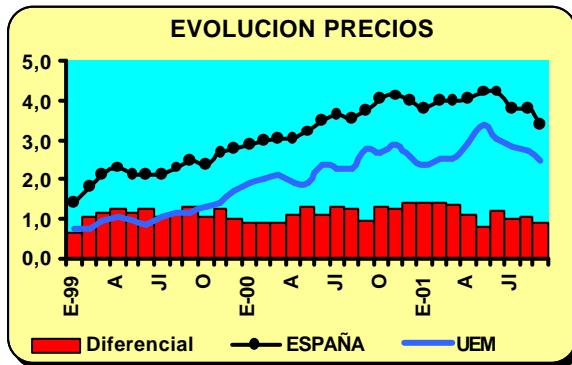


El indicador de Clima Económico muestra un decrecimiento muy pronunciado a lo largo del presente año, estimándose que la economía en la zona euro seguiría desacelerándose en los últimos meses.



EMPLEO	U.D.D.	Cto.	A.A.
Ocupados	01.I	2,0	2,0
Parados	ago-01	-0,9	-2,3
		En % Pob.	
Tasa de paro	ago-01	8,3	

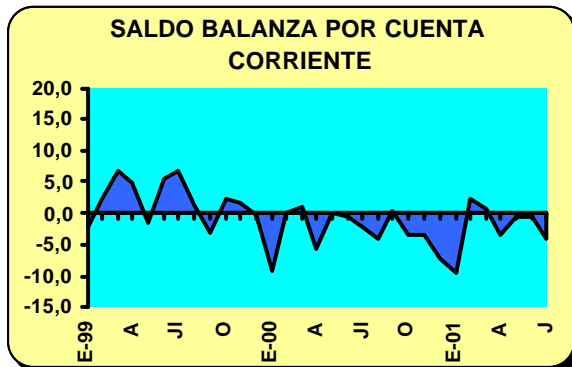
- De continuar el ritmo de deterioro de la actividad económica, la tasa de paro podría llegar a cambiar de tendencia y mostrar leves aumentos a finales del presente año.



IPC Armonizado	U.D.D.	Cto.	A.A.	
Total	sep-01	2,5	2,8	
Alimentación	sep-01	5,2	5,0	
Energía	sep-01	-1,3	4,5	
Servicios	sep-01	2,6	2,5	
COSTES		U.D.D.	Cto.	A.A.
I.C.M.O.(1)	01-II	2,8	3,0	

(1) Índice de Coste de la mano de obra

- La gran bajada en el IPC del último mes ha mejorado las expectativas de lograr los objetivos esperados, si bien aún no se ha alcanzado la barrera del 2% establecida por el BCE .

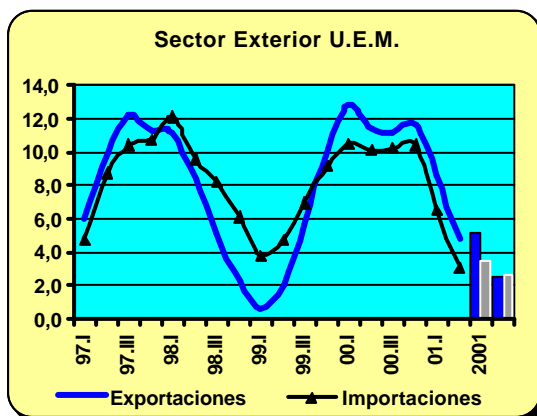
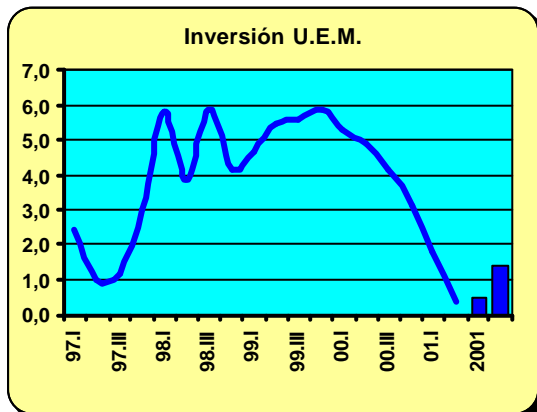
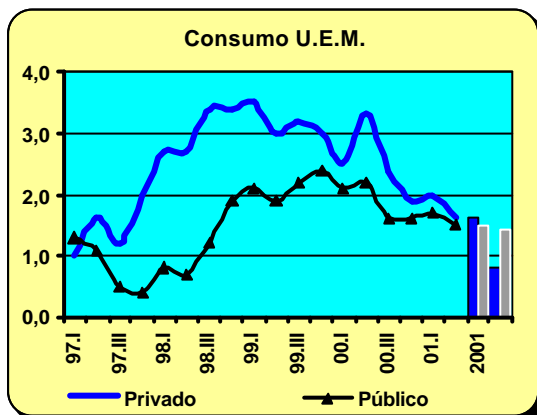
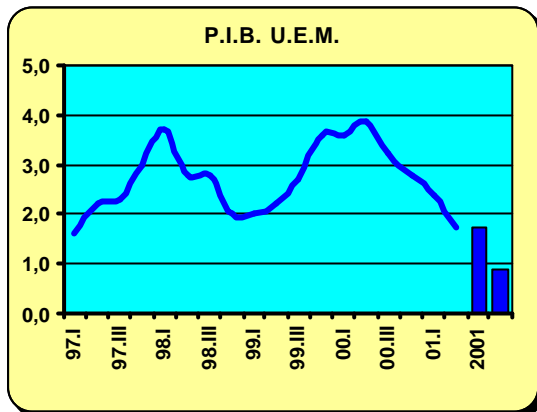


Saldo exterior	U.D.D.	Mes.	A.A.
Balanza por c.c.	Jul-01	-4,1	-15,2
Mercancías	jul-01	8,5	34,8
Servicios	jul-01	-7,2	-26,8
Transferencias	jul-01	-5,4	-23,1
Cuenta de capital	jul-01	0,4	6,9

Miles de Millones de Euros

- En los últimos meses parece haberse corregido el deterioro del saldo exterior experimentado a principios del año.

II.2.- PERSPECTIVAS A CORTO Y MEDIO PLAZO



• La Unión Monetaria está experimentando un proceso de descenso cíclico que podría presentar valores próximos a cero a finales del presente año y principios del 2002. Considerando el escenario básico de evolución internacional, el conjunto de la Unión Monetaria continuaría reduciendo sus ritmos de crecimiento hasta el segundo trimestre del próximo año, donde presentaría un mínimo ligeramente superior a cero, aunque sin entrar en recesión técnica.

A partir del año 2003, se recuperarían tasas de crecimiento en torno al 2,5% , para situarse alrededor del 3% a finales del horizonte de predicción.

- El mantenimiento de un cierto nivel de creación de empleo, al menos durante el presente año 2001, está sosteniendo las tasas de crecimiento del consumo privado. Sin embargo, el deterioro de actividad adelantado para el 2002 y sus efectos sobre la creación de empleo, pasarán factura a esta magnitud que verá reducido su ritmo de crecimiento en un 50%, alcanzándose un escaso 0,8% frente al 1,6% estimado para el presente año.

Aunque con escaso margen de maniobra, debido a los objetivos de consolidación fiscal, el consumo público mantendrá un ritmo similar al registrado durante el 2001.

- El conjunto de la formación bruta de capital estaría presentando tasas de crecimiento negativas a finales del presente año. A corto plazo, el panorama no se presenta especialmente favorable para la inversión, ya que el deterioro de expectativas pesa más que las reducciones de tipos de interés, cuyos efectos podrán comenzar a notarse a finales del próximo año. Con estos condicionantes, las estimaciones medias presentarían un avance de la inversión cercano al 1% durante el bienio 2001-2002.

- Desde finales del 2000 el conjunto de los intercambios comerciales de la zona Euro se habría reducido en dos terceras partes, siendo especialmente significativo el parón experimentado por las importaciones. Para el próximo ejercicio, con un crecimiento del PIB europeo inferior al 1% y una expansión del comercio mundial por debajo del 3%, no parecen factibles aumentos de estas partidas superiores al 2%, ya que las posibles mejoras de competitividad por contención de precios se verían absorbidas por una ligera apreciación de la divisa comunitaria.

II.3.- ALTERNATIVAS Y REVISIONES DE LA PREDICCIÓN

Aunque en menor grado que para la economía americana o japonesa, la incertidumbre es la nota dominante en la comparativa de las pocas estimaciones disponibles realizadas después de los acontecimientos de septiembre .

Así, para el conjunto del PIB, las estimaciones, tanto para el 2001 como para el 2002, oscilan entre el 2,2 y el 1,5%, mientras que las de inflación se extienden desde el 2,7 hasta el 2,5 para el presente año y desde el 1,8 hasta el 1,2% para el siguiente.

Como rasgos comunes, podemos identificar una elevada confianza en la contención de la inflación para el 2002 que, en términos medios, se sitúa un 1% por debajo de la esperada para el 2001. Por el contrario, y al igual que en el caso de Estados Unidos, el perfil de crecimiento del PIB para el próximo año es absolutamente difuso, con dos estimaciones que lo sitúan ligeramente por encima de este ejercicio y otras dos que lo sitúan ligeramente por debajo.

Predicciones alternativas para la UE-11									
Fuente	Fecha	PIB		Precios		Bza.cta.cte.(1)		Tasa de paro	
		2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002
Consensus	Oct-01	1,7	1,8	2,7	1,8	0,0	0,1	-	-
	Abr-01	2,6	2,8	2,2	1,7	0,0	0,2	-	-
The Economist	Oct-01	1,6	1,5	2,6	1,7	-0,3	-0,2	-	-
	Abr-01	2,4	2,7	2,0	1,6	-0,2	-0,1	-	-
FMI	Sep-01	1,8	2,2	2,7	1,7	0,3	0,4	8,4	8,4
	Abr-01	2,4	2,8	2,3	1,7	-0,1	0,0	8,4	8,1
Comisión Europea	Pri-01	2,8	2,9	2,3	1,9	-0,1	-0,1	8,5	7,9
	Oto-00	3,2	3,0	2,2	1,9	-0,2	-0,1	8,5	7,9
OCDE	Oct-01	1,7	1,5	-	-	-	-	-	-
	May-01	2,6	2,7	2,2	2,1	-0,2	-0,1	8,3	7,8
B.C.E.	Jun-01	2,2/2,8	2,1/3,1	2,3/2,7	1,2/2,4	-	-	-	-
	Dic-00	2,6/3,6	2,5/3,5	1,8/2,8	1,3/2,5	-	-	-	-
	Máximo(*)	2,2	2,2	2,7	1,8	0,3	0,4	-	-
	Mínimo(*)	1,6	1,5	2,3	1,2	-0,3	-0,2	-	-

(1) Porcentaje del PIB.

(*) Posteriores a Septiembre

Con respecto a lo que se opinaba hace seis meses, se detecta un claro deterioro de las expectativas de crecimiento, que se han visto reducidas en una media de 0,8 puntos para el 2001 y casi un punto para el 2002.

Ahora bien, este deterioro de expectativas no ha sido homogéneo entre todos los países integrados en la moneda única, y así, los países que venían mostrando comportamientos más dinámicos como Irlanda, Holanda o Finlandia, han visto reducidas sus previsiones de crecimiento en más de un punto y medio. En el extremo contrario, los países mediterráneos como Italia, España, Grecia o Portugal, serían los que en menor medida se habrían visto afectados por este deterioro, habiéndose reducido sus previsiones en torno al medio punto para el bienio 2001-2002.

Por su parte, las previsiones de inflación para el presente año se han visto modificadas al alza en algo más de medio punto, lo que podemos interpretar como un diagnóstico especialmente optimista realizado en primavera.

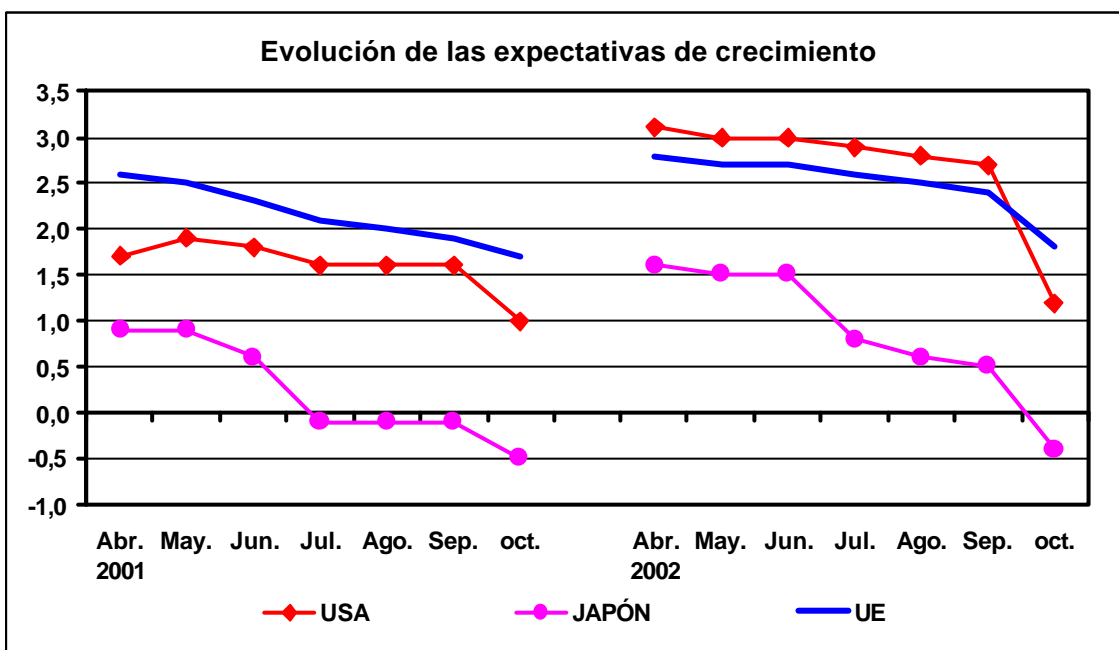
Nuevamente la incertidumbre y la caída de expectativas son las notas dominantes en el análisis de previsiones alternativas. Este deterioro se hace especialmente significativo en los países más dinámicos, mientras que el sur de Europa aparece menos afectado por la revisión de previsiones.

II.4.- CONDICIONANTES Y RIESGOS DE LA PREDICCIÓN

En nuestro anterior Informe Semestral de Predicción ya poníamos de manifiesto el hecho de la aparente inmunidad que parecía presentar la economía de la Unión Europea frente al proceso de desaceleración que ya se marcaba hace seis meses.

Si analizamos nuevamente cómo se han ido modificando las previsiones de crecimiento a lo largo de estos últimos seis meses, comprobaremos, tal como queda recogido en el gráfico II.1., que esta circunstancia se ha venido repitiendo sistemáticamente, incluso después de realizarse una primera valoración de los efectos inducidos por los acontecimientos del 11 de septiembre.

Gráfico II.1.



Fuente: CEPREDE. Datos de Consensus Forecast. Octubre 2001.

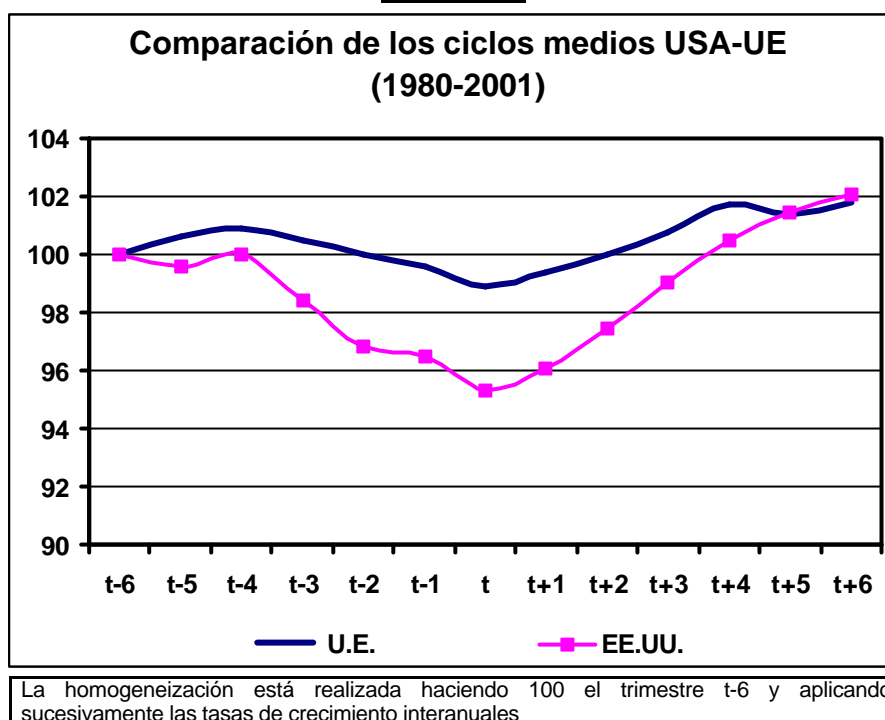
En efecto, tal como puede apreciarse en el gráfico anterior, las estimaciones elaboradas con posterioridad al ataque terrorista a los Estados Unidos presentan una significativa caída, tanto en EE.UU., como en Japón, que se eleva hasta el 0,5% para el presente año y más del 1% para el 2002. Sin embargo, el conjunto de la Unión Monetaria únicamente habría visto reducidas sus perspectivas de crecimiento en un 0,2% para el 2001 y 0,6% para el 2002, mostrando esa aparente inmunidad a la que hacíamos referencia.

El conjunto de la Unión Monetaria se ha visto menos afectada que las otras dos grandes economías por la revisión de previsiones tras el 11 de septiembre, lo que parece demostrar una menor exposición del viejo continente frente al actual proceso de desaceleración cíclica.

A la vista de estas circunstancias de menor afectación de la economía europea, cabría preguntarse si se trata de una característica coyuntural del actual ciclo económico, en el que Estados Unidos presentaría una problemática particular que le estaría conduciendo a una desaceleración más pronunciada que la de los países europeos; o, por el contrario, estamos ante un comportamiento más estructural, en el que las fluctuaciones cíclicas europeas fueran, tradicionalmente, menos pronunciadas y, por tanto, la situación actual presentaría un perfil que podríamos calificar de "normal".

En el gráfico II.2. hemos recogido los perfiles medios de evolución cíclica de Estados Unidos y la Unión Europea durante las dos últimas grandes crisis, (principios de los ochenta y principios de los noventa), homogeneizándolas para facilitar la comparación.

Gráfico II.2.



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2001.

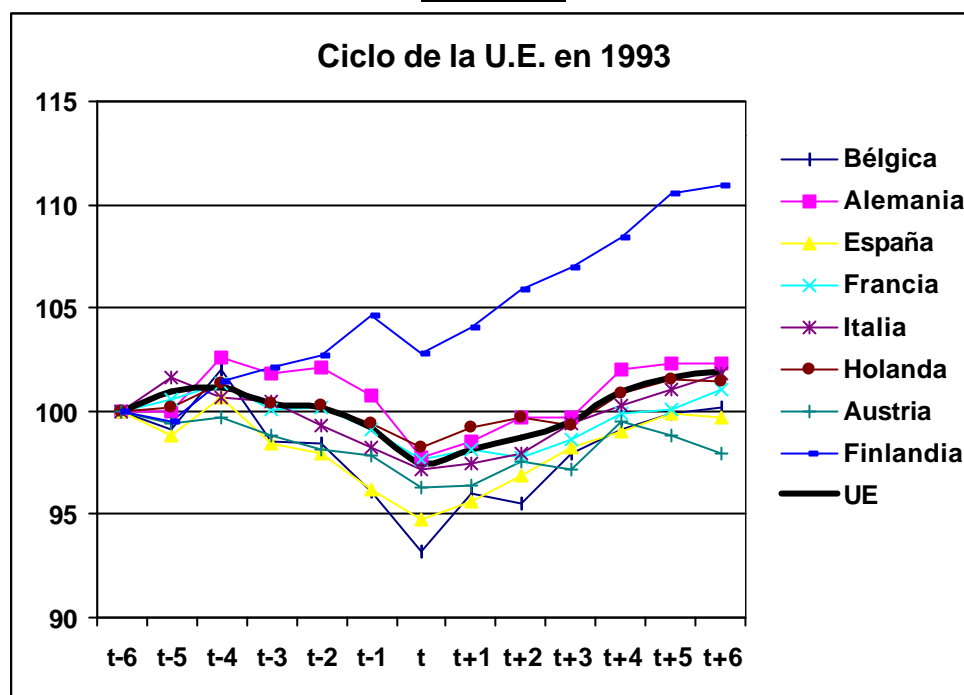
Como puede comprobarse en el cuadro anterior, durante los últimos dos grandes ciclos, la economía europea ha presentado un comportamiento mucho más suavizado que la economía norteamericana, por lo que podríamos admitir, a priori, que el comportamiento adelantado para el actual ciclo económico respondería a unos patrones estructurales que ya se habrían registrado en el pasado reciente.

Tratando de profundizar un poco más en este comportamiento diferencial podríamos identificar, al menos, dos factores que estarían justificando esta menor reacción cíclica de la economía europea.

- En primer lugar, no debemos olvidar que la evolución de la economía europea es la resultante de los comportamientos específicos de un conjunto de países que, aunque presentan dinámicas cada vez más integradas, siguen recogiendo hechos diferenciales de cada uno de ellos cuya evolución temporal estaría generando un ciclo común necesariamente más suavizado.
- Por otra parte, la mayor regulación de los mercados europeos, o la menor flexibilidad de los mismos, estaría dificultando los procesos de ajuste en periodos de desaceleración, al tiempo que frenaría los ascensos en periodos de expansión, lo que nos llevaría, nuevamente a un perfil cíclico suavizado.

Tradicionalmente los perfiles cíclicos presentados por la economía europea son bastante más suavizados que los americanos, por lo que no parece extraño que en la situación actual se vea menos afectada por el proceso de desaceleración.

Respecto al primero de los factores a los que hacíamos referencia, el gráfico II.3, aunque difícil de analizar para cada país en concreto, sí que consideramos que ilustra suficientemente el hecho de que los ciclos medios de la Unión Monetaria no son sino la envolvente de cada uno de los ciclos peculiares de cada uno de los países, con lo que el resultado medio es, necesariamente, bastante alisado.

Gráfico II.3.

Fuente: CEPREDE. Noviembre 2001.

Haciendo un ejercicio de identificación de la multitud de líneas recogidas en el gráfico, comprobaremos, además de la peculiaridad de la economía finlandesa que no pareció darse por enterada de la crisis que se estaba viviendo en el resto de la comunidad a principios de los noventa, que los países que presentan un mayor descenso cíclico, Bélgica, España y Austria, no son precisamente los que mayor peso tienen sobre el conjunto de la economía comunitaria, lo que estaría justificando que el ciclo medio no presente un valle excesivamente pronunciado.

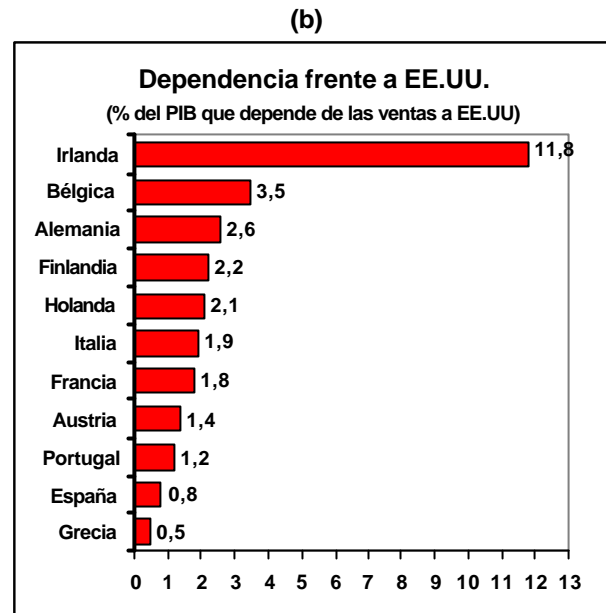
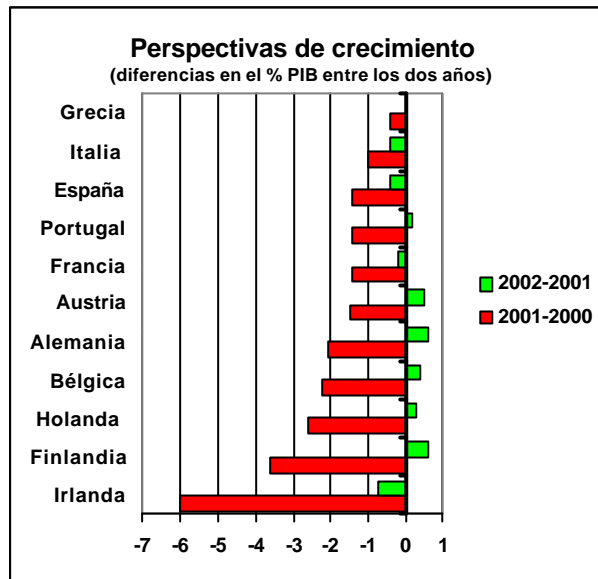
Estas peculiaridades de cada una de las economías que se integran en la moneda única parece que pueden repetirse durante la actual fase de descenso cíclico y, así, analizando las predicciones que se manejan para cada uno de los países recogidas por Consensus Forecast, tanto para el presente año como para el 2002, veremos que el descenso esperado de actividad no es, ni mucho menos, homogéneo entre países, y se extiende desde una contención inferior al 1% en Grecia, hasta los más de seis puntos de menor crecimiento que se adelantan para la economía irlandesa durante el presente año en relación con los valores registrados en el 2000.

Resulta curioso observar como en el gráfico II.4 (a), que recoge precisamente esas expectativas de desaceleración cíclica, los países mediterráneos sobre los que ya adelantábamos que se habían visto menos afectados por las revisiones a la baja en las previsiones de crecimiento, son también los que parecen verse menos afectados por la contención del crecimiento.

La explicación de este fenómeno, posiblemente, deberíamos encontrarla en el menor nivel de exposición de estas economías frente a la caída de la demanda en Estados Unidos, que, tal como se recoge en el gráfico II.4 (b) presenta una distribución inversa al de la caída cíclica.

Gráfico II.4.

(a)



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2001.

La magnitud de la desaceleración cíclica estimada para el conjunto de la Unión Europea vendrá matizada por las características particulares de cada uno de los países, siendo esta más acusada en relación directa con el nivel de exposición de cada uno de ellos frente a la economía americana.

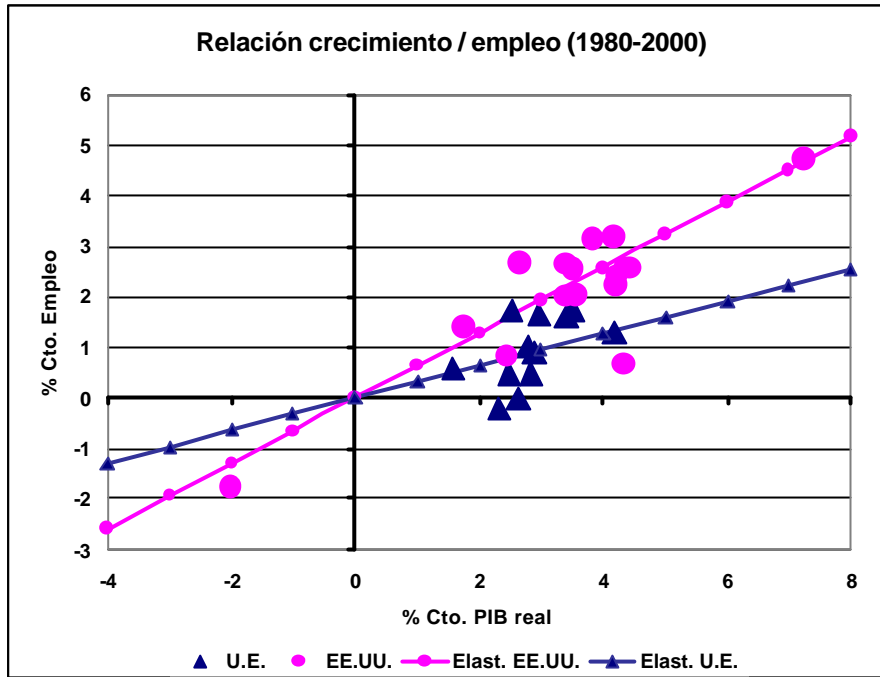
En cuanto al segundo de los factores que señalábamos como posibles causas de la mayor suavidad en los ciclos europeos, la mayor flexibilidad de la economía norteamericana, aunque es difícil de cuantificar en muchos aspectos, sí que podemos ilustrarla mediante un análisis directo de la relación entre el crecimiento del empleo y el crecimiento del PIB real.

De esta forma, en la medida que las reacciones del mercado laboral frente a las variaciones del crecimiento sean más acusadas, podremos hablar de mayor flexibilidad, dado que la utilización de recursos se acomoda en mayor medida a las variaciones en la producción.

En el gráfico II.5., elaborado con los datos disponibles para los últimos veinte años, podemos comprobar como la elasticidad del empleo en Estados Unidos es superior a la registrada en la Unión Europea, lo que podemos interpretar, como decíamos, en términos de mayor flexibilidad del mercado laboral.

Esta mayor elasticidad implicaría que, frente a un periodo de desaceleración cíclica, la contención de las rentas salariales será superior en los Estados Unidos que en Europa lo que contribuye a alimentar el "circulo vicioso" en el mismo sentido que se dinamiza el "circulo virtuoso" en periodos de expansión económica.

Gráfico II.5.

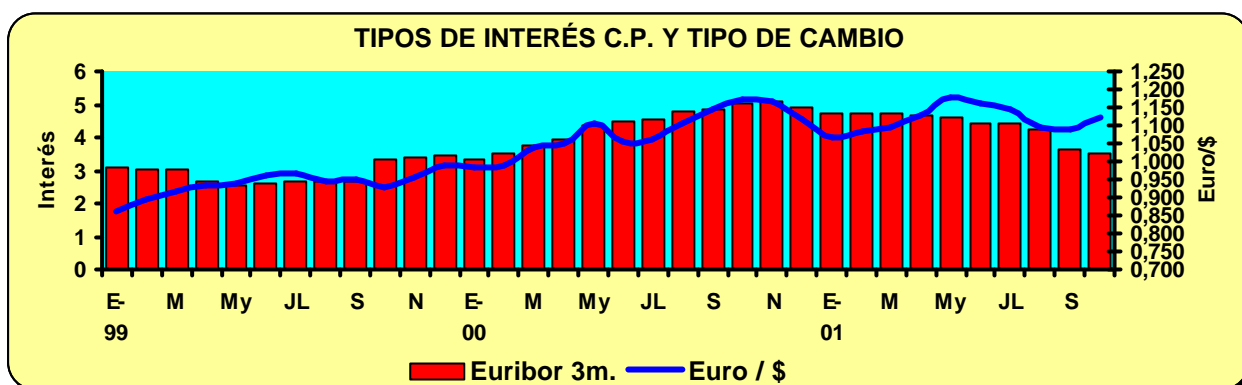


Fuente: CEPREDE. Noviembre 2001.

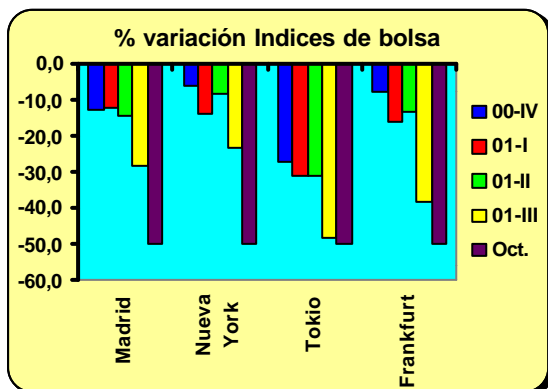
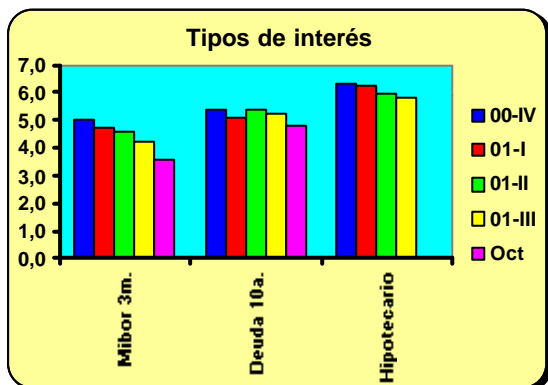
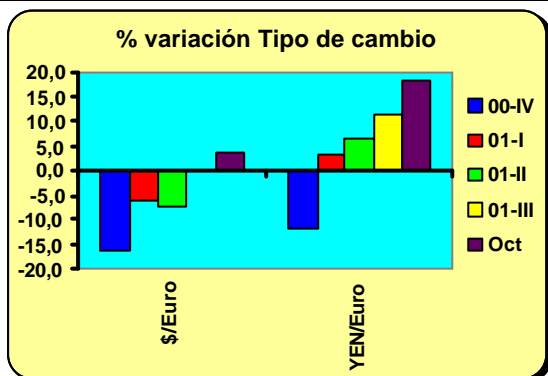
La mayor flexibilidad de los mercados americanos contribuye a acentuar en mayor medida las fluctuaciones cíclicas.

Sección III.- TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS DE CAMBIO.

III.1.- SITUACIÓN ACTUAL



El Euro sigue sin convencer a los mercados y mantiene su cotización en torno a los noventa centavos de dólar a pesar del aumento de la rentabilidad relativa de los activos fijos denominados en la divisa europea.



Tipos de Cambio	Nov.01	% cto. En	
	Dato	1 Año	1 Mes
\$/Euro	0,897	4,8	-0,8
Y / Euro	108,25	16,0	-1,9
Libra E./Euro	0,613	2,1	-1,4
Franco Sz./Euro	1,468	-3,6	0,0
Pta /\$	185,4	-4,6	0,8

- La leve recuperación del Euro experimentada durante el mes de octubre no parece ser una señal clara de inicio de un proceso de reactivación de la divisa europea, que se resiste a acercarse claramente hacia la paridad.

Tipos de Interés	Dato	Hace...		Mdo. Futuros A 3 m.
		1 Año	1 Mes	
Nov. 2001				
Interb. 3 m.	3,31	5,03	3,60	3,16
Letras 1 año	2,89	5,03	3,23	-
Deuda 10 a.	4,58	5,57	4,98	4,77
Hipotecario (1)	5,70	5,70	5,77	-
Difer.LP-C.P	1,27	0,54	1,38	-

(1) Tipo medio conjunto de entidades de crédito..

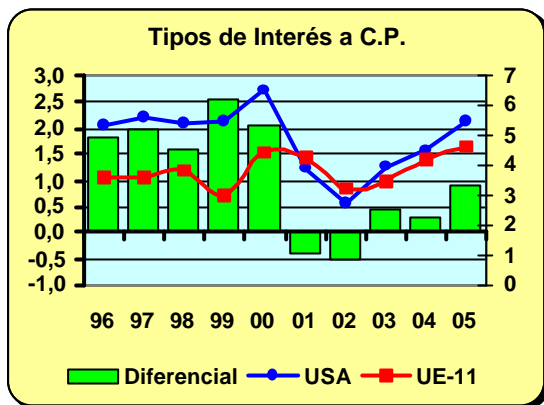
(2) Diferencial tipo interbancario a 3 meses y Deuda 10 años.

- La reducción en los tipos de intervención del BCE se dejará notar durante los próximos meses en los tipos de largo plazo, aliviando así la carga financiera de las posiciones deudoras.

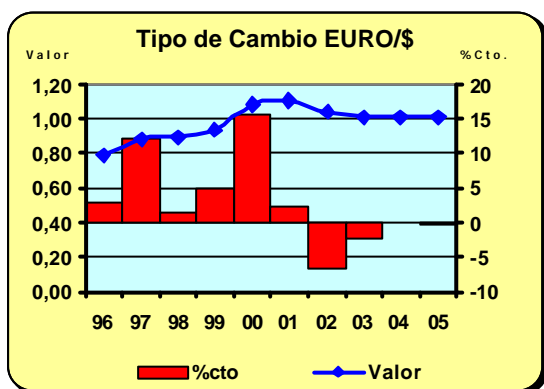
Índices de Bolsa	Porcentaje de cambio en...	
	Semana	Acum. Año
Francfort	6,6	-24,4
Madrid	4,3	-9,6
N. York	5,3	-11,4
Tokio	-0,8	-25,4

7 de Noviembre de 2001

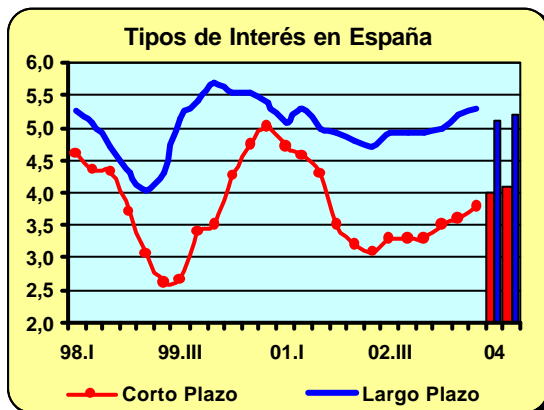
III.2.- PERSPECTIVAS A CORTO Y MEDIO PLAZO



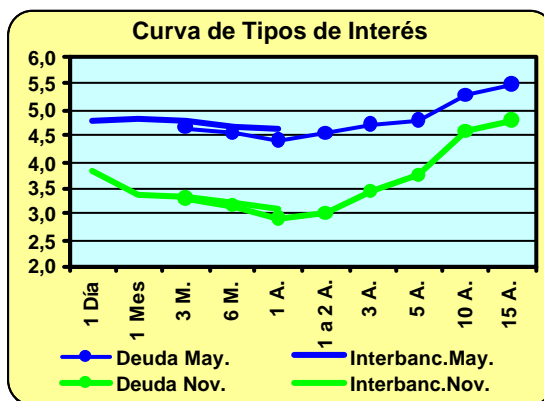
- La desaceleración del crecimiento económico ha provocado una drástica caída en los tipos de interés americanos, secundada, parcialmente por el resto de economías desarrolladas. Esta reducción en los tipos de interés americanos se prolongará, al menos, hasta la segunda mitad del próximo año, manteniéndose diferenciales negativos de tipos a corto plazo frente a Europa durante el bienio 2001-2002. A medio plazo, se prevé una recuperación, tanto de los niveles, como del diferencial, que tenderá a situar los tipos a corto ligeramente por encima del 5% a finales del horizonte de predicción.



- En el escenario básico no se prevé una recuperación significativa del euro, al menos a corto plazo, manteniéndose por debajo de la paridad casi hasta finales del horizonte de predicción. Tal como adelantábamos en el apartado anterior, la fuerte resistencia que ha mostrado la divisa americana ante la caída de las perspectivas de crecimiento y la reducción en el diferencial de tipos de interés, nos lleva a plantear un escenario de sostenimiento del tipo de cambio del dólar que, una vez superada la crisis, podría incluso apreciarse ligeramente si, tal como parece, la economía americana recupera una mayor dinámica que la europea.



- Los tipos a corto plazo continuarán su senda de descenso mientras se mantenga la atonía de la actividad económica y se vayan consolidando los procesos de contención de precios. Así, nuestra solución básica contempla unos tipos de interés por debajo del 3,5% hasta finales del próximo año, donde iniciarían una senda de recuperación que los llevaría hasta el entorno del 4% a finales del horizonte de predicción. En los tipos a largo plazo, la contención será bastante más reducida, alcanzando un mínimo en torno al 4,5% y repuntando hacia niveles algo superiores al 5% a partir del 2004.



- La curva de tipos de interés ha sufrido un desplazamiento a la baja superior al 1%, para todos los plazos inferiores a los 10 años, con respecto a los niveles que presentaba hace seis meses. Este desplazamiento de la curva se hace especialmente significativo en los plazos entre 1 y 2 años, presentando una pendiente negativa precisamente hasta este punto, por lo que podemos interpretar que los mercados están adelantando una situación de bajos tipos de interés que se prolongaría, al menos hasta finales del próximo año.

III.3.- ALTERNATIVAS Y REVISIONES DE LA PREDICCIÓN

Predicciones alternativas tipos de interés					
		Tipo. CP		Tipo LP	
Fuente	Fecha	Ene'02	Oct'02	Ene'02	Oct'02
La Caixa	oct-01	2,7	3,4	4,7	5,3
Banesto	oct-01	2,9	2,7	5,0	5,3
Morgan Stan.	oct-01	2,9	2,9	5,1	5,4
UBS	oct-01	3,1	3,2	4,8	5,1
Consensus	oct-01	3,3	3,5	5,0	5,4
I.E.E	oct-01	3,4	3,7	5,0	5,5
CEPREDE	oct-01	3,4	4,0	5,0	5,3
I.C.O.	oct-01	3,5	3,8	5,3	5,7
Goldman S.	oct-01	3,5	3,8	5,3	5,7
FUNCAS	oct-01	3,6	3,6	5,2	5,5
BBVA	oct-01	3,6	4,1	5,1	5,3
Media		3,3	3,5	5,0	5,4
	Máximo	3,6	4,1	5,3	5,7
	Mínimo	2,7	2,7	4,7	5,1

- Las sucesivas reducciones de tipos de interés implementadas por los principales bancos centrales de los países desarrollados han forzado una rebaja en las expectativas de evolución de tipos de interés, tanto para finales del presente año, como para el 2002.

- Incluso las estimaciones aquí recogidas podrían resultar ligeramente elevadas, ya que fueron realizadas con anterioridad a los últimos movimientos a la baja realizados por la Reserva Federal y secundados por el B.C.E. y el Banco de Inglaterra.

- Si comparamos la reducción de previsiones efectuada sobre los tipos a corto plazo y los de largo, comprobaremos que la primera es, significativamente, más elevada por lo que podemos deducir que los analistas valoran como transitoria la situación actual de tipos a corto plazo.

Respecto a nuestras propias estimaciones, se registra igualmente una reducción en las predicciones de tipos de interés medios, muy leve para el presente año 2001, y bastante más acusada para el 2002.

Esta disminución en los valores estimados para los tipos de interés se concentra especialmente en los tipos a corto plazo, donde la previsión para el 2002 se sitúa ahora en el 3,2% frente al 4,4% que presentábamos en Mayo; mientras que los tipos a largo plazo se habrían reducido únicamente en 0,2 puntos para dicho año, dado que compartimos el diagnóstico de transitoriedad al que hacíamos referencia en los párrafos precedentes.

	Datos para 2001 en:					Datos para 2002 en:				
	Nv-99	My-00	Nv-00	My-01	Nv-01	Nv-99	My-00	Nv-00	My-01	Nv-01
T.C. EURO / \$	0,88	0,88	1,04	1,09	1,11	0,88	0,82	0,960	1,00	1,04
Euribor 3 Meses	4,0	4,4	5,1	4,4	4,3	4,2	4,0	4,7	4,4	3,2
Letras Tesoro 1 Año	3,9	4,2	5,1	4,5	4,3	4,0	3,9	4,8	4,5	3,8
Crédito Bancario LP	6,5	7,7	6,3	5,8	5,8	6,9	8,1	6,5	6,0	5,6
Rendimiento Deuda	5,4	5,7	5,4	5,5	5,1	5,5	5,8	5,3	5,0	4,8

A nivel internacional se reproducen los patrones de revisión de expectativas que recogíamos para el caso español, con escasas modificaciones en los tipos a largo plazo y nuevos deslizamientos a la baja en las perspectivas de cotización de la divisa europea.

Revisión media		UE-11	USA	Japón	R.Unido
% variación tipo de cambio	2001	-2,2		-3,4	0,1
Moneda / \$	2002	-2,5		4,7	-2,4
Tipo de interés a C.P.	2001	-0,1	-0,2	0,3	0,1
	2002	0,0	0,0	0,2	0,2

Revisión a la baja de las predicciones de los tipos de interés a corto plazo, que no se reproduce en los tipos a largo, y nuevos deslizamientos, también a la baja, en las previsiones de cotización del Euro.

III.4.- CONDICIONANTES Y RIESGOS DE LA PREDICCIÓN

A.- INTRODUCCIÓN

El once de setiembre ha supuesto, también, un punto de inflexión en las políticas monetarias aplicadas por los Bancos Centrales, no ya en lo que se refiere a su dirección sino en lo referente a los objetivos en los que centrar la atención. Digamos que tras la preocupación por una ralentización económica basada en la caída de los factores productivos, las tornas han girado hacia el miedo a un shock de demanda producto de la incertidumbre generada tras los acontecimientos desastados en esa terrible fecha.

Tras ellos, tres conceptos subyacentes al proceso de globalización que estábamos viviendo se han visto afectados sustancialmente: el proceso de internacionalización empresarial determinada por las economías de escala y de proximidad de las transacciones económicas, la movilidad de capitales, mercancías y personas y, por último, la seguridad como condición necesaria para que se puedan desarrollar las transacciones económicas. En primer lugar, la incertidumbre lleva a las empresas a reorientar su estrategia internacional hacia el ámbito doméstico. En segundo lugar, eleva los costes de asegurar y vigilar los transportes de mercancías o personas desincentivando las transacciones internacionales y, por último, un aumento de la aversión al riesgo supone un descenso de los flujos de fondos internacionales con el coste que esto conlleva para los países cuyo desarrollo depende de la recepción de dichos fondos.

La combinación de estos tres factores con una reducción de la confianza de los agentes, convertiría el inicial shock de demanda en una perturbación de oferta para cuya resolución serían ineficaces políticas de demanda, fiscales o monetarias, siendo necesarias políticas estructurales de diseño más costoso, puesta en práctica más lenta y menor efectividad a corto plazo, con lo que la crisis sería más duradera. De ahí que uno de los condicionantes para que la situación no revierta hacia una crisis de largo alcance temporal es la pronta restitución de la confianza de empresarios, consumidores e inversores.

Para ello es necesario que, en el ámbito económico global, los gobernantes mundiales muestren una clara decisión a avanzar por el camino de la liberalización de los intercambios y en el ámbito particular de las políticas monetarias, que los mercados observen en los Bancos Centrales una actitud firme y decidida de adoptar con rapidez las medidas necesarias para combatir las posibles faltas de liquidez del sistema inyectando los fondos que sean necesarios y a precios adecuados a la situación de cada momento. Así la positiva reacción de los mercados financieros ante la actuación concertada de los Bancos Centrales el pasado 17 de Septiembre y el desconcierto de los mismos ante la falta de consenso en la pasada cumbre de Gante entre los gobernantes de Europa y el BCE.

Mientras que en EE.UU. la imagen que trasciende es la de que todos los agentes aúnan sus esfuerzos ante el principal reto económico de funcionar con normalidad a pesar de estar sometidos a la presión del terror, la UEM transmite su incapacidad para resolver sus diferencias internas y elaborar una política común. Mientras que Greenspan en su comparecencia ante el Comité Económico del Congreso es capaz de transmitir tranquilidad aún con un discurso basado en que lo único cierto en la actualidad es la incertidumbre y la falta de experiencias a las que echar mano para imaginar cómo pueden comportarse los mercados en una situación así, el veto de Duisenberg a una resolución del Consejo Europeo en la que pedían al BCE una rebaja de tipos, profundiza la falta de credibilidad de los mercados en la capacidad de las instituciones europeas para resolver la crisis.

En resumen, tras la agradable sorpresa inicial que, para los mercados, supuso la rápida acción concertada de los Bancos Centrales, el posterior devenir de los hechos ha incrementado la confianza en la capacidad de reacción de la Reserva Federal y en su buen hacer, mientras que ha dado una mayor notoriedad a las carencias públicas del BCE, acrecentando las dudas sobre su capacidad e independencia de los otros poderes.

B.- ANTECEDENTES

Decíamos en nuestro anterior informe semestral (Mayo 2001) que: "La fuerte y continuada reducción de tipos de interés efectuada por EE.UU. y el diferencial de precios existente frente a la UEM todavía no han tenido traslado a la cotización del euro frente al dólar. Con las tradicionales teorías explicativas del tipo de cambio en la mano, este comportamiento resulta inexplicable entre dos monedas respaldadas por dos economías del tamaño de las contempladas y lleva a pensar que los mercados financieros no consideran a la economía europea capaz de tomar el relevo como locomotora del crecimiento mundial." Esta situación, lejos de revertir en los meses transcurridos desde entonces, ha empeorado.

Cuando escribíamos lo anterior, la previsión de crecimiento de la economía americana para el presente año se había reducido a la mitad frente a lo estimado seis meses antes (desde el 3,3% de los informes de otoño del 2000, hasta el 1,6% que se manejaba en esas fechas). Sin embargo, para la zona euro las estimaciones hablaban de una reducción mucho menor: siete décimas, desde el 3,3% anterior hasta el 2,6%. Mientras, la previsión de inflación se mantenía invariable (2,6%) para EE.UU. y se incrementaba ligeramente (del 2,1% al 2,3%) para la zona euro. Es decir, todavía se confiaba en una cierta capacidad por parte de la economía europea para sustraerse al declive del crecimiento americano, ya que no para tomarle el relevo como motor de la actividad mundial, con el añadido de que no se vislumbraban tensiones de precios .

Esa situación se plasmaba con un diferencial en los tipos de interés de referencia de medio punto porcentual favorable a la UEM y un tipo de cambio del euro frente al dólar incapaz de sostenerse en los 0,90 usd/euro. Además, al 4,00 de los tipos de la FED se había llegado tras rápidas, fuertes y sucesivas reducciones, tomadas incluso fuera del FOMC, desde las cotas del 6,50% en que se movían a principios de año, que llevaban a pensar en que se había tocado suelo, salva parte de alguna reducción adicional tomada de forma coyuntural. Mientras, el BCE acababa de reducir en un cuarto de punto los tipos que mantenía invariados en el 4,75% desde seis meses antes.

Los flujos de capital seguían teniendo como referente principal al dólar de forma que, incluso, en las operaciones lideradas por empresas europeas se obviaba al euro buscando las mejores condiciones ofrecidas por la divisa americana en cuanto a primas de riesgo y facilidades de colocación de las emisiones.

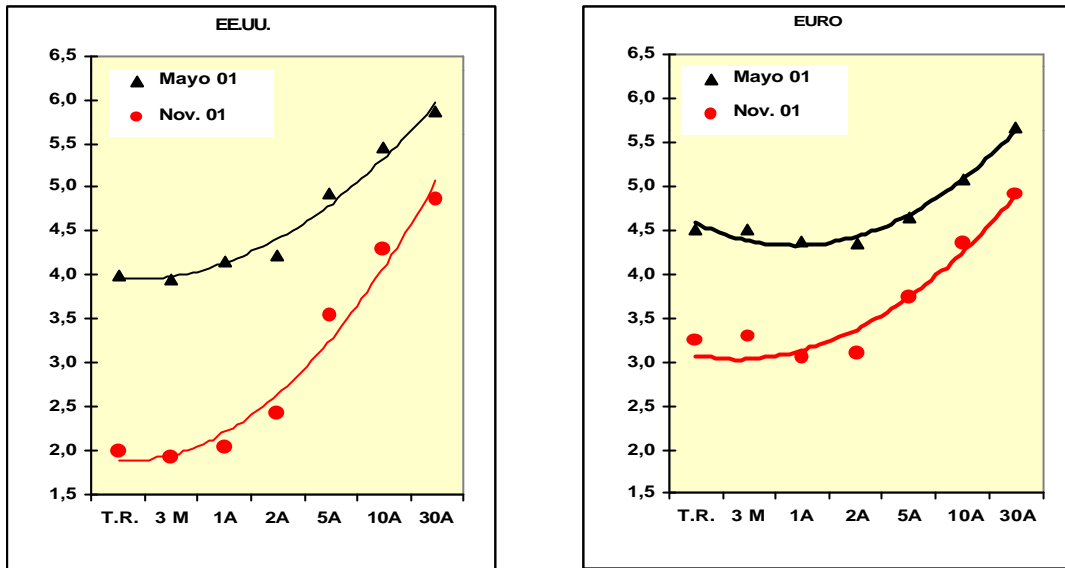
C.- SITUACIÓN ACTUAL

Pues bien, transcurridos seis meses desde entonces, lo único que permanece es: los mismos niveles en el tipo de cambio del euro y la dirección de los flujos de capitales. La economía americana se considera actualmente entrando técnicamente en recesión frente a estimaciones de crecimiento de la zona euro que rondan el 1,5% para el 2001. La inflación se sabe controlada y reduciendo sus tasas hacia valores por debajo del 2,5% en EE.UU. y acercándose al objetivo del 2,0% en la UEM. Los niveles de actividad y confianza son mucho más bajos y las expectativas a futuro están dominadas por mayor número y más intensas incertidumbres

Con ese panorama, EE.UU. tiene el precio del dinero (2,0%) dando lugar a tipos de interés reales negativos mientras que el BCE, a pesar de la reducción de tipos concertada, ha ampliado su diferencial con EE.UU. hasta el actual 1,25%. Además en EE.UU. se muestran abiertos a posibles nuevas reducciones frente a la resistencia a hacerlo en la zona euro. Las curvas de contado han adquirido una pronunciada pendiente frente al aplanamiento esperado hace seis meses. Este movimiento se ha producido en ambas zonas (ver gráfico VII.1.), pero ha tenido mucha mayor virulencia en EE.UU. Aún así, todavía los plazos cortos de las curvas, adelantan expectativas de próximos recortes en los tipos oficiales para ambas zonas y no sólo en la zona euro, en dónde el tramo recorrido ha sido mucho menor.

Gráfico VII.1.

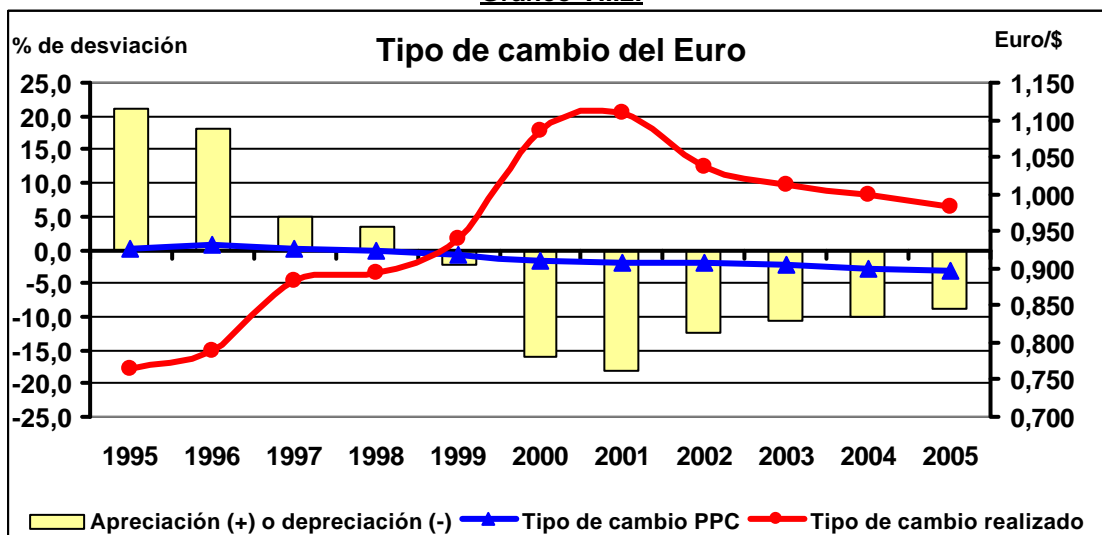
Dinámica de las curvas de contado en el último semestre



Pues bien, aún con la ampliación del diferencial de tipos de interés a favor del euro y las expectativas de los mercados de nuevos recortes, el tipo de cambio del euro es incapaz de superar de forma estable niveles de 0,90 frente al dólar.

Todo certifica la desconfianza de los mercados hacia la zona euro, tanto hacia la capacidad de su economía para sustraerse a las dificultades de la americana, como hacia la capacidad de sus autoridades para resolver de forma eficaz el desorden que sus encontrados intereses hacen patente.

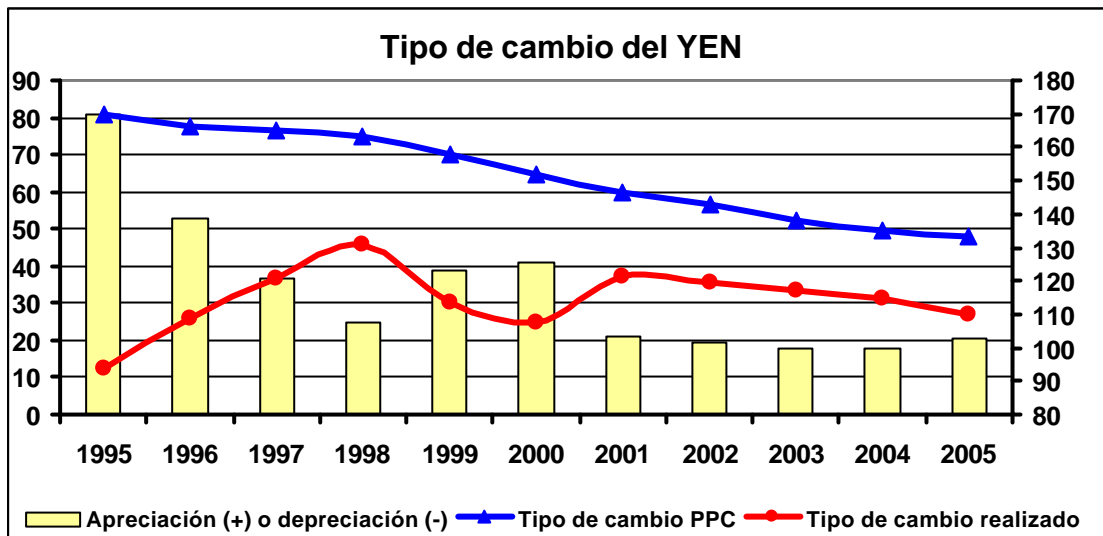
Gráfico VII.2.



En cuanto a la tercera base en la que se asienta el equilibrio mundial, Japón, sigue presentando los mismos referentes que hace seis meses en tipos de interés y de cambio, ilustrando la difícil situación que atraviesa su economía desde hace unos años en que viene bordeando la recesión y con una deflación que ha impedido que las medidas que se han venido adoptando, hayan producido los efectos

deseados con su aplicación. Con el margen de maniobra de la política monetaria agotado y sin que la política fiscal haya resultado eficaz con los sucesivos planes expansivos la solución pasa por la adopción de medidas estructurales que tan sólo un gobierno fuerte puede llevar a cabo.

Gráfico VII.3.



El resultado de las pasadas elecciones generales lleva a pensar en que existe dicha posibilidad. La cuestión es que, en el mejor de los casos, las medidas tardarán varios años en producir efectos que lleven a Japón al lugar económico que por su potencial le corresponde y, en consecuencia, los mercados seguirán sin contar con aquella economía como posible relevo a la hora de actuar de locomotora del crecimiento mundial.

En conclusión, en momentos de incertidumbre como los actuales los capitales no encuentran áreas geográficas que sustituyan a EE.UU. como destino de sus inversiones. A la baja rentabilidad obtenida se contraponen una mayor seguridad y esto en momentos de fuerte aversión al riesgo como los actuales es determinante a la hora de elegir destino para los mismos. Otra cosa es que dentro del mismo área geográfica sí se producen fuertes movimientos desde los mercados más volátiles hacia los de menor riesgo.

Esto se ha reflejado en la salida de fondos desde los mercados de renta variable hacia productos ligados a la renta fija y, más en concreto, hacia los Fed funds. Pero en lo referente a la inversión en el exterior, según las últimas previsiones de la Conferencia de las Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo (UNCTAD), la inversión extranjera directa pasará de alcanzar cotas históricas en el 2000 a registrar, este año, descensos que para la inversión procedente del Primer Mundo llega a un 49% (510 mil millones de dólares estimados para 2001 frente al billón alcanzado en 2000) y se estima en un 40% para el total mundial.

D.- ESCENARIOS CONTEMPLADOS

Dentro de los escenarios que manejamos, el que consideramos más probable, lleva a pensar en unos niveles de inflación al cierre de año ligeramente por debajo del 2,5% en EE.UU. y algo menos, 2,2 – 2,3%, para la UEM, para seguir reduciéndose en ambos casos durante el año próximo. Un segundo escenario, en el que se prolonga la incertidumbre, lleva aparejadas tensiones inflacionistas de la mano de alzas de los precios de los crudos, complicando el panorama al convivir con políticas monetarias laxas.

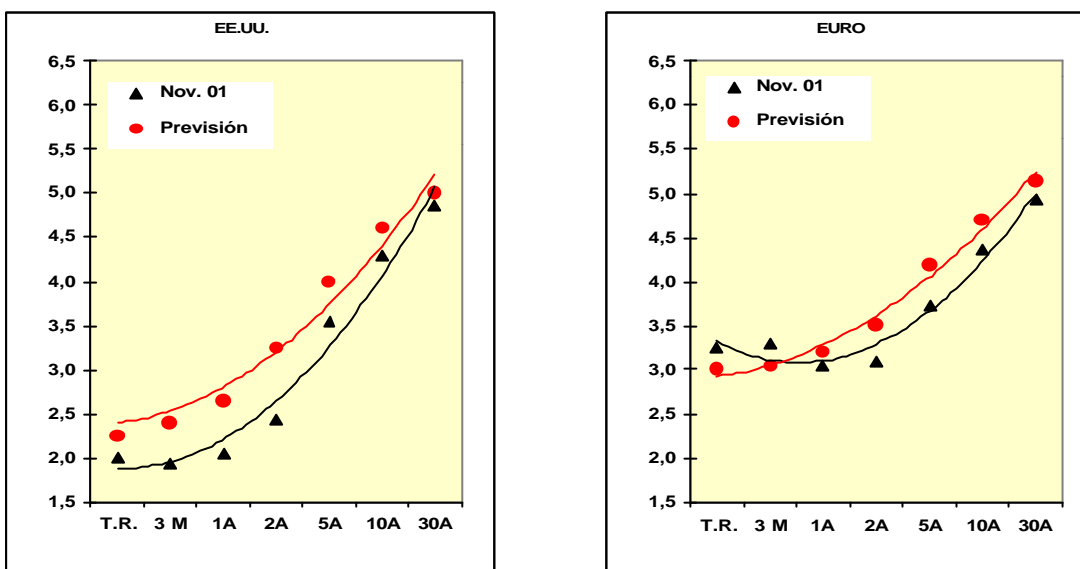
Ahora bien, es el escenario que consideramos como más improbable el que conlleva el mayor riesgo, al introducir con el derrumbe de la confianza de consumidores e inversores la amenaza del fantasma deflacionario en el futuro. Dado que de los posibles riesgos referidos es éste de la deflación el de consecuencias más indeseables y de más difícil solución, no nos cabe la menor duda de que los

bancos centrales van a seguir en la línea emprendida tomando todas las medidas que consideren necesarias para mantener la confianza de los agentes económicos.

En el escenario básico, el que consideramos más probable, pensamos en un cierre de año con los tipos al 2,0%, nivel que se mantendría durante los primeros meses del año para empezar a repuntar a finales del primer semestre del 2002. Estas expectativas quedan reflejadas en los tramos cortos de la curva de contado (primera parte del gráfico VII.4.) **Ahora bien, con este panorama de incertidumbres, la Reserva Federal puede verse obligada a reducir los tipos de referencia incluso, provisionalmente, por debajo de los niveles que la propia Fed considera como adecuados, dando lugar al mantenimiento de tipos reales negativos.**

Gráfico VII.4.

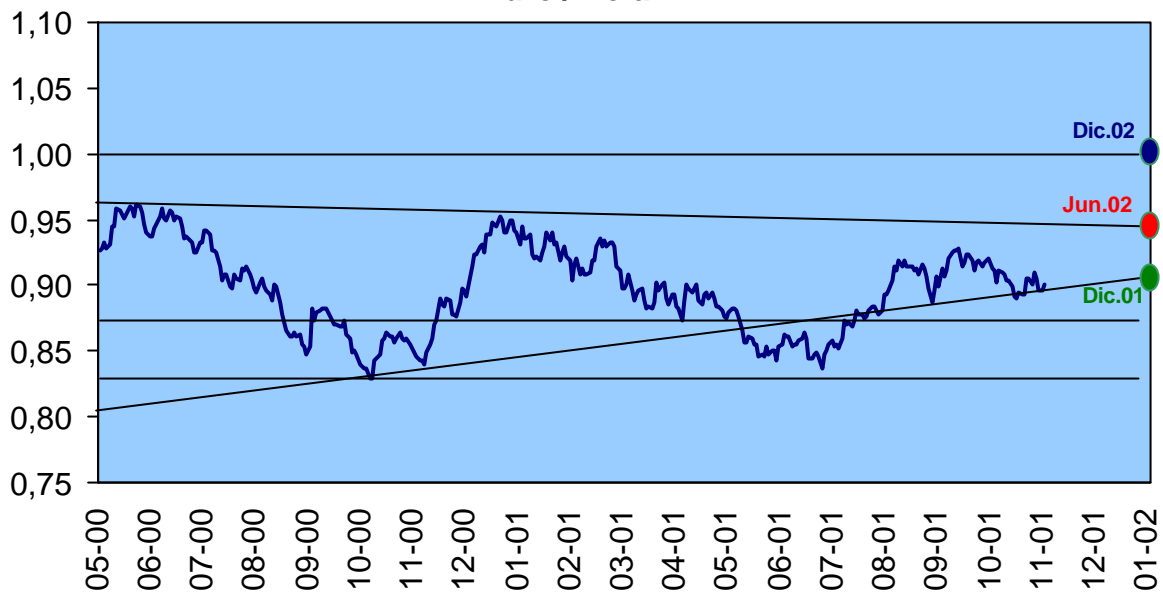
Dinámica de las curvas de contado a seis meses vista



En el caso de la UEM, la acción concertada no tiene por que llevarle a reducciones de tipos tan drásticas. Así pensamos en el 3,0% como en el límite inferior del tipo de referencia del BCE para finales de año. Si bien no descartamos la posibilidad de recortes por debajo de ese 3,0% en los primeros meses del año 2002 en el peor de los escenarios, vemos este nivel como el más probable en el que se mantendría hasta finales del verano, fechas en que empezaría a repuntar. Este movimiento se refleja en la curva de contado (segunda parte del gráfico VII.4.) en el aplanamiento esperado en la misma como resultado del movimiento de los plazos más cortos.

Dentro de este marco de referencia parece claro que **no existen indicios que lleven a pensar en cambios próximos en la evolución de los tipos de cambio. Tan sólo el nacimiento físico de el euro a principios de año puede tener algún efecto positivo para nuestra divisa común.** Pensamos que mientras permanezcan las incertidumbres actuales, el euro se mantendrá en su banda actual entre los 0,90 y 0,92 dólares por euro, para ir, después, repuntando poco a poco en la misma medida que vaya aumentando la confianza de los mercados hacia su potencial como moneda de recambio para el dólar en las transacciones internacionales. Estimamos que este movimiento le debería llevar a superar la resistencia del 0,95 dentro de seis meses camino de la paridad con el dólar que, en el mejor de los casos, pensamos alcanzaría a finales del próximo año, lo cual supone un desfase de seis meses sobre nuestra previsión anterior.

Gráfico VII.5.
Euro / Dolar



F.- CONCLUSIÓN

Antes del 11 de septiembre la coyuntura ya era mala. Las bolsas de valores habían perdido en promedio un 50% de su valor desde el 14 de abril de 2000, fecha en que se invirtió la tendencia. Es cierto que el hecho de que las pérdidas se hubieran expandido tanto en el tiempo había eliminado la sensación de crash, a diferencia de 1929 o 1987, pero el efecto riqueza se ha reducido mucho más en esta ocasión. Además, antes de la fecha de los atentados, los resultados empresariales que se iban conociendo desprendían fuertes dosis de pesimismo: o bien eran menores de lo previsto o directamente eran negativos, con lo que ello suponía de reducción de la inversión y de despidos masivos.

Ocurridos los atentados e iniciadas las represalias militares en Afganistán la economía ha recibido fuertes estímulos con los que no contaba antes. Los Bancos Centrales han bajado los tipos, EE.UU. ha aplicado el 1% de su PIB para reconstrucción, lucha contra el terrorismo y ayudas a las empresas en crisis, tal como las compañías aéreas. Francia se dispone a aplicar un plan de expansión de la demanda para luchar contra el estancamiento. Y, lo que es más importante, los inversores detectan que no se ha acabado el recorrido bajista de los tipos de interés ni de los estímulos presupuestarios. **Si la actividad desciende más, se producirán nuevas bajadas de tipos, nuevos recortes de impuestos y, al final llegará la recuperación. En otras palabras, se vislumbra una oportunidad de encauzar la economía hacia bases más sólidas que las de la recesión latente anterior al 11 de septiembre.**

En otras palabras, la desaceleración se ha hecho más pronunciada en su cuenta abajo, pero también puede ser más corta en su desarrollo temporal con lo que estaríamos asistiendo a recorridos alcistas en los tipos de referencia de los Bancos Centrales en el segundo semestre del año 2002 con un lag de tres meses en la zona euro frente a EE.UU. Éste sería nuestro escenario básico (recogido en el cuadro VII.1.) y, en él, estaríamos contemplando una recuperación del euro que le llevaría a alcanzar la paridad con el dólar a finales de ese año, con lo que el retraso frente a lo previsto en nuestra anterior Junta tan sólo habría sido de seis meses. El resto de escenarios, en la medida en que dependen de una evolución de los acontecimientos que se escapan en sus causas determinantes a la lógica económica, nos resultan prácticamente impredecibles salvo en la cantidad de incertidumbre que añaden, y ésta es mucha.

Cuadro VII.1.**Tablas de previsiones****Tipos oficiales**

	12-nov	2º Trim.2002	4º Trim 2002
EE.UU.	2,00	2,25	3,25
Japón	0,10	0,10	0,20
Euro	3,25	3,00	3,25

Tipos 10 Años

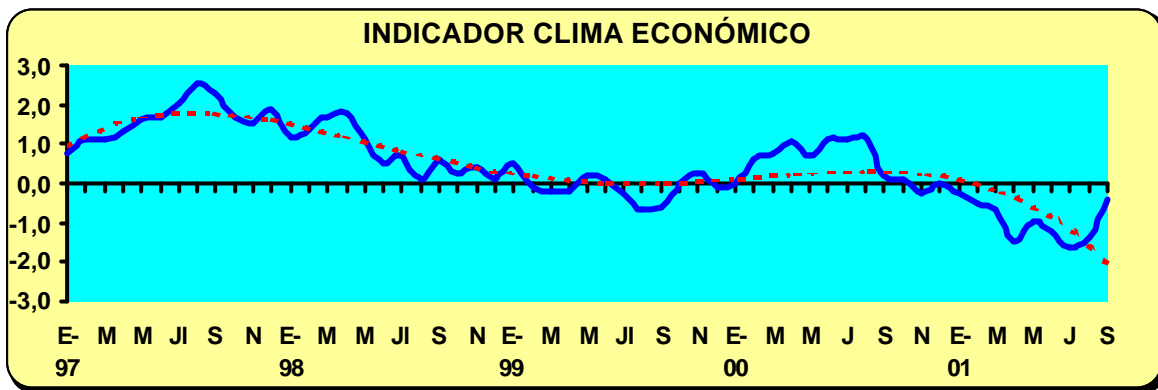
	12-nov	2º Trim.2002	4º Trim 2002
EE.UU.	4,30	4,60	5,00
Japón	1,20	1,30	1,60
Euro	4,35	4,70	4,90

Tipos de cambio

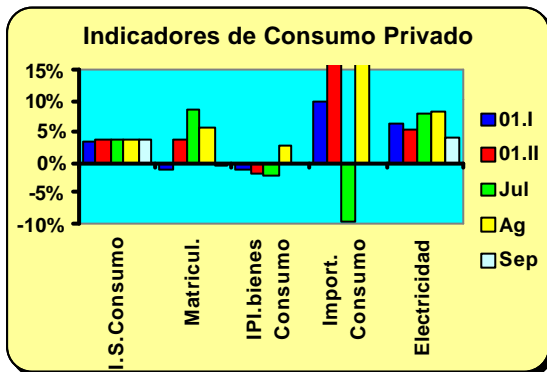
	12-nov	2º Trim.2002	4º Trim 2002
Dólar/Euro	0,90	0,95	0,99
Yen/Euro	108,63	114,29	116,52
Yen/Dólar	120,70	120,30	117,70

Sección IV.- CRECIMIENTO.

IV.1.- SITUACIÓN ACTUAL

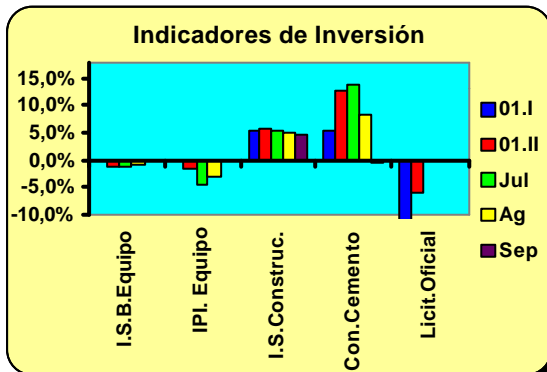


El Indicador Sintético de Clima Económico presenta un perfil continuado de deterioro, y el repunte parcial de septiembre se debe únicamente al efecto comparativo con el año anterior.



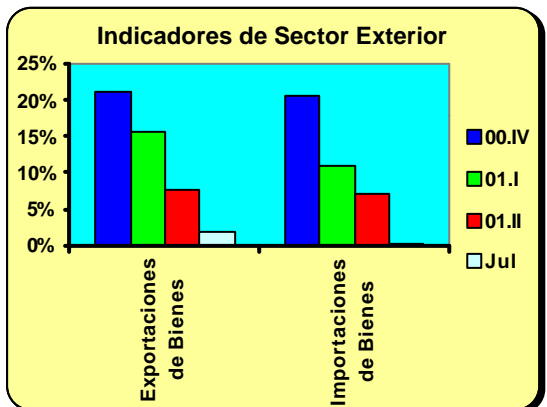
Fuente	UDD	Cto.	AA	
I.S. Consumo	Sep-01	3,4	3,5	
Matri. Turismos	Oct-01	11,7	3,4	
IPI B. Consumo	Ago-01	2,7	-1,2	
Import. Consumo.	Ago-01	17,8	10,2	
Cons. Electricidad.	Sep-01	4,3	6,2	
	UDD	Hoy	1 Mes	1 Año
I. Conf. Consumidor	Sep-01	-3	-4	-1

• El indicador sintético de consumo presenta un perfil bastante estable a lo largo del año, sin que se aprecien síntomas de una fuerte paralización de esta magnitud.



Fuente	UDD	Cto.	AA
I.S. B. Equipo	Sep-01	0,0	-0,8
IPI Equipo	Ago-01	-0,3	-1,4
I.S. Construcción	Sep-01	4,7	5,4
Afil. Reg. Construc.	Jul-01	7,1	8,2
Cons. Cemento.	Sep-01	-0,3	8,9
Licitación Oficial	Ago-01	-30,6	-6,4

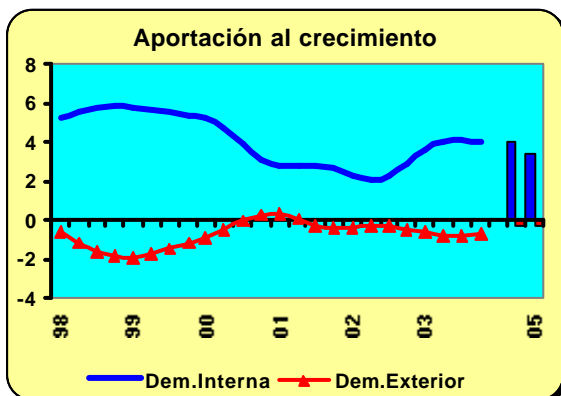
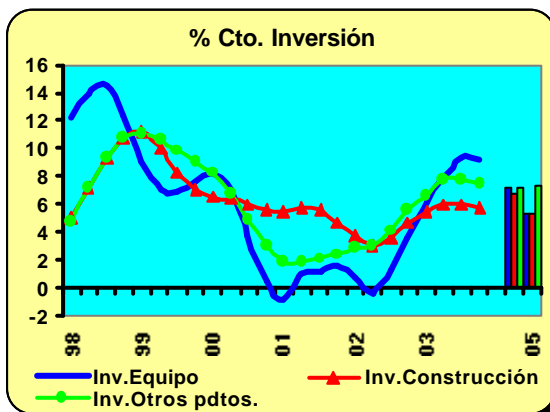
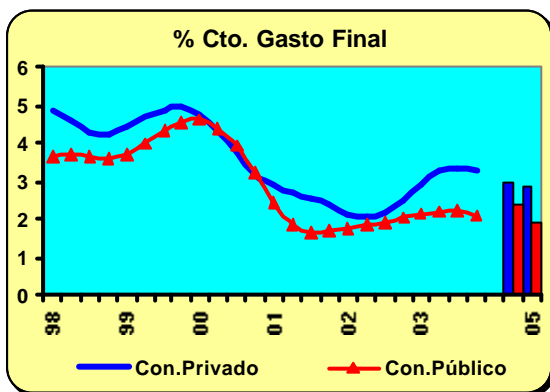
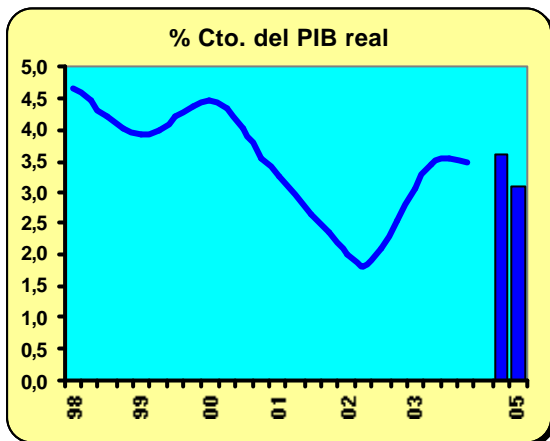
• Mientras los indicadores de construcción siguen mostrando una cierta fortaleza, aunque con suave desaceleración, los relativos a la inversión en equipo mantienen tasas negativas a lo largo de todo el año.



Fuente	UDD	Cto.	AA
Exp. Tot. Mercanc.	jul-01	1,9	10,0
Imp. Tot. Mercanc.	jul-01	0,2	7,6
Ing. Turismo	jul-01	17,1	13,1
Pagos turismo	jul-01	12,1	16,1
Ing. Otros Servicios	jul-01	15,5	14,0
Pag. Otros Servicios.	jul-01	9,9	10,5

• El sector exterior es el principal exponente del ambiente de crisis que se respira a nivel internacional, presentando un perfil claramente decreciente a lo largo de todo el año.

IV.2.- PERSPECTIVAS A CORTO Y MEDIO PLAZO



- En el escenario básico las tasas de crecimiento del PIB real se irían desacelerando progresivamente hasta alcanzar un mínimo del 1,8% en el segundo trimestre del 2002. A partir de este punto se iniciaría un proceso de recuperación que elevaría las tasas de crecimiento hasta el entorno del 3,5% a finales del año siguiente.

Considerando la evolución estimada para el conjunto de la Unión Europea, España aumentaría ligeramente su diferencial de crecimiento durante el bienio 2001-2002 y se iría amortiguando progresivamente a medida que avanzamos en el horizonte de predicción.

- El consumo privado irá perdiendo dinámica a medida que se frene el proceso de creación de empleo y desaparezcan los efectos adicionales de la afloración de dinero negro. Los datos de consumo privado disponibles para el presente año 2001 no parecen haber reaccionado suficientemente a la contención en los ritmos de creación de empleo, hecho que vendría provocado por la afloración de dinero negro ante el inminente cambio de moneda. Una vez desaparecido este efecto, sólo quedaría la reducción de los tipos de interés para compensar la contención de rentas salariales derivadas del proceso de desaceleración cíclica.

- Al igual que el consumo, la inversión en construcción está viéndose beneficiada por el aumento de liquidez inducido por el cambio de moneda; mientras que la inversión en equipo, aunque con repuntes coyunturales refleja la fuerte caída de las expectativas de crecimiento. La inercia de la inversión en construcción evitará un mayor desplome en las tasas de crecimiento del PIB real, ya que mantendrá su aportación al crecimiento al menos hasta finales del próximo año. Por su parte, la componente de equipo, habría visto truncada su incipiente recuperación a raíz de los acontecimientos posteriores al verano y retrasaría su despegue hasta la segunda mitad del próximo año.

- El conjunto de la demanda interna mantendría un perfil bastante estable hasta la entrada en vigor del euro, como consecuencia de los citados efectos expansivos sobre el consumo privado y la construcción; mientras que la aportación neta del sector exterior se iría reduciendo en paralelo con la caída de nuestras exportaciones. A medio plazo, el aumento de importaciones derivado de la recuperación de la demanda interna se vería compensado, en parte, por la mayor dinámica exportadora.

IV.3.- ALTERNATIVAS Y REVISIONES DE LA PREDICCIÓN

Predicciones alternativas Cto. P.I.B.			
Fuente	Fecha	2001	2002
UBS	oct-01	2,5	2,0
FUNCAS	oct-01	2,5	2,3
Univ. Carlos III	oct-01	2,6	1,9
Goldman Sachs	oct-01	2,7	2,0
The Economist	oct-01	2,7	2,0
Consensus	oct-01	2,7	2,3
La Caixa	oct-01	2,7	2,4
I.E.E.	oct-01	2,7	2,5
F.M.I.	oct-01	2,7	2,8
Inst. Cdto. Oficial	oct-01	2,7	2,8
CEPREDE	oct-01	2,8	2,1
BBVA	oct-01	2,8	2,5
Banesto	oct-01	2,8	2,7
OCDE	may-01	2,9	2,9
P.G.E.	oct-01	3,0	2,9
C. Europea	Pri-01	3,2	3,3
Media		2,7	2,3
Máximo		3,0	2,9
Mínimo		2,5	1,9

• Aún considerando únicamente las predicciones realizadas más recientemente, el rango de estimaciones es bastante elevado, tanto para el presente año 2001, (0,5 puntos), como para el 2002, (1,0); lo que nos da una idea del elevado nivel de incertidumbre que también está afectando a la economía española.

• Frente a las perspectivas que se adelantaban hace seis meses, se detecta una revisión a la baja de algo menos de medio punto para el presente año y casi un 1% para el 2002. Estas cifras de revisión, son similares a las registradas en el conjunto de la Unión Europea para el presente año, si bien, para el 2002, son bastante inferiores, por lo que podríamos deducir un cierto fenómeno de inmunidad relativa de la economía española, similar al que veíamos para el conjunto de la U.E. con respecto a los Estados Unidos.

En línea con el resto de instituciones, CEPREDE, ha revisado a la baja las perspectivas de crecimiento del PIB en un 0,4% para el 2001 y en el 1,2% para el 2002; si bien, esta revisión no es homogénea entre todos los componentes de la demanda agregada, y se concentra especialmente en las magnitudes de la demanda exterior, con una revisión a la baja de las exportaciones de más de 3 puntos, tanto en el 2001 como en el 2002.

Puede resultar extraño la ligera revisión al alza que se observa en la magnitud de consumo privado para el presente año 2001, y que no es sino el resultado de una caída del consumo inferior a la que cabría esperarse de acuerdo con los condicionantes básicos y como consecuencia del citado efecto de afloración de dinero negro.

	Datos para 2001 en:					Datos para 2002 en:				
	Nv-99	My-00	Nv-00	My-01	Nv-01	Nv-99	My-00	Nv-00	My-01	Nv-01
P.I.B	3,4	3,4	3,2	3,2	2,8	3,6	3,8	3,6	3,3	2,1
Consumo Privado	3,1	3,3	3,0	2,4	2,6	3,0	3,5	3,4	2,9	2,2
Consumo Público	2,1	2,1	1,9	2,1	1,9	2,4	2,1	2,5	2,7	1,9
Form. Bruta Cap. Fijo	8,0	6,6	5,8	4,4	3,4	9,5	10,4	6,7	5,5	3,0
Exportaciones B. y S.	9,1	10,1	7,3	8,4	5,3	10,3	7,9	8,9	8,2	3,7
Importaciones B. y S.	11,2	11,9	7,7	7,3	5,1	12,2	12,0	9,5	8,2	4,4

Tal como decíamos, tanto la revisión media, como la efectuada por CEPREDE, se sitúa ligeramente por debajo de las registradas en el entorno comunitario, especialmente para el año 2002, donde una caída en las estimaciones medias de la UE del 2% sólo se ha reflejado en una caída en el PIB español del 1,2%.

Revisión media		U.E-11	EE.UU.	Japón	OCDE	Latinoamérica	Mundo
Cto. PIB real	2001	-0,4	-0,6	-1,3	-0,7	-1,8	-0,9
	2002	-2,0	-2,2	-1,5	-1,9	-1,5	-1,7

Las revisiones en las perspectivas de crecimiento para la economía española son ligeramente inferiores a las registradas para el conjunto de la Unión Europea, lo que denota un menor grado de pesimismo sobre nuestra economía.

IV.4.- CONDICIONANTES Y RIESGOS DE LA PREDICCIÓN

Como no podía ser de otra forma, los principales riesgos y condicionantes que se ciernen sobre nuestra actual estimación, vienen determinados por los propios escenarios alternativos de evolución de la economía internacional a los que hacíamos referencia en el primer capítulo.

Aunque por homogeneidad del informe, los detalles de la construcción de estos escenarios alternativos se presentan en los dos capítulos finales, hemos considerado recoger en cada uno de los apartados específicos los resultados más relevantes que se inducirían en cada una de las magnitudes bajo los tres escenarios alternativos.

Con el fin de enmarcar los resultados que aquí se presentan, hemos elaborado el cuadro que aparece a continuación, donde se adelantan las líneas básicas de dichos escenarios, remitiendo al lector a los capítulos IX y X, para consultar los detalles específicos de cada uno de ellos.

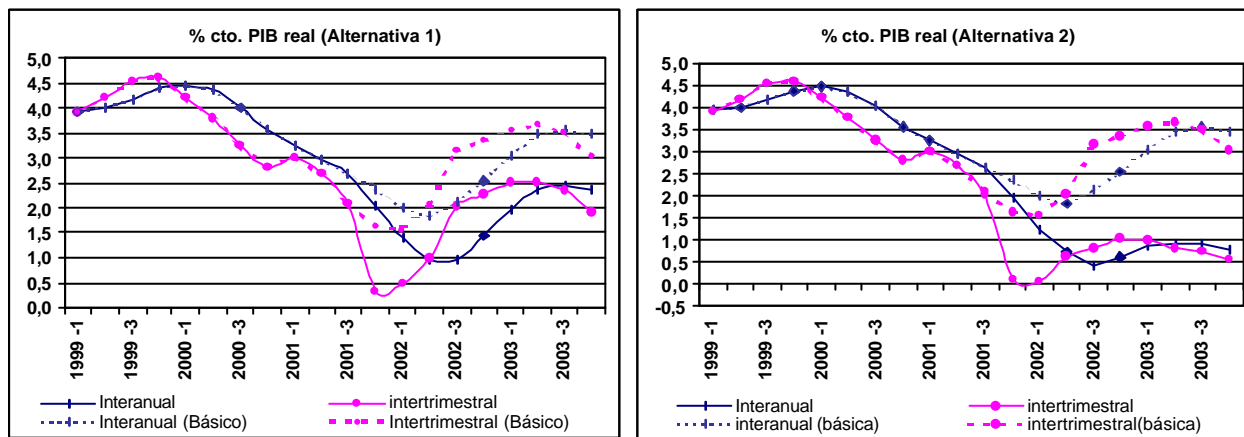
Cuadro IV.1.
Rasgos básicos de los escenarios alternativos.

Ref.	Título	Solución CEPREDE	%PIB (2001-2005)		
			U.E.	USA	Japón
Esc. 1	Impacto y respuesta reducida en intensidad y duración	Básica	2,2	2,4	0,7
Esc. 2	Incertidumbres y Riesgos	Alternativa 1	1,9	1,9	0,3
Esc. 3	Escalada Terrorista	Alternativa 2	1,1	1,0	-0,1

Fuente: CEPREDE. Noviembre 2001.

A la hora de analizar estos escenarios alternativos, y teniendo en cuenta que uno de los puntos clave es, precisamente, el perfil trimestral de la recuperación, hemos considerado oportuno reflejar los cambios que se inducirían sobre la evolución trimestral de la economía española como consecuencia de la alteración en los escenarios internacionales de referencia.

Gráfico IV.1.



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2001.

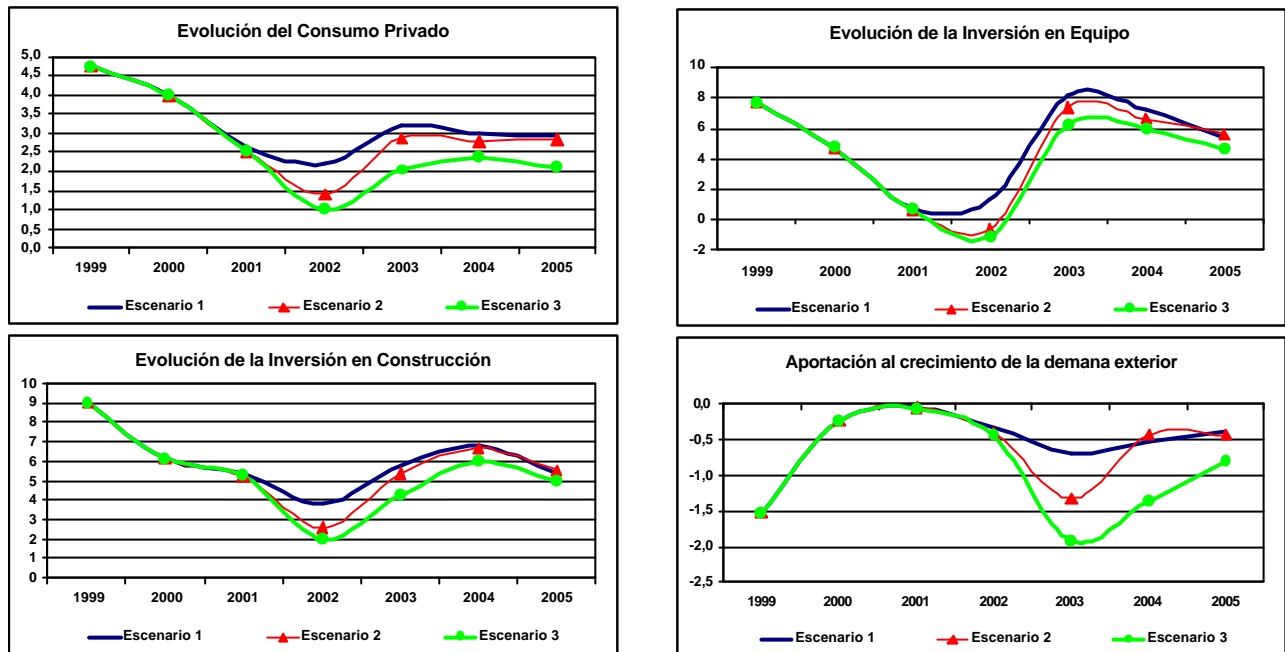
Bajo el escenario alternativo 1, las tasas de crecimiento interanuales se reducirían hasta el entorno del 1% entre el segundo y tercer trimestre del próximo año, recuperándose progresivamente hasta valores próximos al 2,5% a finales del 2003.

En la alternativa 2, el crecimiento en términos intertrimestrales podría presentar valores muy próximos a cero durante el primer trimestre del próximo año, situando las tasas interanuales por debajo del 1% durante el 2002 y el 2003.

Bajo cualquiera de los dos escenarios alternativos se retrasaría el mínimo cíclico hasta finales del 2002, y mientras en el primero se recuperarían tasas de crecimiento próximas al 2,5% a finales del 2003, en el segundo se estancarían en la banda del 0,5 al 1% durante todo el bienio 2002-2003.

Lógicamente, estos resultados medios no son homogéneos entre los distintos componentes de la demanda agregada, siendo las partidas de inversión las que en mayor medida verían reducido su crecimiento.

Gráfico IV.2.



Cuadro IV.II.

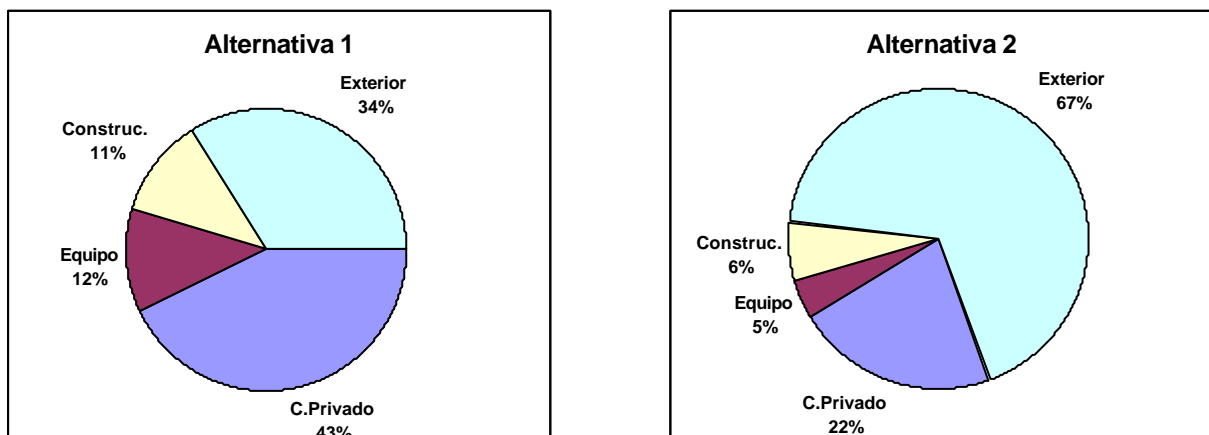
Efectos de los escenarios alternativos sobre los principales agregados

	Alternativa 1					Alternativa 2				
	2002	2003	2004	2005	Media	2002	2003	2004	2005	Media
Consumo.Privado	-0,8	-0,3	-0,2	-0,1	-0,4	-1,2	-1,2	-0,6	-0,8	-1,0
Inv. Equipo	-1,9	-0,8	-0,6	0,2	-0,8	-2,3	-1,9	-1,2	-0,8	-1,6
Inv.Construcción	-1,1	-0,4	-0,1	0,1	-0,4	-1,8	-1,5	-0,8	-0,4	-1,1
Dem.Exterior(*)	-0,1	-0,6	0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-1,2	-0,8	-0,4	-0,7
PIB	-0,9	-1,1	-0,2	-0,2	-0,6	-1,4	-2,5	-1,8	-1,5	-1,8

(*) Aportación neta al crecimiento del PIB
Fuente: CEPREDE. Noviembre 2001.

Gráfico IV.III

Aportación de cada componente a la reducción en el crecimiento del PIB



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2001.

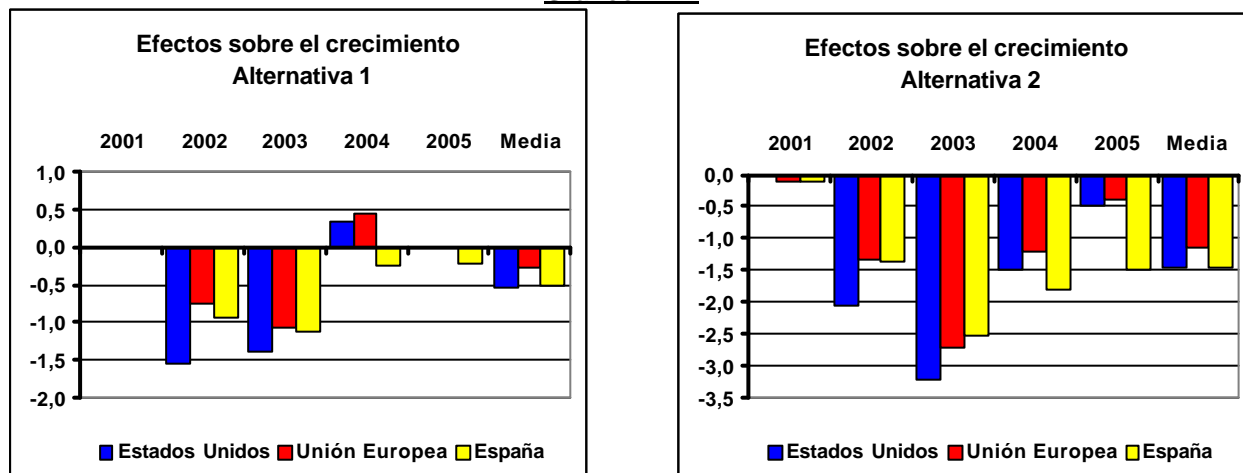
La partida que se vería más afectada por los escenarios alternativos sería la inversión en equipo, si bien, considerado los pesos relativos de cada componente, sería el consumo privado, en la primera alternativa, y la demanda exterior neta, en las segunda, las que en mayor medida contribuirían a la contención en el crecimiento del PIB..

No quisiéramos cerrar este apartado sin poner de manifiesto un hecho que podría empeorar aún más el panorama que se dibuja frente a estos escenarios alternativos.

Nos estamos refiriendo al hecho, admitido con un elevado nivel de acuerdo entre la mayoría de los analistas, de que cuando la economía europea va bien, España crece a un ritmo superior; mientras que en etapas de recesión, la economía española reduce su crecimiento a mayor ritmo que la europea.

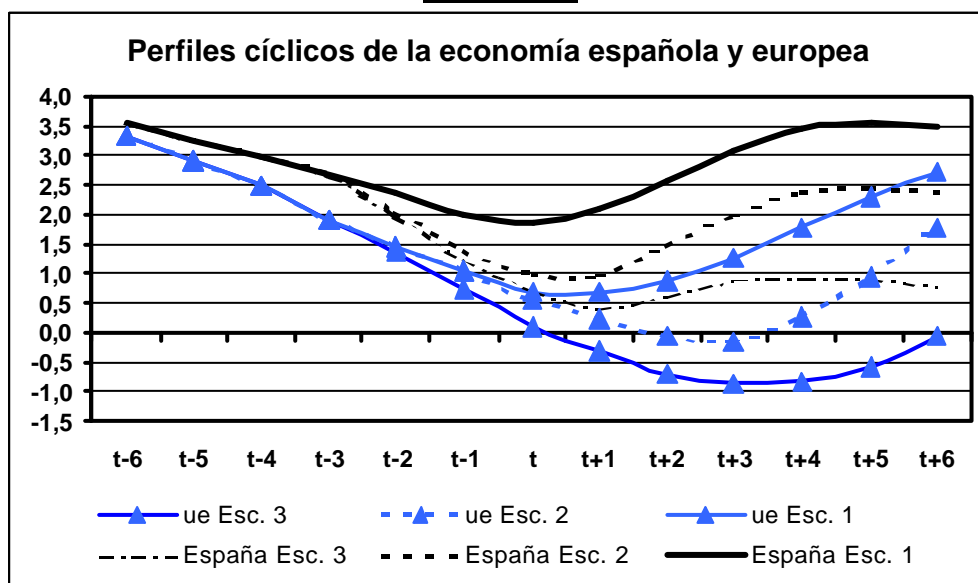
En esta ocasión, si bien la economía española se ve más afectada, en términos relativos, por los descensos de actividad inducidos por los distintos escenarios alternativos, tal como puede comprobarse en el gráfico IV.4., no es menos cierto que, bajo ninguno de los escenarios considerados la economía española crecería menos, en términos absolutos que la economía europea (Gráfico IV.5).

Gráfico IV.4.



Fuente: CEPREDE. Noviembre 2001.

Gráfico IV.5.

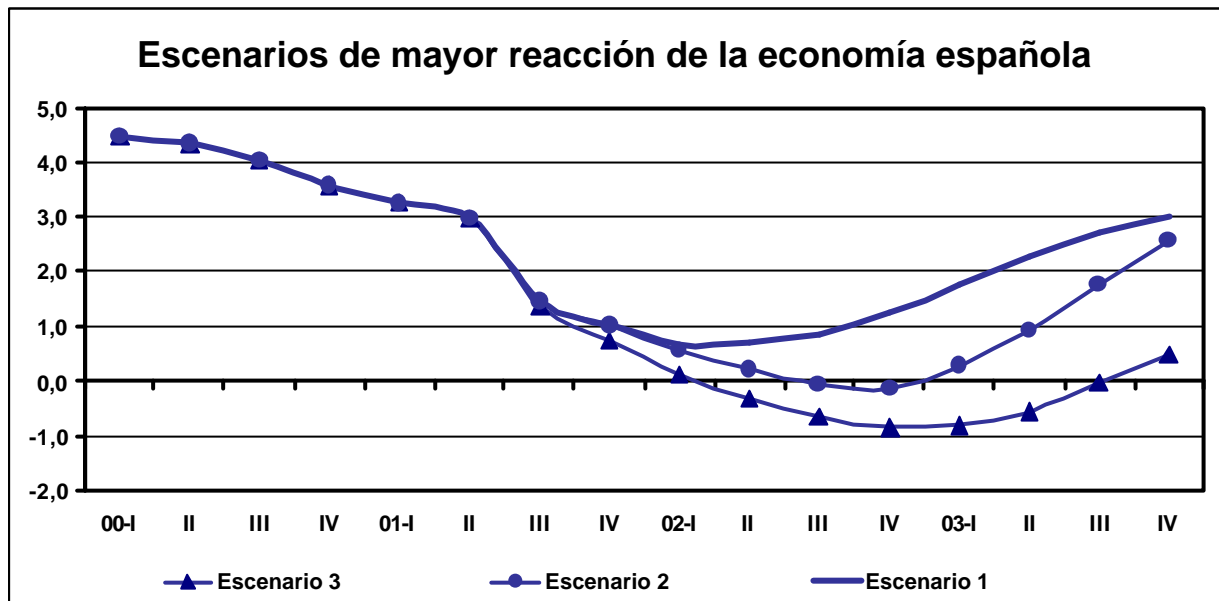


Fuente: CEPREDE. Noviembre 2001.

Esta circunstancia, que vendría explicada por los motivos recogidos en el capítulo anterior sobre los menores niveles de dependencia de las economías mediterráneas frente a los Estados Unidos, podría no reproducirse en la actual fase cíclica, y presentar unos niveles de reacción frente al ciclo europeo similares a los registrados en el pasado.

Así, por ejemplo, si la economía española reaccionara en la misma proporción que lo ha hecho en las dos crisis previas (1983 y 1993), los perfiles de crecimiento del PIB español se verían significativamente alterados tal como se recoge en el gráfico que presentamos a continuación.

Gráfico IV.6.

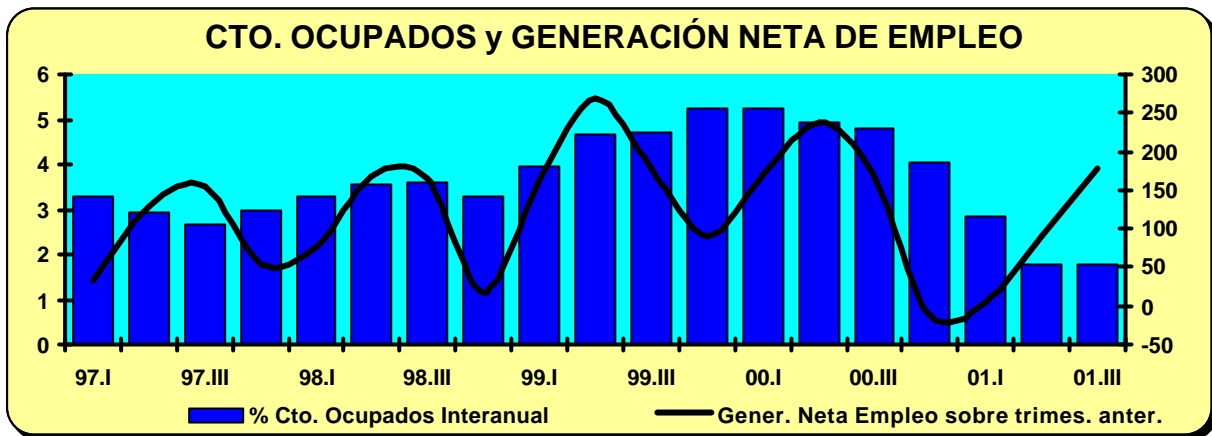


Fuente: CEPREDE. Noviembre 2001.

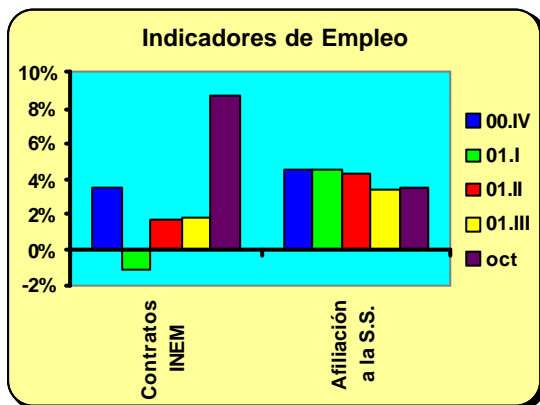
Si la economía española reaccionara en la misma proporción que lo ha hecho en los ciclos anteriores entraríamos en recesión durante el próximo año 2002, recesión que se extendería hasta finales del año siguiente bajo los condicionantes del tercer escenario internacional.

Sección V.- EMPLEO.

V.1.- SITUACIÓN ACTUAL

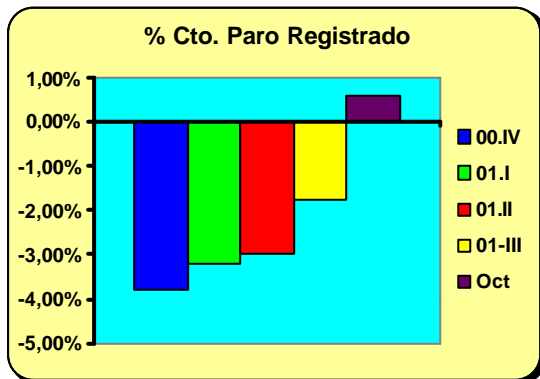


Los datos de la Encuesta de Población Activa para el tercer trimestre del año presentan un crecimiento similar al trimestre anterior, lo que supondrían que, al menos entre julio y septiembre, no se ha deteriorado el mercado laboral.



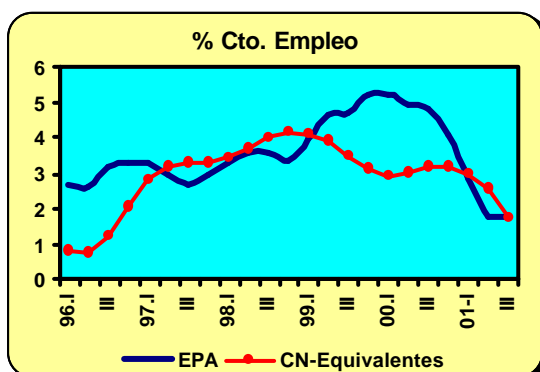
Fuente	UDD	Cto.	AA	Miles Perso.
Paro INEM	oct-01	0,6	-2,4	1.540
Contratos. INEM	oct-01	8,7	1,6	1.478
Afiliación. S.S.	sep-01	3,0	4,1	15.757

Los registros del INEM, que estacionalmente sufren los efectos del final de la campaña turística durante el mes de octubre, han sido especialmente negativos durante el pasado mes, en el que la cifra total de desempleados aumento en un 0,6% frente al año anterior.



Fuente	UDD	Cto.	AA	Miles Perso.
Ocupados EPA	01.III	1,8	2,1	14.884
Activos EPA	01.III	0,7	0,8	17.064
Parados EPA	01.III	-6,2	-7,5	2.180
Tasa Paro EPA	01.III			12,8%

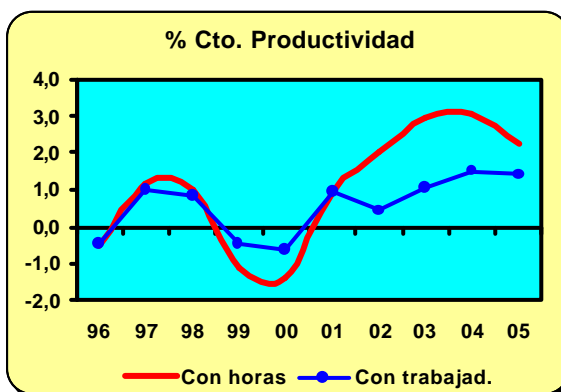
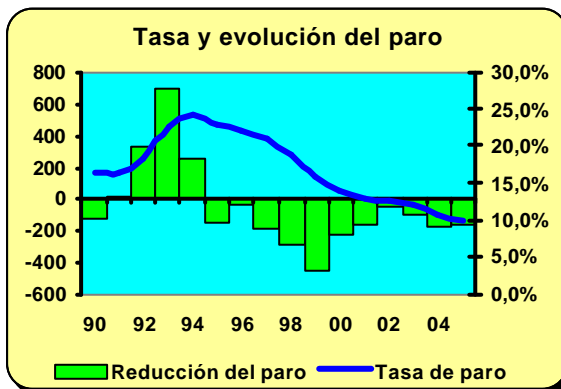
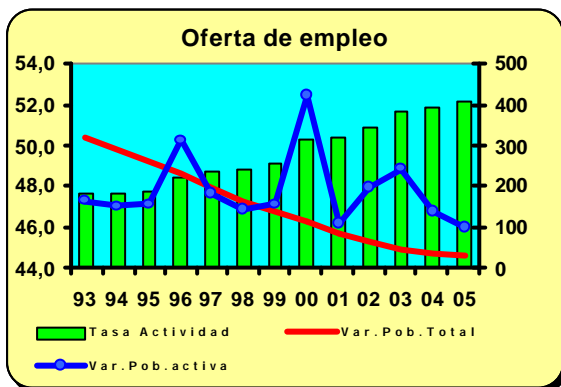
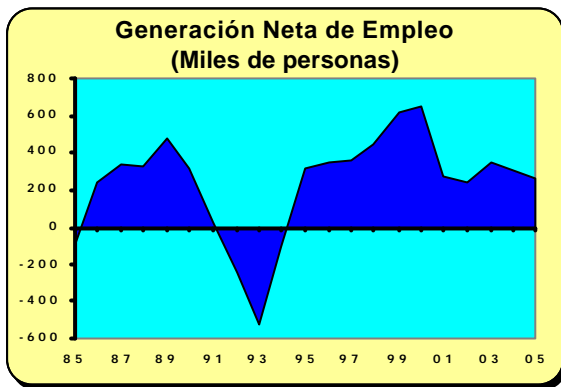
El mantenimiento de los ritmos de creación de empleo durante el tercer trimestre del año, ha posibilitado una reducción adicional de la tasa de paro aún cuando la población activa ha aumentado ligeramente su tasa de crecimiento.



Fuente	UDD	Cto.	AA	Miles Perso.
Ocupados - C.T.	01.II	2,3	3,0	15.947
Puestos de Trabajo	01.II	2,2	2,9	16.221
Puestos Equivalentes	01.II	2,3	2,9	15.385

De acuerdo con la Contabilidad Trimestral, durante el primer semestre del año se habrían generado un total de 162 mil nuevos puestos de trabajo equivalentes, si bien, el perfil de evolución presenta una progresiva desaceleración a lo largo del año.

V.2.- PERSPECTIVAS A CORTO Y MEDIO PLAZO



• **El proceso de generación de empleo se resentirá frente a la desaceleración del crecimiento.** Así, frente a una creación media de casi medio millón de puestos de trabajo netos registrada en el periodo 1998-2000, nuestras estimaciones, bajo el escenario básico, se limitan a una media inferior a los 300.000 puestos netos para el bienio 2001-2002 y una cifra ligeramente superior en los tres años siguientes.

En cualquier caso, y a pesar de esta desaceleración, España seguirá creando empleo al doble de ritmo que la media de la Unión Europea.

• **El aumento de la tasa de actividad mantendrá los ritmos de crecimiento de la población activa, aún cuando el crecimiento demográfico continúe la tendencia decreciente presentada en los últimos años.** De acuerdo con nuestras hipótesis básicas, la tasa de actividad irá aumentando, aproximadamente, medio punto por año, lo que genera un crecimiento global del número de activos del orden del 1%.

Aún así, a finales del horizonte de predicción, la tasa de actividad en España seguirá bastante alejada de los estándares medios de las economías desarrolladas, que presentan unos valores cercanos al 70% frente al 52% de la economía española.

• **La tasa de paro permanecerá estancada durante el próximo año para irse reduciendo levemente hasta finales del horizonte de predicción, aunque a un ritmo inferior al presentado en los últimos años.** La reducción esperada en los ritmos de creación de empleo inducirá una paralización en la senda de contención de la tasa de paro, que incluso a finales de este año y principios del 2002 podría experimentar un ligero aumento con relación a los trimestres precedentes.

• **La recuperación de la productividad podría verse frenada ligeramente durante el próximo ejercicio como consecuencia de las rigideces del mercado laboral.** En efecto, la dificultad de realizar ajustes de plantilla proporcionales a la caída de actividad supondrá una cierta contención en los niveles de productividad, medidos sobre el número de personas, durante el año 2002; si bien la tendencia global a medio plazo sigue presentando unos niveles significativamente superiores a los alcanzados a finales de los noventa.

V.3.- ALTERNATIVAS Y REVISIONES DE LA PREDICCIÓN

Predicciones alternativas de ocupados ^(*)			
Fuente	Fecha	2000	2001
Intermoney	Sep.	2,1	1,0
FUNCAS	Sep	2,1	1,2
CEPREDE	Oct.	2,1	1,7
La Caixa	Sep.	2,1	1,7
P.G.E.	Sep.	2,1	1,8
ICO	Sep.	2,1	2,0
Consenso	Sep.	2,2	1,7
C. Europea	Prim	2,2	2,2
Caja Madrid	Sep.	2,3	1,4
IEE	Sep.	2,3	1,7
I.Flores Lemus	Sep.	2,3	2,4
BSCH	Sep.	2,4	1,5
AFI	Sep.	2,4	1,8
Media		2,2	1,7
	Máximo	2,4	2,4
	Mínimo	2,1	1,0

(*) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

• Todas las instituciones recogidas en el cuadro coinciden en apuntar una significativa contención en los ritmos de creación de empleo, tanto en el 2001, como en el 2002. Estas cifras, que en términos medios supondrían una reducción de más de un punto con respecto a los valores alcanzados en el 2000, podrían incluso verse reducidas, toda vez que los datos aquí recogidos fueron elaborados, en su mayoría, antes de los acontecimientos de principios de septiembre.

• Si comparamos las estimaciones actuales con las realizadas hace seis meses, comprobaremos que, si bien éstas han sido corregidas a la baja, la magnitud de dicha corrección es inferior a la observada en el crecimiento del PIB, lo que podría venir justificado por las dificultades de ajustes de plantilla a las que aludíamos en el apartado precedente.

CEPREDE, por su parte, también ha revisado a la baja las estimaciones de evolución del empleo; si bien, en nuestro caso, la reducción en las previsiones de crecimiento del número de ocupados para el 2001 es ligeramente superior a la realizada en términos de crecimiento del PIB, ya que, en paralelo con ésta, también se han revisado al alza las estimaciones de evolución de los salarios reales, arrojando como resultado un crecimiento del empleo del 1,9% frente al 2,5% que adelantábamos en Mayo.

	Datos para 2001 en:					Datos para 2002 en:				
	Nv-99	My-00	Nv-00	My-01	Nv-01	Nv-99	My-00	Nv-00	My-01	Nv-01
Tasa de desempleo	13,6	12,1	12,8	13,1	13,1	12,2	10,8	11,3	11,6	12,6
Tasa de activ. total	49,7	49,7	50,8	50,8	50,4	50,1	50,0	50,9	51,0	50,9
Hombres	61,4	61,4	62,3	62,3	62,0	61,4	61,4	62,5	62,5	62,4
Mujeres	38,8	38,8	40,0	40,0	39,6	39,4	39,4	40,2	40,2	40,2
Ocupados (% Cto.)	2,5	2,6	2,8	2,5	1,9	2,5	2,4	2,3	2,4	1,7

A nivel internacional se reproduce un esquema similar al reflejado para la economía española, con una contención en los ritmos de creación de empleo inferiores a las reducciones esperadas de actividad, lo que estaría induciendo una cierta caída en los niveles de productividad esperados.

Revisión media		U.E-11	EE.UU.	Japón	OCDE
%Cto. Empleo	2001	-0,4	-0,4	-0,7	-0,2
	2002	-0,4	0,1	-1,1	-0,1
Tasa de Paro	2001	0,0	0,2	0,0	0,1
	2002	0,3	1,0	0,5	0,3

La reducción experimentada sobre las expectativas de generación de empleo es sensiblemente inferior a la registrada en el crecimiento de la producción, lo que podría interpretarse como una falta de flexibilidad de los mercados laborales.

V.4.- CONDICIONANTES Y RIESGOS DE LA PREDICCIÓN

Al igual que advertíamos en el capítulo anterior los principales riesgos que afronta el mercado laboral están vinculados a las posibles reacciones de la economía española frente a los escenarios alternativos del entorno internacional.

En concreto, el mercado laboral se puede ver afectado, de forma directa, por una doble vía:

- En primer lugar, la caída de actividad se traduce directamente en una reducción de la producción interior y por tanto de los recursos laborales exigidos por el proceso productivo.
- Por otro lado, las mayores tensiones inflacionistas se pueden traducir en unas mayores demandas salariales que terminen encareciendo la utilización del factor trabajo.

En segundo nivel de la cadena de efectos, la contención del mercado laboral termina incidiendo sobre la población activa que vería reducido ligeramente su ritmo de expansión como consecuencia del efecto de desánimo que se genera sobre los buscadores de empleo.

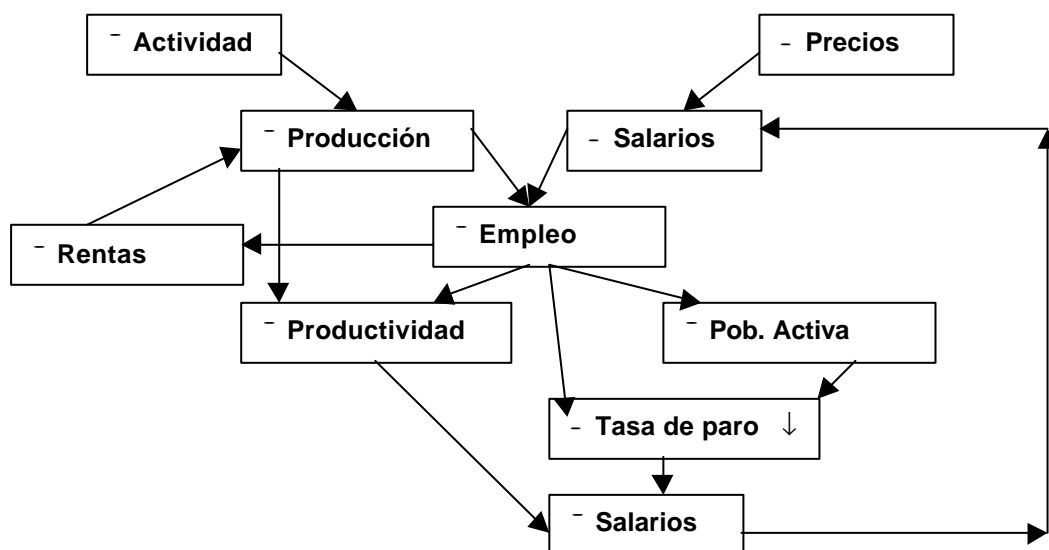
La tasa de paro experimentaría dos corrientes contrapuestas, por un lado aumentaría como consecuencia de la contracción del empleo, y por otro, se vería ligeramente aliviada como consecuencia de la contención de la población activa.

El proceso se retroalimenta dado que la caída de empleo genera una pérdida de rentas que tiende a disminuir la demanda y, por tanto la producción.

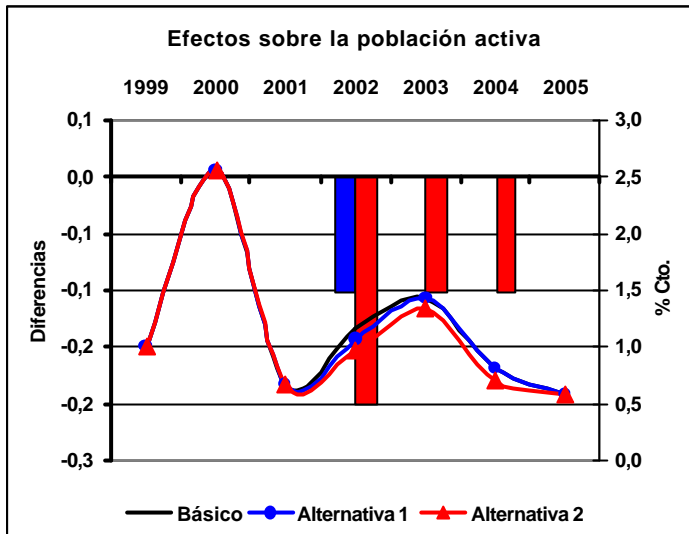
En el sentido contrario el sistema tendería a corregirse puesto que las variaciones en la tasa de paro y los niveles de productividad matizarían los crecimientos salariales y tenderían a incentivar la creación de empleo.

En el gráfico que presentamos a continuación se resumen de forma esquemática, la cadena de efectos que se induciría sobre el mercado laboral.

Gráfico V.1.
Esquema de efectos sobre el empleo



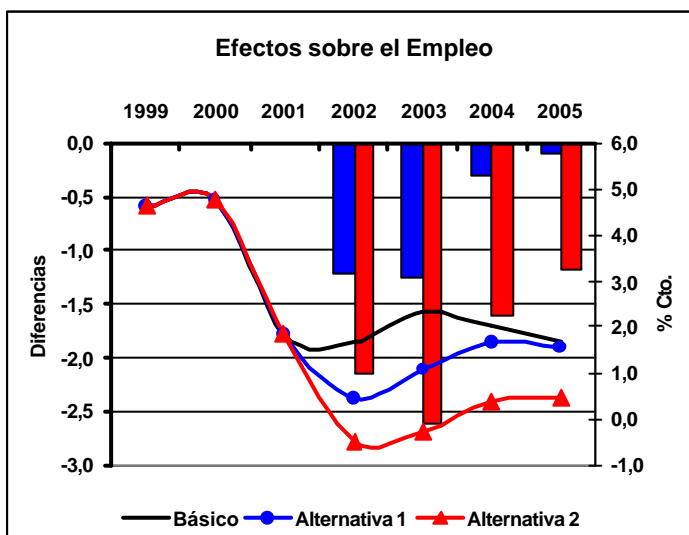
A continuación vamos a pasar a describir brevemente los efectos sobre las principales magnitudes que afectan al mercado laboral en cada uno de los escenarios alternativos.



- La población activa podría ver reducido ligeramente su ritmo de crecimiento, especialmente en la alternativa 2, donde el efecto de desánimo se prolongaría hasta el 2004.

En términos absolutos la solución alternativa 1 presentaría una contención de la población activa de unas 20.000 personas por año, mientras que la alternativa 2 induciría una caída media de 60.000 personas por año.

- Las tasas de crecimiento del empleo se verían reducidas en mayor proporción que el PIB, induciéndose así unas ligeras ganancias adicionales de productividad.

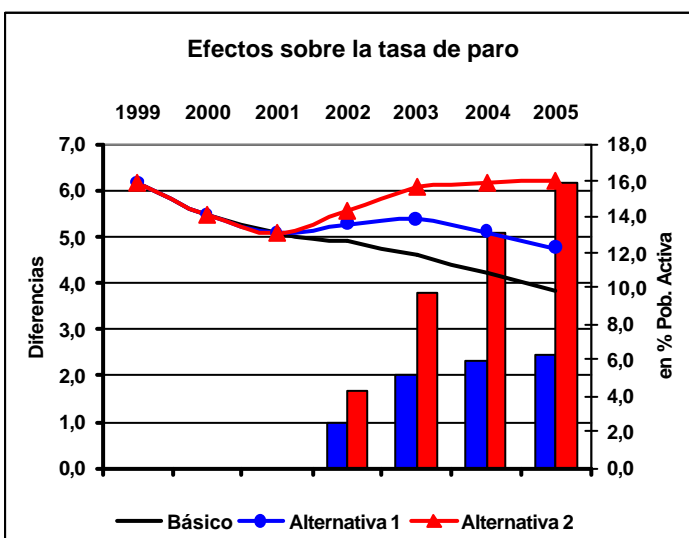


Bajo la primera alternativa el empleo se vería reducido algo más del 1% durante los dos primeros años, y de forma casi insignificante al final del periodo, manteniéndose, en cualquier caso, tasas de crecimiento ligeramente positivas a lo largo de todo el periodo.

Durante los dos primeros años se perderían, con respecto a la solución básica, una media de 180.000 empleos, mientras que el saldo final en el 2005 se situaría en casi medio millón menos de ocupados.

En el tercer escenario (Alternativa 2), los resultados serían mucho más preocupantes, tanto por su magnitud, que podría llegar a suponer pérdidas netas de empleo durante el bienio 2002-2003, como por su prolongación en el tiempo, ya que se seguirían registrando diferencias significativas con la solución básica a lo largo de todo el periodo de predicción.

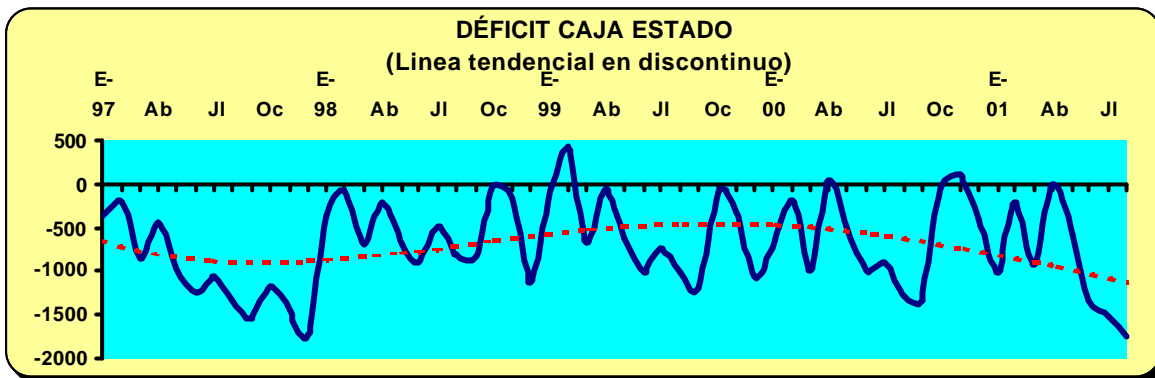
En términos absolutos, en el 2005, presentaríamos una cifra de ocupación inferior en más de un millón de personas a la presentada en el escenario básico.



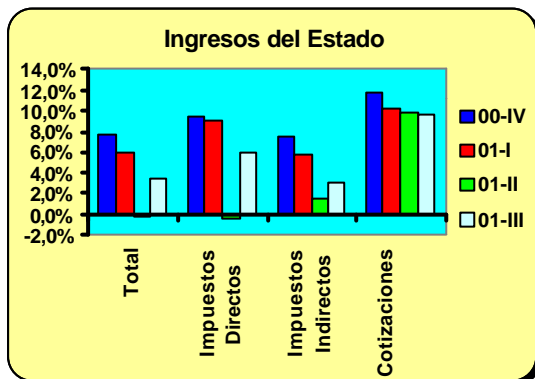
- Como consecuencia de la contención del empleo la tasa de paro vería frenado drásticamente su proceso de contención, con la diferencia que, mientras en la alternativa 1 se retornaría a una pendiente decreciente a partir del 2004, en la alternativa 2, se mantendría en valores próximos al 16% a lo largo de todo el periodo.

Sección VI.- DÉFICIT PÚBLICO.

VI.1.- SITUACIÓN ACTUAL

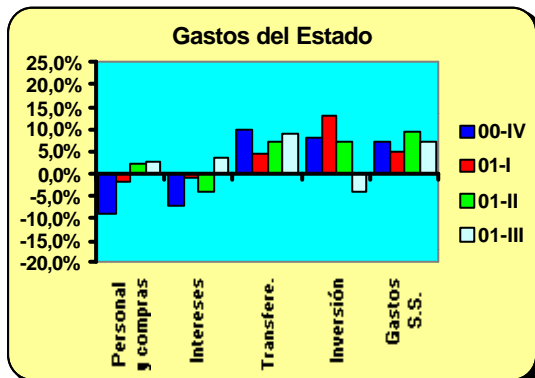


La desaceleración de ingresos está provocando un ligero aumento del déficit de caja del estado, que se ha traducido en un aumento de las necesidades de financiación del total de AA.PP. hasta el -0,6% del PIB.



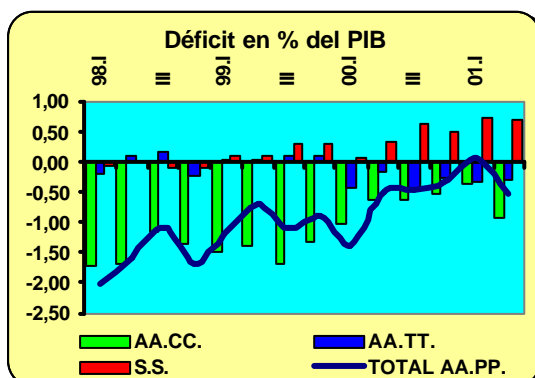
INGRESOS	UDD	AA	Bill.	Peso
Total	Sep-01	3,4	14,3	100%
IRPF	Sep-01	8,6	4,2	29%
Socied.	Sep-01	0,3	1,8	13%
IVA	Sep-01	3,1	4,3	30%
Imp.Esp.	Sep-01	2,9	2,1	14%
Cotiz.S.S	Jul-01	9,6	6,4	

• Aunque se han recuperado ligeramente durante el tercer trimestre del año, el conjunto de ingresos del Estado presenta un perfil claramente decreciente a lo largo de todo el año.



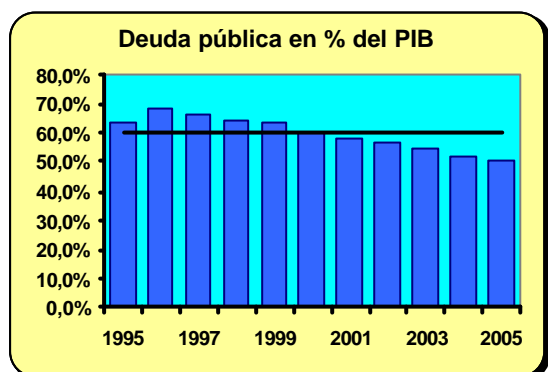
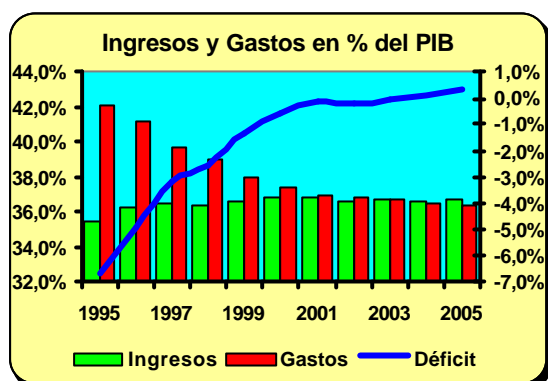
GASTOS	UDD	AA	Bill.	Peso
Total	Sep-01	6,7	15,6	100%
Personal	Sep-01	2,3	2,0	13%
Com. B.S	Sep-01	8,0	0,2	1%
Intereses	Sep-01	3,4	2,7	18%
Transfer.	Sep-01	9,0	10,3	66%
Inversión	Sep-01	-4,3	0,4	2%
Gast. S.S	Jul-01	7,2	9,1	

• Al contrario que los ingresos, el conjunto de gastos corrientes se ha visto aumentado a medida que transcurre el año, siendo la inversión la única partida que parece haberse frenado a partir de la segunda mitad del año.



Necesidad de financiación en % del PIB		
2º Trimestre 2001	UDD	Hace 1 año
Total AA.PP	-0,6	-0,5
Admón. Central	-1,0	-0,6
Admón. Territorial.	-0,3	-0,2
Seg. Social	0,7	0,3

VI.2.- PERSPECTIVAS A CORTO Y MEDIO PLAZO



- En nuestro escenario básico la consecución del objetivo de déficit cero se pospone hasta el final de la actual fase de descenso cíclico. A la luz de las cifras disponibles de ejecución presupuestaria y las estimaciones de evolución de las necesidades de financiación del conjunto de las AA.PP. no parece posible que se consiga el objetivo de estabilidad presupuestaria en el presente ejercicio; si bien, los valores previstos del déficit son muy reducidos y se limitan a un escaso 0,1% del PIB. Estos números rojos aumentarían ligeramente durante el próximo año y habría que esperar hasta el 2003 para conseguir finalmente un ligero superávit en las cuentas públicas.

- En cualquier caso, los logros alcanzados hasta fecha son suficientes como para reducir el nivel de deuda pública por debajo de los límites máximos fijados en el Tratado de la Unión Monetaria. Debemos señalar que las estimaciones que aquí presentamos no está consolidada la deuda de algunos entes públicos autónomos que, de acuerdo con las convenciones contables, deberían incluirse dentro de la deuda global de las AA.PP.

INGRESOS	95-00	2001	2002	03-05
Con. Capital	1,5%	1,4%	1,4%	1,5%
Ing. Corrientes	35,4%	35,9%	35,7%	35,7%
Imp. Indirectos	10,9%	11,7%	11,6%	11,7%
Imp. Directos	10,3%	10,2%	10,2%	10,2%
Cotizaciones	13,1%	13,2%	13,2%	13,2%
Trans. Corrient.	-0,2%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Rentas Prop.	1,4%	1,2%	1,1%	1,1%
Ing. Netos Cap.	-0,6%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
TOTAL	36,4%	36,8%	36,6%	36,7%

GASTOS	95-00	2001	2002	03-05
Gas. Corrientes	18,5%	16,2%	16,2%	16,1%
Subvenciones	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%
Intereses	4,4%	2,9%	2,6%	2,6%
Prestaciones	13,1%	12,2%	12,4%	12,5%
Consumo Final	17,6%	17,1%	17,0%	16,5%
Gas. Capital	3,4%	3,5%	3,7%	3,9%
TOTAL	39,6%	36,9%	36,8%	36,5%

DÉFICIT	95-00	2001	2002	03-05
	-3,2%	-0,1%	-0,2%	0,1%

- La diferencia básica de nuestras actuales estimaciones, que presentan un ligero déficit para el año 2001, con respecto a las que adelantábamos en mayo donde sí se conseguía alcanzar el equilibrio presupuestario, se centran en la evolución estimada de los ingresos impositivos, que bajo el nuevo escenario de crecimiento económico, se sitúan ligeramente por debajo de los que preveíamos hace seis meses.

- En cuanto al ejercicio presupuestario del año 2002, nuestras estimaciones presentan una evolución de los gastos totales en porcentaje del PIB muy similar a la del presente año, compensándose los ahorros en la carga de la deuda y el consumo final, con un ligero aumento de los gastos de capital y de las prestaciones sociales; mientras que, por el lado de los ingresos, se adelanta una caída de la recaudación, fundamentalmente de impuestos indirectos, así como una menor aportación de las rentas de la propiedad, que se terminarían saldando con un déficit del 0,2% del PIB.

- En cualquier caso, debemos poner de manifiesto que España presentará unos resultados sensiblemente mejores que el conjunto de la Unión Monetaria, para la que se prevé un déficit cercano al 1% del PIB, al que contribuirían, básicamente, Alemania con casi un 2%, y Francia e Italia con valores ligeramente superiores al 1%.

VI.3.- ALTERNATIVAS Y REVISIONES DE LA PREDICCIÓN

Predicciones alternativas déficit público:			
Fuente	Fecha	2001	2002
FMI	oct-01	-0,3	-0,3
ICAE	sep-01	-0,2	-0,3
BCSH	sep-01	-0,2	-0,2
Caja Madrid	sep-01	-0,1	-0,2
CEPREDE	oct-01	-0,1	-0,2
Ins.Flores de L.	sep-01	-0,1	-0,1
AFI	sep-01	-0,1	-0,1
ICO	sep-01	-0,1	0,0
La Caixa	sep-01	0,0	-0,3
BBVA	sep-01	0,0	-0,2
FUNCAS	sep-01	0,0	-0,1
IEE	sep-01	0,0	0,0
P.G.E.	sep-01	0,0	0,0
Intermoney	sep-01	0,0	0,0
C. Europea	Pri-01	0,1	0,2
Media		-0,1	-0,1
	Máximo	0,0	0,0
	Mínimo	-0,3	-0,3

- Analizando las estimaciones más recientes, ya son más las instituciones que consideran que se producirá un ligero déficit público durante el 2001, que las que siguen confiando en el objetivo de déficit cero.

• Así mismo, se detecta un elevado consenso al valorar una ampliación del déficit para el ejercicio presupuestario del 2002, donde sólo tres de las instituciones aquí recogidas, al margen de las propias estimaciones oficiales, valoran como factible el equilibrio de las cuentas públicas.

• Las revisiones con respecto a lo que se adelantaba hace seis meses son, salvo raras excepciones, a la baja, estimándose, en promedio, una y tres décimas, respectivamente, de mayor déficit en porcentaje del PIB para el 2001 y el 2002 de lo que se preveía en primavera del presente año.

Respecto a las estimaciones específicas de CEPREDE, y tal como adelantábamos en el apartado anterior, se han visto modificadas a la baja las previsiones de ingresos para el presente año 2001, hecho que, unido al mantenimiento de las estimaciones de gastos, ha provocado la aparición de ese ligero déficit al que hacíamos referencia.

En cuanto al año 2002, las revisiones han sido bastante más acusadas, estimándose un porcentaje de ingresos un 0,4% menor del que presentábamos en mayo, mientras que el conjunto de gastos se situaría ligeramente por encima de lo que adelantábamos en el informe anterior, obteniéndose, como consecuencia un déficit del 0,2% del PIB frente al superávit del 0,3% presentado en mayo.

	Datos para 2001 en:					Datos para 2002 en:				
	Nv-99	My-00	Nv-00	My-01	Nv-01	Nv-99	My-00	Nv-00	My-01	Nv-01
Ingresos Totales % PIB	39,0	38,7	39,3	36,9	36,8	39,3	38,8	39,5	37,0	36,6
Gastos Totales % PIB	39,7	39,2	39,3	36,9	36,9	39,7	39,2	39,4	36,7	36,8
Déficit en el % del PIB	-0,7	-0,5	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,3	0,2	0,3	-0,2
Deuda Pública en % del PIB	63,7	61,9	61,0	58,1	58,0	61,0	59,4	58,4	55,6	56,4

A nivel internacional, se observa, al igual que en el caso español, un deterioro de en las estimaciones de evolución del déficit público que, en el caso de la Unión Europea, resulta, también, más abultado para el próximo ejercicio. La revisión al alza en las estimaciones presentadas para Estados Unidos sólo puede obedecer al hecho de que las predicciones aquí presentadas hayan sido realizadas con anterioridad al anuncio de las medidas fiscales expansivas realizado por la administración Bush.

Revisión media		U.E-11	EE.UU.	Japón	OCDE
Déficit público en % PIB	2001	-0,2	-0,4	-0,6	-0,4
	2002	-0,4	0,4	-0,6	-0,1

El deterioro económico se ha traducido en una pérdida de confianza en las posibilidades de la economía española para alcanzar el déficit cero.

VI.4.- CONDICIONANTES Y RIESGOS DE LA PREDICCIÓN

En este apartado dedicado a los condicionantes y riesgos del déficit público, y tal como viene siendo habitual en los informes de noviembre, comenzaremos realizando una breve presentación de las principales cifras recogidas en los Presupuestos Generales del Estado para el próximo ejercicio del 2002 y, posteriormente, analizaremos los efectos de nuestros escenarios alternativos sobre las cuentas públicas.

Comenzando con el entorno macroeconómico presentado en los P.G.E. como marco de referencia para el mismo, hemos elaborado el cuadro VI.1 donde aparecen las principales magnitudes, con la estimación oficial y nuestra propia valoración bajo los supuestos del escenario básico.

Cuadro VI.1.
Cuadro macroeconómico oficial

				CEPREDE		Diferencias	
	2000	2001	2002	2001	2002	2001	2002
PIB Y AGREGADOS (% VARIACION REAL)							
Gasto en consumo final nacional	4,0	2,5	2,3	2,7	2,2	0,2	-0,1
Consumo final nacional de los hogares	4,0	2,5	2,4	2,6	2,2	0,1	-0,2
Consumo final nacional de las AAPP	4,0	2,3	2,0	1,9	1,9	-0,4	-0,1
Formacion bruta de capital	5,0	3,8	4,1	3,9	3,2	0,1	-0,9
Formacion bruta de capital Fijo	5,7	3,6	4,1	3,4	3,0	-0,2	-1,1
Bienes de equipo y otros productos	5,1	1,0	4,0	3,2	7,1	2,2	3,1
Construccion	6,2	5,9	4,2	5,4	3,8	-0,5	-0,4
Variacion de existencias(*)	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Demanda interna	4,2	2,8	2,8	2,8	2,4	0,0	-0,4
Exportacion de bienes y servicios	9,6	7,8	7,1	5,3	3,7	-2,5	-3,4
Importacion de bienes y servicios	9,8	6,9	6,4	5,1	4,4	-1,8	-2,0
Saldo exterior (contrib al crec del PIB)	-0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,4
PIB	4,1	3,0	2,9	2,8	2,1	-0,2	-0,8
PIB precios corrientes:m.millones de euros	608,8	650,6	688,9	649,4	684,3	-1,2	-4,6
% variacion	7,7	6,9	5,9	6,7	5,4	-0,2	-0,5
PRECOS Y COSTES (% variacion)							
Deflactor del PIB	3,4	3,8	2,9	3,8	3,2	0,0	0,3
Deflactor del gasto final de los hogares	3,2	3,6	2,8	3,3	2,8	-0,3	0,0
Remuneracion por asalariado PETC	3,4	3,7	3,5				
Coste Laboral unitario por PETC	2,4	2,9	2,4				
MERCADO DE TRABAJO (PETC)							
Empleo valoracion en %	3,1	2,1	1,8	2,2	1,7	0,1	-0,1
valoracion en miles (b)	452,3	324,2	277,3	333,4	254,9	9,2	-22,4
SECTOR EXTERIOR (% del PIB)							
Saldo comercial FOB-FOB	-6,1	-6,3	-6,5				
Saldo operaciones corrientes	-3,4	-3,2	-3,1				
Cap (+) o nec (-) finan. frente al resto del mundo	-2,6	-2,0	-2,0	-1,9	-1,8	0,1	0,2
PRO-MEMORIA							
Paro: % poblacion activa (c)	14,1	12,7	11,5	13,1	12,6	0,4	1,1
Miles de personas (c)	2370,4	2166,2	1980,1	2214,1	2165,1	47,9	185,0

(*) Aportación al crecimiento del PIB.

PETC Puestos equivalentes a tiempo completo

Fuente: P.G.E. para el 2002 y CEPREDE. Noviembre 2001.

Las diferencias en la valoración de nuestro escenario básico con respecto al presentado en los P.G.E. se centran especialmente en el sector exterior, para el que CEPREDE adelanta un comportamiento mucho menos expansivo, y que provoca una diferencia del 0,8% en la estimación final de crecimiento del PIB.

Respecto a las partidas concretas de Ingresos y Gastos consolidados del Estado, la Seguridad Social, y los Organismos Autónomos, en el cuadro VI.2. hemos recogido los grandes agregados valorados en miles de Euros, junto con su porcentaje en relación al PIB nominal, las estructura porcentual y las tasas de crecimiento frente al presupuesto inicial del 2001.

Adicionalmente, se han incluido los valores en términos de porcentajes del PIB, presentados en los presupuestos del 2001, para facilitar las comparación de las grandes líneas de la política fiscal.

Cuadro VI.2.
Grandes cifras de los P.G.E. para el 2002

PRESUPUESTO INICIAL 2002					
PRESUPUESTOS DE INGRESOS CONSOLIDADOS					
CAPITULOS	Miles de Euros	En % del PIB	%	% s/Ppto. 2001	2001 En % PIB
I. Impuestos directos y cotizaciones sociales	133541	19,4	66,0	2,3	20,1
II. Impuestos indirectos	45489	6,6	22,5	-17,0	8,4
III. Tasas y otros ingresos	4673	0,7	2,3	-2,9	0,7
IV. Transferencias corrientes	8737	1,3	4,3	2,7	1,3
V. Ingresos patrimoniales	7086	1,0	3,5	15,0	0,9
OPERACIONES CORRIENTES	199526	29,0	98,6	-2,6	31,5
VI. Enajenacion inversiones reales	397	0,1	0,2	17,1	0,1
VII. Transferencias de capital	2366	0,3	1,2	-5,4	0,4
OPERACIONES DE CAPITAL	2764	0,4	1,4	-2,7	0,4
TOTAL OPERACIONES NO FINANCIERAS	202290	29,4	100,0	-2,6	31,9
PRESUPUESTOS DE GASTOS CONSOLIDADOS					
CAPITULOS	Miles de Euros	En % del PIB	%	% s/Ppto .2001	2001 En % PIB
I. Gastos de personal	26756	3,9	13,2	5,6	3,9
II. Gastos corrientes de bienes y servicios	8520	1,2	4,2	9,4	1,2
III. Gastos financieros	17842	2,6	8,8	4,0	2,6
IV. Transferencias corrientes	133551	19,4	65,9	-5,9	21,8
OPERACIONES CORRIENTES	186668	27,1	92,1	-2,9	29,6
VI. Inversiones reales	9770	1,4	4,8	7,1	1,4
VII. Transferencias de capital	6260	0,9	3,1	4,2	0,9
OPERACIONES DE CAPITAL	16029	2,3	7,9	5,9	2,3
OPERACIONES NO FINANCIERAS	202697	29,4	100,0	-2,3	31,9
VIII. Activos financieros	10149	1,5	5,0	29,9	1,2
IX. Pasivos financieros	24712	3,6	12,2	14,6	3,3
TOTAL OPERACIONES FINANCIERAS	34860	5,1	17,2	18,7	4,5
TOTAL PRESUPUESTO	237558		117,2	0,3	
SALDO OPERACIONES NO FINANCIERAS	-407,4	-0,1			0,0

Fuente: CEPREDE. Noviembre 2001, a partir de los datos del Proyecto de P.G.E. para el 2002.

Lo primero que nos llama la atención, frente al presupuesto del 2001, es el hecho de que, de entrada, se asume un cierto nivel de déficit (saldo de operaciones no financieras), frente al equilibrio neto que se recogía en los presupuestos del pasado año; si bien es cierto que este déficit puede venir generado por el cambio en los sistemas de financiación autonómica, de forma tal, que este ligero déficit se podría compensar con un mayor saldo de las administraciones territoriales, no incluidas en las cifras aquí presentadas.

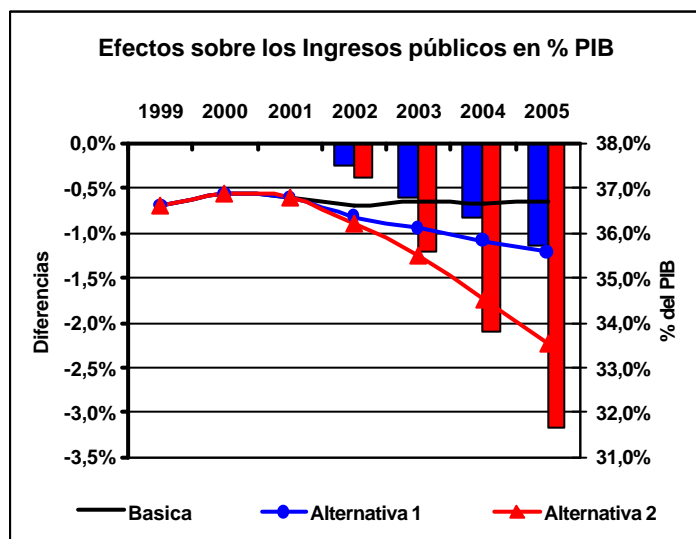
Si analizamos con detalle los valores de cada una de las partidas observaremos que, excepto en aquellas que se ven afectadas por los cambios en los sistemas de financiación autonómica, (Impuestos indirectos, cotizaciones sociales, y transferencias), no se aprecian cambios relevantes en la estructura de ingresos y gastos en porcentaje del PIB, por lo que podemos deducir que no se han tomado medidas especiales frente a la desaceleración cíclica a la que se enfrenta la economía española.

Al margen de las alteraciones inducidas por el cambio en el sistema de financiación autonómica, no se aprecian medidas fiscales especiales destinadas a afrontar el proceso de desaceleración cíclica.

En este sentido, un escenario menos favorable en términos de crecimiento económico, podría inducir un cierto déficit en las cuentas públicas que, tal como reflejábamos en un apartado precedente, podría situarse en torno al 0,2% del PIB bajo los condicionantes presentados en el escenario básico.

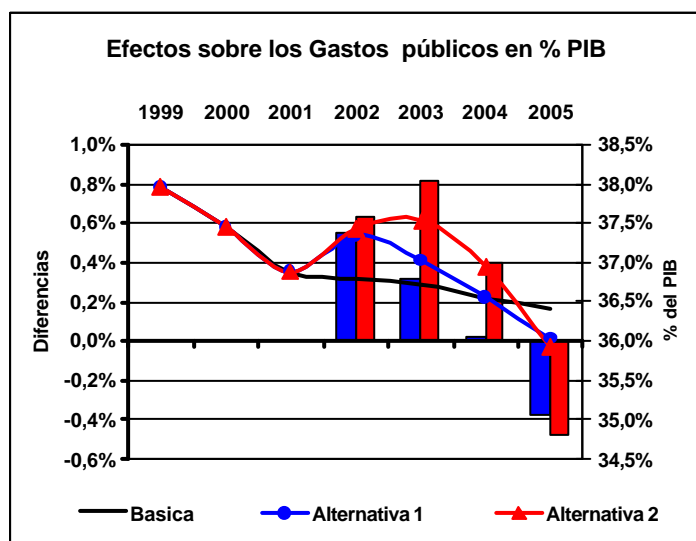
Una vez más, los riesgos fundamentales se centrarían, entonces, en la posibilidad de que se terminara registrado alguno de los escenarios alternativos, ya que, como hemos visto, el escenario básico se aproximaría bastante al reflejado en los presupuestos y no generaría problemas significativos.

A este respecto hemos elaborado los gráficos que presentamos a continuación donde se recogen las principales diferencias que se registrarían bajo nuestros dos escenarios alternativos.



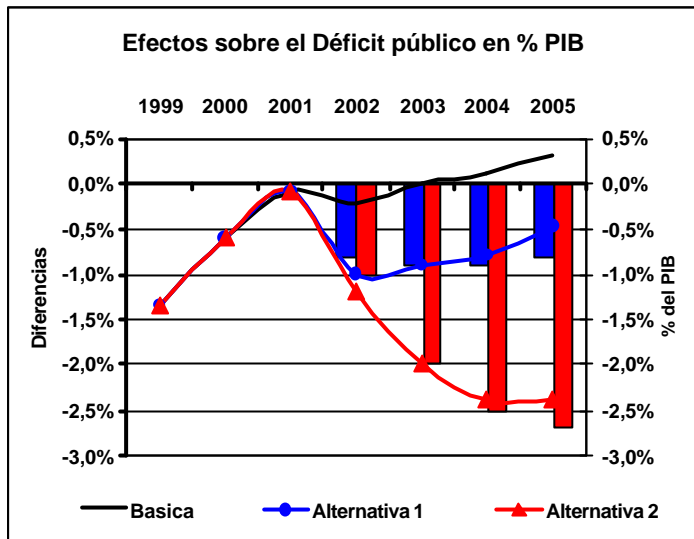
- **El total de ingresos presupuestarios se verían reducidos sensiblemente bajo cualquiera de los dos escenarios alternativos contemplados.** Esta reducción de ingresos iría aumentando progresivamente hasta alcanzar niveles del 1% del PIB, en la solución alternativa 1, y más del 3% en la alternativa 2.

Bajo cualquiera de las dos alternativas, esta reducción de ingresos provendría, en más del 45%, de la contención en las cotizaciones a la Seguridad Social, aproximadamente un 30% se debería a la contención de la recaudación por Impuestos directos (20% familias, 10% sociedades), mientras que la contención de impuestos indirectos justificaría el 25% restante.



- **El conjunto de gastos aumentaría durante los primeros años, si bien, la acumulación de déficit terminaría provocando un recorte a finales del horizonte de predicción.** En efecto, durante los tres primeros años, los gastos totales aumentarían en una media del 0,2% del PIB en el primer escenario alternativo y del 0,6% en el segundo; sin embargo, al final del periodo los gastos totales terminarían situándose incluso por debajo de los recogidos en la solución básica.

Este resultado final en términos de gastos agregados se produce como consecuencia de una contención progresiva del consumo público y las subvenciones que, a finales del periodo, consigue compensar el incremento del gasto en prestaciones sociales.



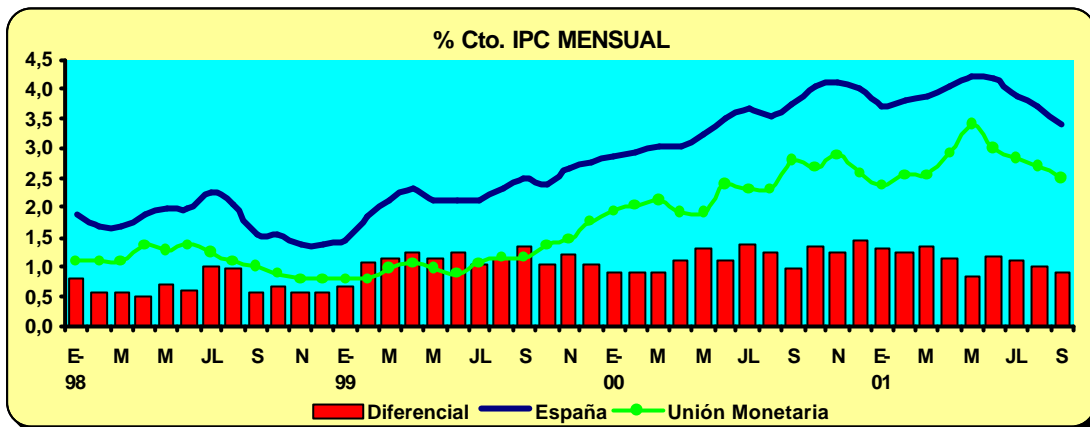
- El saldo de las Administraciones públicas permanecería en valores deficitarios bajo cualquiera de los dos escenarios alternativos. La diferencia fundamental entre ambas alternativas, al margen de la propia magnitud del aumento del déficit (0,9% en la primera y 2,1% en la segunda), se encuentra en la tendencia que presentan ambas estimaciones.

Así, mientras en la primera alternativa se produce un deterioro inicial pero se recupera la senda de aproximación al equilibrio presupuestario, en la segunda, el deterioro es cada vez mayor y tan sólo se estabiliza en niveles del 2,5% del PIB en el último año.

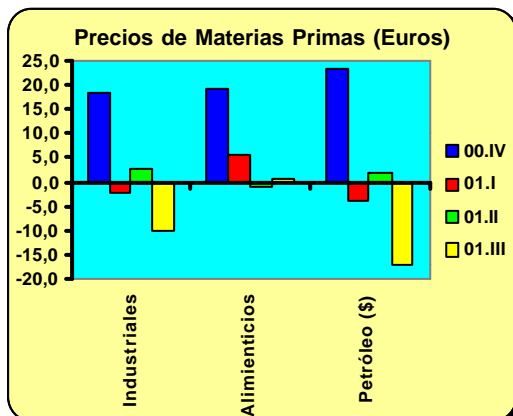
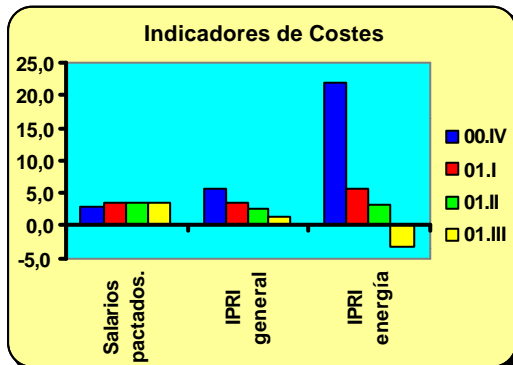
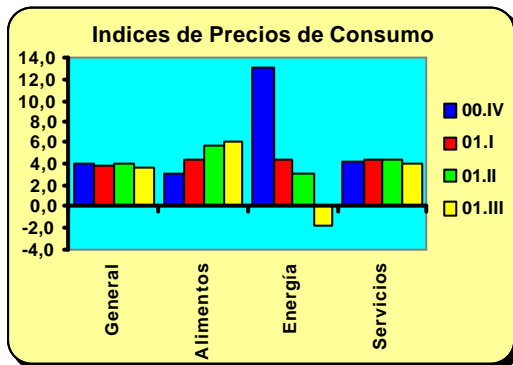
Cualquiera de los dos escenarios alternativos nos conduciría a una situación de déficit sostenido a medio plazo; si bien, mientras en la primera alternativa se retomaría la tendencia hacia el equilibrio, en la segunda, el deterioro sería progresivo hasta situar el déficit en torno al 2,5% del PIB.

Sección VII.- PRECIOS Y SALARIOS.

VII.1.- SITUACIÓN ACTUAL



El diferencial de inflación con respecto a la Unión Monetaria parece que va remitiendo levemente a medida que se consolida el proceso de contención general de precios.



.IPC	UDD	Mes	sp/sp	AA	Peso
General	sep-01	0,0	3,4	3,9	1,0
Subyacente	sep-01	-0,1	3,5	3,4	-
Alimentación	sep-01	0,5	5,8	5,4	0,3
Energía	sep-01	0,2	-3,0	1,9	0,0
Transportes	sep-01	0,1	0,1	2,2	0,2
Servicios	sep-01	-0,6	4,0	4,4	0,3
Vivienda	sep-01	0,3	3,0	3,9	0,2

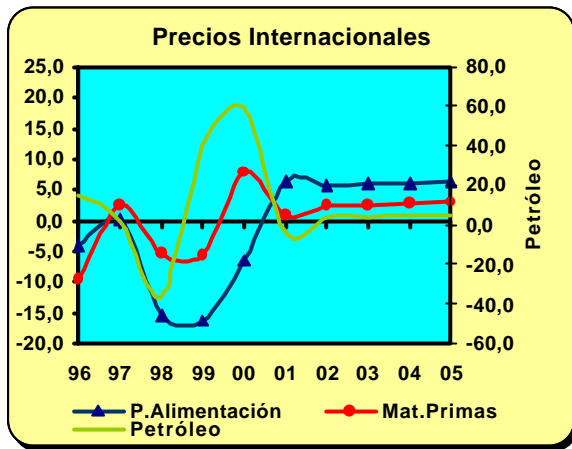
• La reducción de la inflación subyacente durante el último mes viene a corroborar la senda de contención de precios iniciada a mediados de año.

Costes	UDD	Cto.	AA
Salarios Pactados	sep-01	3,4	3,4
IPRI General	sep-01	0,6	2,5
Energía	sep-01	-7,0	1,8
B. Consumo	sep-01	3,5	3,1
B. Intermedios	sep-01	-2,1	2,3
B. Equipo	sep-01	1,0	1,4

• Los salarios pactados se aproximan a los niveles de inflación compensando así la contención de los costes de otros inputs.

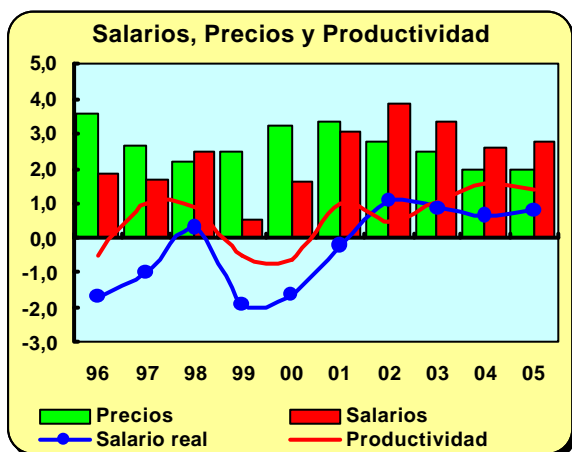
Materias Primas (Sep. 2001)	% cto en un mes		% cto. en un año	
	En \$	En Pta.	En \$	En Pta.
General	-2,9	-4,8	-12,8	-17,8
Alimentación	-4,0	-5,8	-8,1	-13,4
Indus. General	-7,1	-8,9	-19,1	-23,7
Indus. N. Aliment.	-11,1	-12,8	-15,5	-20,3
Indus. Metal	-3,7	-5,6	-21,7	-26,2
Petróleo (Brent)	-19,5	-21,1	-33,5	-37,3
Cto T.Pta/\$:	Mens:2,0		Anual:6,1	

VII.2.- PERSPECTIVAS A CORTO Y MEDIO PLAZO



- **El descenso de actividad provocará una caída en los precios internacionales de materias primas, y fundamentalmente del petróleo.** Aunque nuestra predicción básica contempla una reducción de los precios del petróleo hasta los 26 \$ por barril en el 2001 y 23 \$/barril en el 2002, como consecuencia de la caída de la demanda, no serían descartables escenarios alternativos con una menor caída de precios como consecuencia, bien de una generalización de los acuerdos de reducción de la producción, o bien como consecuencia de una ampliación del conflicto en el que se vieran involucrados los países productores, tal como se recoge en nuestras predicciones alternativas.

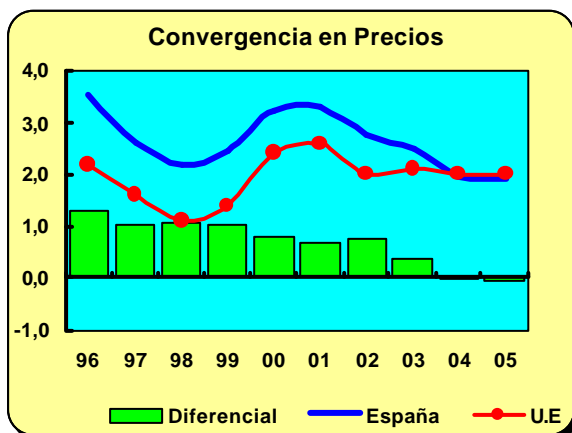
En cualquier caso, a medio plazo nuestra estimación sigue situando los precios medios en el entorno de los 30 \$/barril a finales del horizonte de predicción.



- **La evolución registrada en los incrementos salariales pactados en convenio refuerza la idea de una ligera recuperación de salarios reales a partir del próximo ejercicio.** De continuar la actual tendencia de contención de precios, a finales del presente año las ganancias salariales pactadas en convenio se situarán ya ligeramente por encima de la inflación, lo que supondría una ligera ganancia de salario real.

A medio plazo, cabe esperar que la recuperación de la productividad y la progresiva contención de la tasa de paro se terminen traduciendo en unos ligeros incrementos de salarios reales compatibles con el proceso esperado de contención de la inflación.

Lógicamente, el riesgo a más largo plazo sigue situándose en la progresiva escasez de mano de obra que presionaría al alza los costes salariales asumidos por determinados sectores de actividad.



- **La relajación de la política monetaria junto con el mayor crecimiento esperado para la economía española inducirá un cierto aumento del diferencial de inflación durante el próximo año.** El efecto diferencial de la política monetaria común, supondrá, tal como hemos recogido en diversas ocasiones, que el diferencial de precios de la economía española se ensanche ligeramente durante los próximos trimestres, si bien, a medio plazo, la aproximación entre las tasas de crecimiento real irá diluyendo este diferencial hasta hacerlo prácticamente nulo a finales del horizonte de predicción.

VII.3.- ALTERNATIVAS Y REVISIONES DE LA PREDICCIÓN

Predicciones alternativas prec. consumo:			
Fuente	Fecha	2000	2001
BBVA	oct-01	3,8	3,0
Carlos III	oct-01	3,8	3,1
JP Morgan	oct-01	3,7	2,1
G.Sachs	oct-01	3,7	2,2
The Economist	nov-01	3,7	2,3
M.Stanley	oct-01	3,7	2,4
FUNCAS	oct-01	3,7	2,5
Consensus	oct-01	3,7	2,7
Banesto	oct-01	3,7	2,7
ICO	oct-01	3,7	2,9
I.E.E.	oct-01	3,7	2,9
La Caixa	oct-01	3,7	3,0
UBS	oct-01	3,7	3,0
CEPREDE	nov-01	3,6	2,8
P.G.E. (*)	sep-01	3,6	2,8
FMI	oct-01	3,5	2,6
OCDE	abr-01	3,2	2,8
C. Europea	may-01	3,1	2,2
Media		3,6	2,7
	Máximo	3,8	3,1
	Mínimo	3,1	2,1

(*) Deflactor del Gasto Privado

CEPREDE se encuentra entre el conjunto de instituciones que han revisado al alza las previsiones de inflación para el próximo año 2002, como consecuencia, fundamentalmente, de una valoración más expansiva de las perspectivas de evolución de salarios y de la contención adicional de los tipos de interés.

	Datos para 2001 en:					Datos para 2002 en:				
	Nv-99	My-00	Nv-00	My-01	Nv-01	Nv-99	My-00	Nv-00	My-01	Nv-01
Deflactor PIB	2,0	2,9	3,4	3,4	3,8	2,6	1,9	2,6	3,0	3,2
Deflactor C. Privado	2,3	2,5	2,9	3,2	3,3	2,4	2,1	2,3	2,5	2,8
Deflactor C. Público	1,8	2,8	3,1	3,4	3,0	2,3	2,8	2,9	2,9	2,5
Deflactor Inversión	2,5	2,7	6,3	6,0	4,3	2,0	2,1	4,3	3,5	2,6
Deflactor Exportaciones	0,9	1,3	4,3	4,6	3,7	1,7	0,2	2,6	2,5	2,4
Deflactor Importaciones	2,0	6,0	5,5	6,3	2,9	1,0	1,1	1,6	2,1	1,0
Cto. Salar. por persona	2,3	3,5	3,6	3,0	3,6	2,7	3,6	2,7	3,5	3,9
Cto. Salar. Real Persona	0,0	1,0	0,7	-0,2	0,3	0,3	1,5	0,4	1,0	1,1

La revisión de las perspectivas de inflación para España es ligeramente superior a la adelantada para la Unión Europea durante el próximo año, lo que se traducirá, como decíamos en el apartado anterior, en un cierto ensanchamiento del diferencial de inflación.

Revisión media		UE-11	USA	Japón	OCDE
Inflación	2001	0,5	0,4	-0,3	0,3
	2002	0,1	-0,1	-0,7	-0,2

Aumento de las perspectivas de evolución de la inflación que podrían traducirse en un ligero aumento de nuestro diferencial con la media europea.

- Si eliminamos las estimaciones más alejadas en el tiempo, las perspectivas de inflación presentan un entorno bastante cerrado para el presente año 2001, adelantándose un crecimiento medio en torno al 3,7%.

- No sucede lo mismo para el próximo año, donde la incertidumbre es muy elevada, recorriendo el rango de predicción desde el 2,1 hasta el 3,1%.

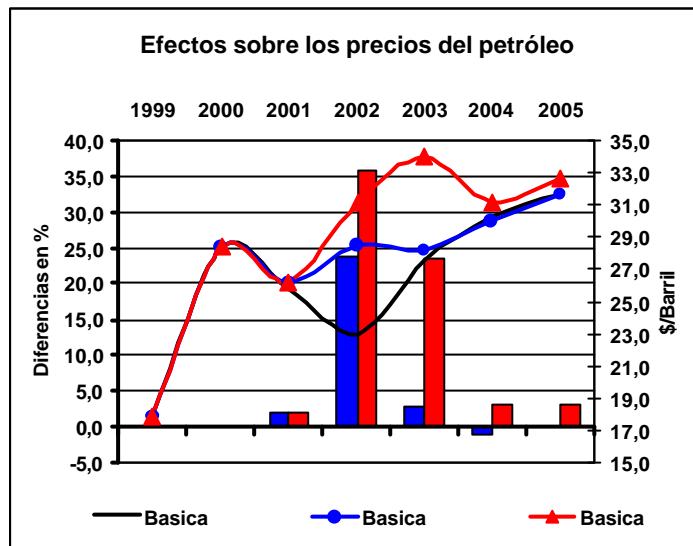
- En cualquier caso, todas las instituciones aquí recogidas coinciden en adelantar una significativa reducción de la inflación para el 2002 que, en términos medios, se sitúa casi un punto por debajo de la estimada para el presente año.

- De la comparación de las actuales estimaciones con las realizadas hace seis meses se deduce un aumento claro en las expectativas de inflación para el presente año, que se sitúan medio punto por encima que las presentadas en nuestro informe anterior. Por el contrario, la revisión de previsiones para el 2002 es bastante más confusa, y aunque en promedio se han modificado ligeramente al alza, en un 0,2%, 4 de cada 10 instituciones han revisado a la baja las estimaciones realizadas en Mayo.

VII.4.- CONDICIONANTES Y RIESGOS DE LA PREDICCIÓN

De la misma forma que veíamos en los apartados anteriores, vamos a recoger aquí los principales resultados comparativos que se deducen del análisis de nuestros tres escenarios alternativos.

Comenzaremos por reflejar las variaciones estimadas en los precios del crudo de petróleo sobre cada uno de los escenarios alternativos, dado que es ésta la fuente originaria de las principales variaciones en la evolución de la inflación.



- Los precios del petróleo se verían incrementados como consecuencia del aumento de la incertidumbre y la implicación en el conflicto de algunos países productores.

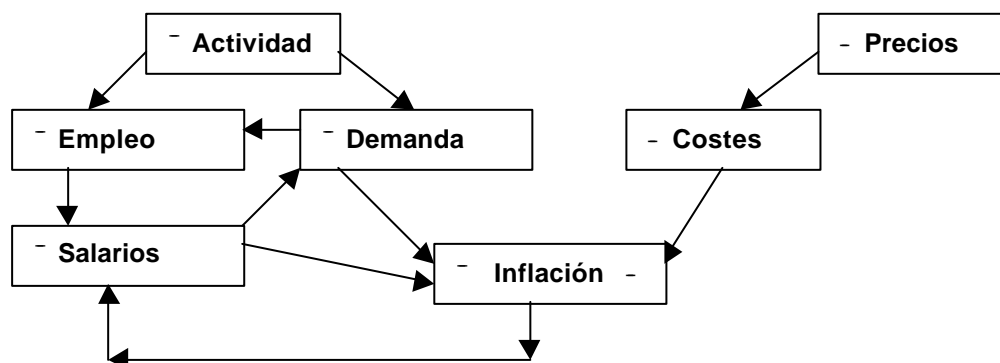
Partiendo de esta hipótesis inicial se han inducido unos impactos sobre los precios del petróleo, concentrados en el año 2002, en el caso de la primera alternativa, y más prolongados en el tiempo, en el caso de la segunda; para aproximarse, en ambas alternativas a los valores recogidos en el escenario básico a finales del horizonte de predicción.

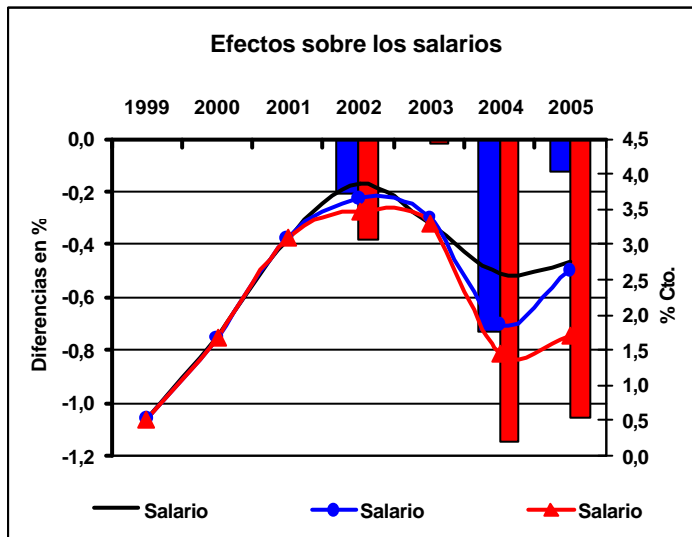
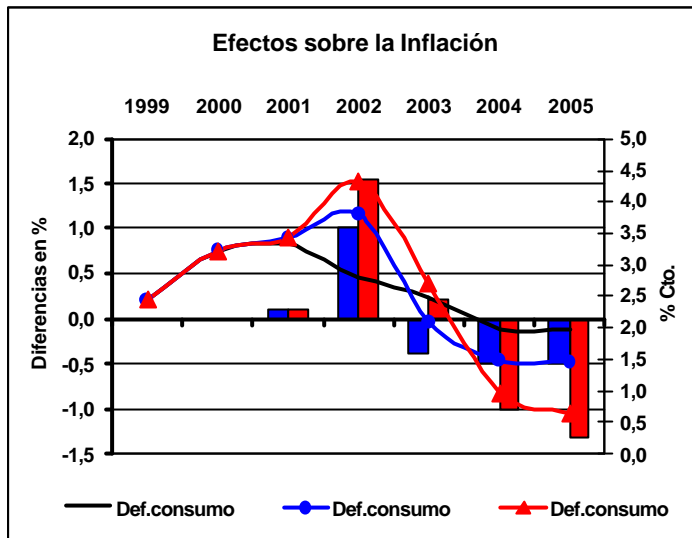
Una vez reflejado este impacto inicial, y sus efectos sobre los precios de consumo y de exportación a nivel internacional, los efectos finales sobre la inflación española, serían la resultante de dos tendencias contrapuestas.

Por una parte nuestra inflación tendería a aumentar en la medida que se incrementan los costes de los productos importados, mientras que, por otro lado, la contención de la demanda y la moderación de las reivindicaciones salariales en un entorno de mercado laboral menos dinámico, tenderían a reducir las presiones inflacionistas, tal como se refleja en el gráfico que presentamos a continuación.

Al igual que veíamos en el caso del empleo, el sistema se retroalimenta, por la doble vía de la interacción entre salarios y precios, así como por el efecto de los salarios sobre la demanda y el empleo.

Gráfico VII.1.
Esquema de efectos sobre la inflación.





- De acuerdo con los resultados de nuestro modelo, los efectos iniciales sobre la inflación serían negativos, y se irían corrigiendo paulatinamente a medida que avanzamos en el horizonte de predicción.

Durante el primer año, el impacto del incremento de los costes no se ve compensado por la contención de los salarios, generando un aumento de la inflación del 1% en la primera solución alternativa y del 1,5% en la segunda.

A partir de ese momento, donde la diferencia en los precios del petróleo empieza a diluirse, el efecto de la contención de la demanda empieza a ser más efectivo y modera los niveles de inflación hasta situarlos, incluso, por debajo de la solución básica en el caso de la primera alternativa.

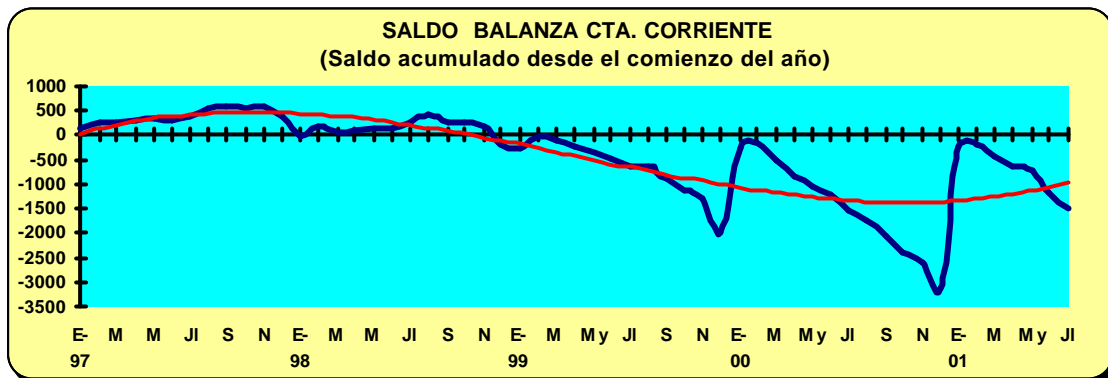
- El crecimiento salarial se vería ligeramente reducido a corto plazo, pero no experimentaría cambios significativos hasta que se consolida el proceso de contención de la inflación. En un primer momento los salarios reaccionarían a la baja ante la reducción en los ritmos de creación de empleo, pero volverían a situarse en niveles similares a los de la solución básica como consecuencia de la elevación de la inflación, en el 2002.

A partir de ese momento, se irían reduciendo a medida que se reducen también las expectativas de inflación.

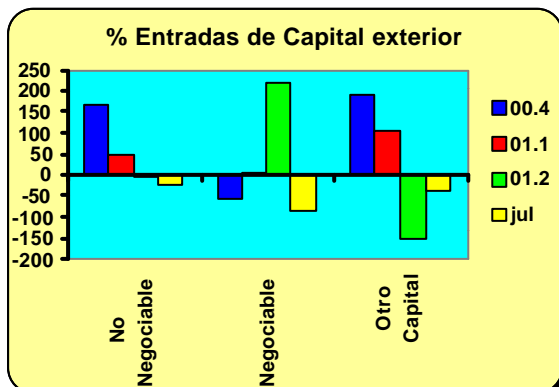
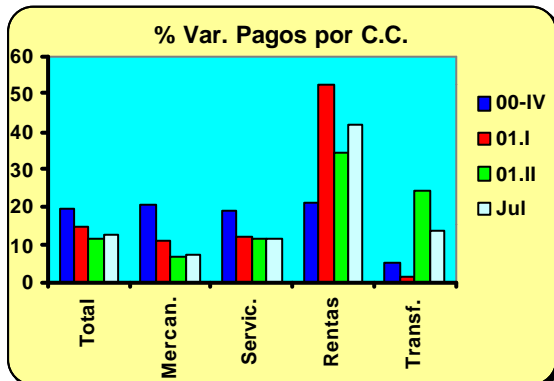
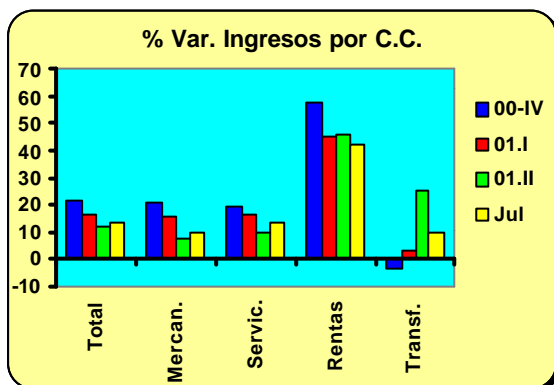
En las soluciones alternativas se refleja un incremento de la inflación a corto plazo, como resultado del aumento de los precios del petróleo, que se iría corrigiendo progresivamente, hasta situarse en niveles inferiores a los de la solución básica, como consecuencia de la contención en los ritmos de actividad y, por tanto, de la presión de la demanda.

Sección VIII.- DÉFICIT EXTERIOR.

VIII.1.- SITUACIÓN ACTUAL



El turismo y la ligera reducción del déficit comercial han hecho posible la mejoría de la balanza por cuenta corriente española hasta julio, reduciéndose el déficit en un 1,7% frente al mismo periodo del año anterior.



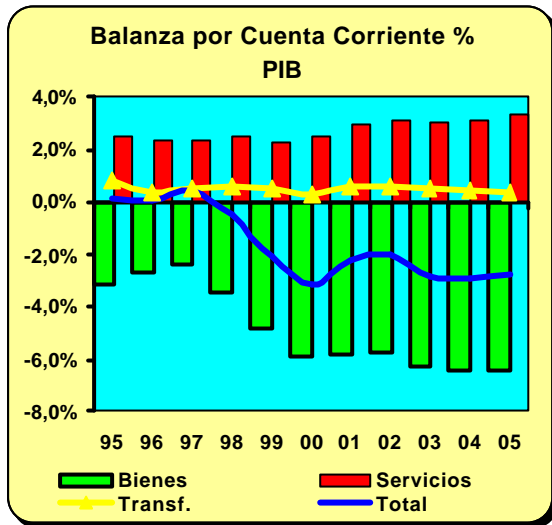
Balanza por Cuenta Corriente					
		UDD	Cto.	AA	M.Mill.
INGRESOS					
Mercancías	Jul-01	1,9	10,0		1963
Turismo	Jul-01	17,1	13,1		571
Otros serv.	Jul-01	15,5	14,0		385
Rentas	Jul-01	23,2	42,2		248
Transferencias	Jul-01	-2,7	9,6		218
Total ingresos	Jul-01	8,0	13,3		3386
PAGOS					
Mercancías	Jul-01	0,2	7,6		2529
Turismo	Jul-01	12,1	12,2		96
Otros serv.	Jul-01	9,9	10,5		441
Rentas	Jul-01	37,3	41,9		399
Transferencias	Jul-01	22,9	14,0		163
Total pagos	Jul-01	8,1	12,2		3628
SALDO DEL PERÍODO EN 2000 y 2001					
Enero-Julio		2000	2001	Diferencia	
Mercancías		-534	-566	-32	
Turismo		424	476	52	
Otros serv.		-58	-56	3	
Rentas		-144	-151	-6	
Transferencias		58	55	-3	
Total BCC		-255	-242	13	

(1) Valores acumulados del año

- Significativa contención en los ritmos de expansión de las partidas de ingresos y gastos fundamentalmente de mercancías.

	UDD	Mes	AA
Var. de activos	Jul-01	-372,7	9192,7
Var. de Pasivos	Jul-01	724,1	8448,9
Var. de Reservas	Jul-01	55,1	51,9
Cta. Financiera	Jul-01	-153,7	-832,3

VIII.2.- PERSPECTIVAS A CORTO Y MEDIO PLAZO



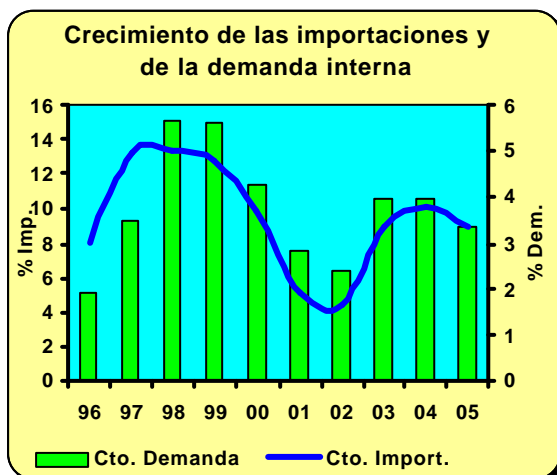
• La contención de actividad y precios a nivel internacional se traducirá en una reducción del déficit exterior de la economía española durante el bienio 2001-2002 respecto a los valores alcanzados en el 2000. A medio plazo se mantendrán las tendencias apuntadas durante los últimos años, que señalan un progresivo aumento en el déficit de mercancías, compensado parcialmente con la aportación del saldo turístico.

Así mismo, se adelanta una progresiva contención del déficit de rentas, como resultado del mayor posicionamiento de la inversión española en el exterior, y una cierta reducción de las transferencias procedentes de la Unión Europea.

Saldos medios por subperíodos (En % del PIB)

	1993-1996	1997-2000	2001-2002	2003-2005
Bienes	-3,0%	-4,2%	-5,8%	-6,4%
Servicios	-0,5%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
Turismo	3,5%	4,3%	4,9%	5,4%
Rentas	-1,0%	-1,4%	-1,2%	-1,0%
Transf.	0,4%	0,5%	0,6%	0,4%
Total C.C.	-0,6%	-1,3%	-2,1%	-2,4%

Fuente: CEPREDE. Noviembre 2001.



• Tras un año de excepcional crecimiento del comercio mundial, se aprecia una fuerte desaceleración, que se irá corrigiendo a media que se recupere la actividad. Nuestra solución básica contempla una significativa reducción de exportaciones, hasta valores inferiores al 4% para el próximo año, para recuperar progresivamente ritmos de crecimiento similares a los registrados a finales de los noventa.

• En paralelo con la demanda interna, las importaciones están sufriendo un proceso de contención que se prolongará hasta el segundo trimestre del próximo año. En términos medios, las tasa de crecimiento de las importaciones se reducirá hasta el 5% durante el presente año, y algo menos durante el 2002.

A medio plazo, una vez que se recupere la demanda interna, nuestras compras al exterior se verán incentivadas por la contención de precios mundiales y la ligera apreciación estimada de la divisa europea.

VIII.3.- ALTERNATIVAS Y REVISIONES DE LA PREDICCIÓN

Predicciones alternativas del saldo exterior:			
Fuente	Fecha	2001	2002
P.G.E (*)	oct-01	-3,2	-3,1
C. EUROPEA	pri-01	-3,2	-3,0
FUNCAS	sep-01	-3,2	-3,0
I.C.O.	sep-01	-3,0	-3,0
I.E.E.	sep-01	-3,0	-3,0
Consensus	oct-01	-3,0	-2,9
JP Morgan	oct-01	-3,0	-2,9
La Caixa	sep-01	-2,9	-2,7
BBVA	sep-01	-2,7	-2,3
Intermoney	sep-01	-2,5	-1,5
ICAE	sep-01	-2,4	-3,2
Carlos III	sep-01	-2,4	-2,3
Caja Madrid	sep-01	-2,4	-2,2
F.M.I	sep-01	-2,3	-2,1
CEPREDE	nov-01	-2,3	-2,0
BCSH	sep-01	-2,2	-2,3
Goldman Sachs	oct-01	-2,1	-2,0
Media		-2,7	-2,6
Máximo		-2,1	-1,5
Mínimo		-3,2	-3,2

(*) Operaciones corrientes

En CEPREDE, hemos revisado ligeramente al alza el saldo final de la balanza por cuenta corriente, tanto para el presente año (+0,1%) como para el 2002 (+0,2%); si bien estas cifras son poco significativas en relación con las revisiones efectuadas sobre cada una de las partidas individuales.

Así, como puede observarse en el cuadro adjunto, las estimaciones de crecimiento, tanto de los ingresos, como de los pagos por mercancías, se han visto reducidos significativamente, hasta situarse en cifras de crecimiento del orden del 50% de las adelantadas en Mayo.

	Datos para 2001 en:					Datos para 2002 en:				
	Nv-99	My-00	Nv-00	My-01	Nv-01	Nv-99	My-00	Nv-00	My-01	Nv-01
Ingresos Mercancías	11,5	11,5	11,4	14,8	7,9	12,5	9,4	11,4	12,3	6,4
Ingresos Turismo	10,2	11,9	12,4	11,1	8,9	11,1	9,4	10,0	10,7	7,6
Ingresos Otros Serv.	10,1	11,3	14,0	17,3	18,4	12,0	8,6	13,5	9,5	8,5
Ingresos Rentas	15,1	16,0	15,4	14,1	13,3	13,0	15,2	15,6	10,4	7,7
Pagos Mercancías	10,4	11,6	11,8	12,9	7,3	13,0	12,2	13,4	11,7	5,8
Pagos Turismo	11,0	13,3	13,0	9,9	9,2	11,7	12,4	15,0	9,6	8,4
Pagos Otros Servicios	12,2	15,5	10,6	15,5	13,2	12,7	15,1	5,7	9,7	8,9
Pagos Rentas	8,2	11,5	4,2	4,4	4,1	10,5	7,8	7,5	6,6	4,8
Saldo B.C.C en % PIB	-1,0	-1,7	-3,2	-2,4	-2,3	-2,0	-2,5	-3,4	-2,2	-2,0

Revisión media		UE-11	USA	Japón	OCDE
% Saldo en % del PIB	2001	0,3(+)	0,3(-)	-0,5(+)	0,2(-)
(-) Déficit (+) Superávit	2002	0,3(+)	0,3(-)	-0,2(+)	0,2(-)

Ligera mejora en las perspectivas de evolución de nuestro saldo exterior, en línea con las revisiones efectuadas para el conjunto de la Unión Europea.

- Al igual que sucedía con el resto de variables, la dispersión es la nota dominante en el análisis de las estimaciones alternativas, que presentan unos resultados medios de contención del déficit exterior durante el presente año en relación con los resultados del 2000.

- Igualmente, para el próximo año 2002, la mayoría de las instituciones coinciden en adelantar una corrección adicional de nuestro desequilibrio exterior; si bien, la elevada dispersión entre las distintas valoraciones hace que los resultados medios de consenso presenten valores muy próximos en ambos ejercicios.

- Respecto a la variación en las expectativas con respecto a lo que se opinaba hace seis meses, se aprecia una ligera mejora en la mayoría de las estimaciones individuales (el 80% de las estimaciones han sido revisadas al alza), tanto para el presente año como para el 2002, obteniéndose, en términos medios, una corrección del déficit por cuenta corriente en torno al 0,1% del PIB.

VIII.4.- CONDICIONANTES Y RIESGOS DE LA PREDICCIÓN

Ya adelantábamos en el capítulo IV, dedicado al crecimiento económico, que una de las magnitudes que en mayor medida se podría ver afectada por nuestros escenarios alternativos era, precisamente, el conjunto de la demanda exterior.

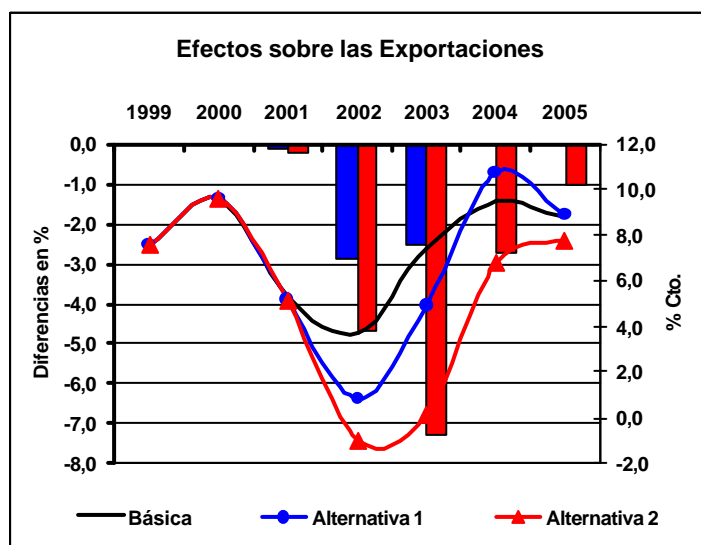
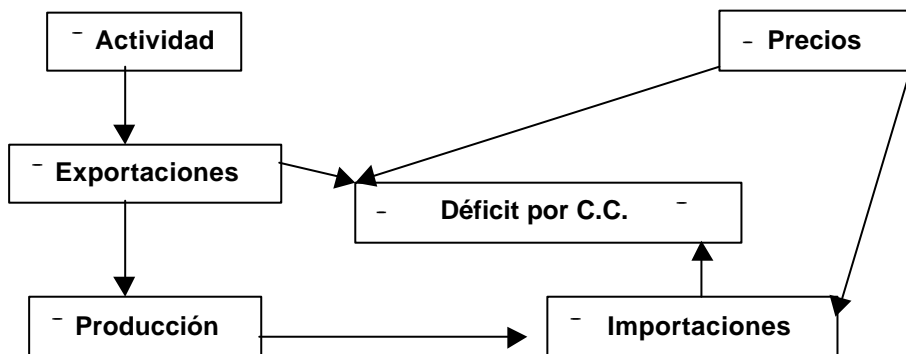
Una vez más, vamos a tratar de recoger aquí los efectos que se generarían sobre los principales componentes de la balanza de pagos, comenzando, lógicamente, por las partidas de exportaciones e importaciones de bienes y servicios.

En esta ocasión, la cadena de efectos se presenta bastante más compleja ya que interactúan factores de actividad, junto con precios relativos y variaciones en los tipos de cambio, elemento este último que, tal como recogemos en los capítulos siguientes, es bastante difícil de valorar en un entorno de escenarios complejos como el que estamos barajando.

En cualquier caso, lo que sí parece claro es que los descensos de actividad mundial, generarían un deterioro de nuestras exportaciones, que se traduciría en una menor producción, y que, a su vez, contendría nuestras importaciones.

El efecto final sobre el saldo comercial, dependerá de la intensidad de la caída de nuestras ventas al exterior en relación con la contención de las importaciones, matizado por la evolución de los precios relativos de los productos nacionales y los importados, tal como se refleja en el gráfico que presentamos a continuación.

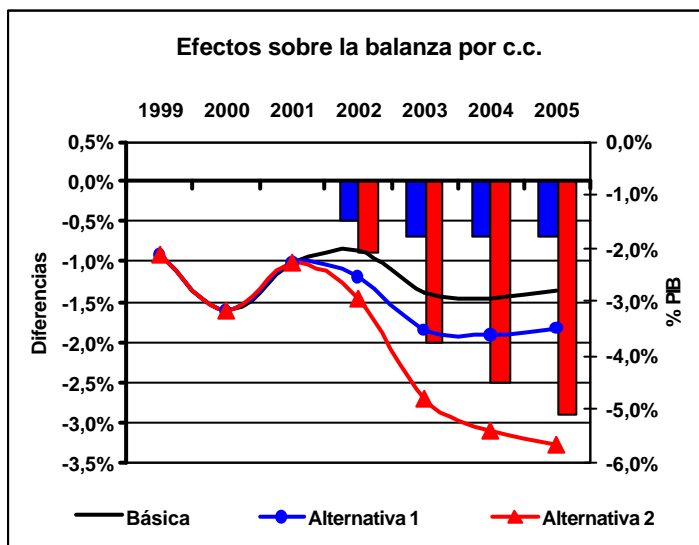
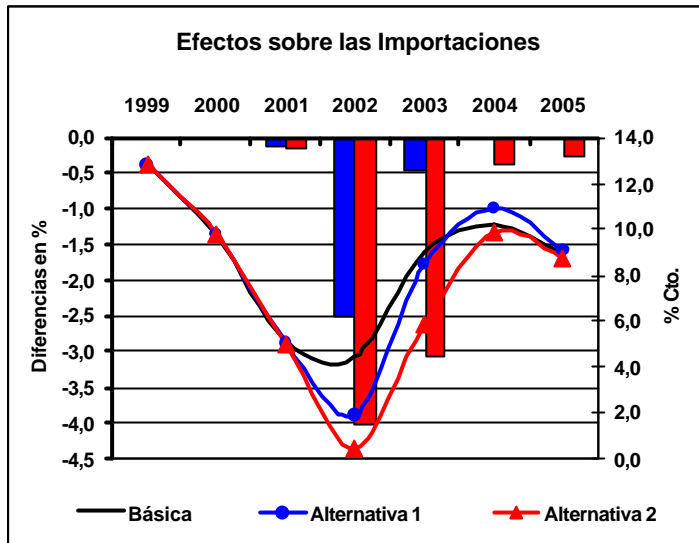
Gráfico VIII.1.
Esquema de efectos sobre el saldo exterior.



- Como resultado de la caída en la demanda mundial nuestras exportaciones experimentarían un retroceso en relación con el escenario básico, especialmente acusado en el caso de la segunda alternativa.

En efecto, bajo la primera alternativa nuestras exportaciones se reducirían en torno al 2,5% durante el bienio 2002-2003, para recuperar, posteriormente, tasas incluso ligeramente superiores a las de la solución básica.

Por el contrario, el segundo escenario alternativo nos conduciría a una contención neta de nuestras exportaciones durante el 2002 y el 2003, y seguiría presentando efectos diferenciales hasta finales del periodo analizado.



- Las importaciones reales se verían igualmente reducidas, aunque en una proporción sensiblemente inferior a las exportaciones.

Así, en el primero de los escenarios alternativos, las importaciones se verían reducidas en torno al 2,5% durante el 2002, y algo menos de medio punto en el año siguiente, para situarse, posteriormente, en valores similares a los de la solución básica.

En la segunda alternativa, los efectos sobre la importación serían, al igual que el caso anterior, más persistentes en el tiempo, y llegarían a suponer reducciones sobre el escenario básico en torno al 3% durante el 2002 y el 2003.

- De la misma forma que el déficit público, el déficit exterior se vería sustancialmente alterado bajo el segundo de los escenarios alternativos.

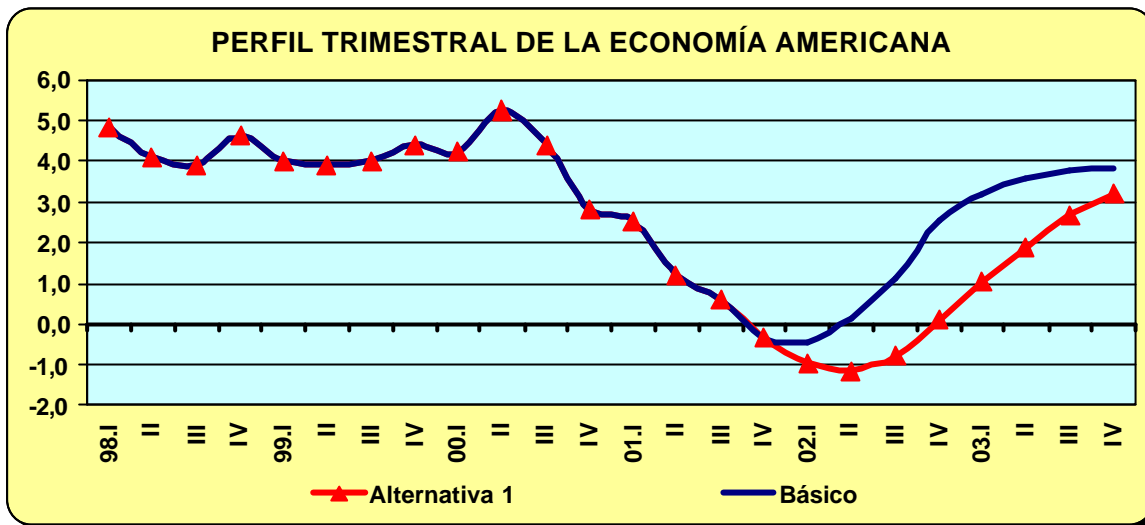
En efecto, como puede comprobarse en el gráfico adjunto, mientras que la primera alternativa nos conduciría a un déficit superior, aunque con la misma tendencia que el de la solución básica, en el caso de la segunda alternativa, el deterioro sería constante hasta finales del horizonte de predicción, pudiendo llegar a situarnos con un saldo deficitario superior al 5% del PIB.

Los efectos sobre el déficit exterior serían bastante negativos bajo cualquiera de los dos escenarios alternativos, dado que la contención de las exportaciones es bastante superior a la de las importaciones.

En el caso de la segunda alternativa (Escenario 3), el déficit por cuenta corriente podría llegar a elevarse por encima del 5% del PIB a finales del horizonte de predicción.

**Sección IX.- Alternativa 1.
Incertidumbres y Riesgos.**

IX.1.- CONDICIONANTES DE PARTIDA



Nuestra primera solución alternativa viene delimitada por el segundo de los escenarios diseñados en la Nota del Servicio de alerta a la que aludíamos en el primer apartado de condicionantes y riesgos del entorno internacional.

Este segundo escenario alternativo, denominado de "Incertidumbres y Riesgos" vendría delimitado por los siguientes condicionantes básicos:

- *La respuesta al terrorismo se prolonga a lo largo de 2002 e incluso la parte más visible del conflicto directo (Afganistán por el momento) se retrasa con el paréntesis del invierno.*
- *Dificultades para la coalición con intereses contrapuestos en varios países (Rusia, Israel, India,...) y reacciones internas hostiles en algunos países de apoyo (como Arabia Saudita y Pakistán).*
- *Al-Qa'ida y otras organizaciones terroristas mantienen su actividad con nuevos atentados, aunque de repercusiones controlables.*
- *Los países productores de petróleo se ven implicados en las hostilidades y el precio del barril sufre diversos impactos al alza a pesar de la debilidad de la demanda, lo que complica el panorama con una mayor tensión inflacionista.*
- *La incertidumbre se amplía en el tiempo y la recuperación se retrasa algunos trimestres aunque no pierde demasiado en intensidad.*
- *Los mercados financieros conviven en situación de inestabilidad al menos durante gran parte del próximo año.*

Fuente: Servicio de Alerta CEPREDE. Octubre 2001.

Efectos sobre el crecimiento			
	EE.UU	Japón	UE
01.I	0,0	0,0	0,0
II	0,0	0,0	0,0
III	0,0	0,0	0,0
IV	0,0	-0,1	0,0
02.I	-0,5	-1,1	-0,2
II	-1,3	-1,3	-0,5
III	-1,9	-1,1	-0,9
IV	-2,4	-1,1	-1,4
03.I	-2,2	-1,6	-1,5
II	-1,7	-0,7	-1,4
III	-1,1	-0,7	-1,0
IV	-0,6	-0,7	-0,5

Partiendo de estos condicionantes, hemos tratado de cuantificar los posibles efectos inducidos sobre las tres grandes economías mundiales, alterando los perfiles iniciales de crecimiento económico en las magnitudes que se reflejan en la tabla adjunta.

Como puede comprobarse en la citada tabla, los crecimientos esperados del PIB real se verían reducidos de forma progresiva respecto a la solución básica, hasta presentar una diferencia máxima a finales del 2002 y principios del 2003, con una magnitud de casi dos puntos y medio para Estados Unidos y en torno al punto y medio en Japón y la Unión Europea.

Efectos sobre la inflación			
	EE.UU	Japón	UE
01.III	0,0	0,0	0,0
IV	0,2	0,2	0,2
02.I	0,3	0,3	0,3
II	0,5	0,5	0,5
III	0,6	0,6	0,6
IV	0,4	0,4	0,4
03.I	0,2	0,2	0,2
II	0,1	0,1	0,1
III	0,0	0,0	0,0
IV	0,0	0,0	0,0

Efectos sobre los Tipos de Interés			
	EE.UU	Japón	UE
01.III	0,0	0,0	0,0
IV	0,2	0,2	0,2
02.I	0,3	0,3	0,3
II	0,5	0,5	0,5
III	0,6	0,6	0,6
IV	0,4	0,4	0,4
03.I	0,2	0,2	0,2
II	0,1	0,1	0,1
III	0,0	0,0	0,0
IV	0,0	0,0	0,0

Efectos sobre los tipos de cambio		
	Yen/\$	\$/Euro
01.III	0,0%	0,0%
IV	0,0%	0,0%
02.I	0,4%	0,4%
II	-0,2%	0,8%
III	-1,3%	1,0%
IV	-1,8%	1,1%
03.I	-1,3%	0,7%
II	-1,6%	0,3%
III	-1,2%	0,2%
IV	-0,7%	0,1%

Sobre las perspectivas de inflación actuarían dos corrientes contrapuestas, por un lado, la mayor presión de los precios petrolíferos generaría ciertas tensiones inflacionistas, mientras que, por otro lado, las caídas de actividad se traducirían en una menor demanda y, por tanto, una menor presión sobre los precios.

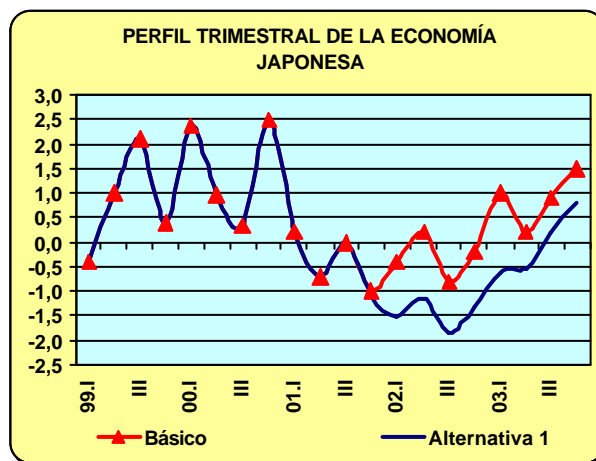
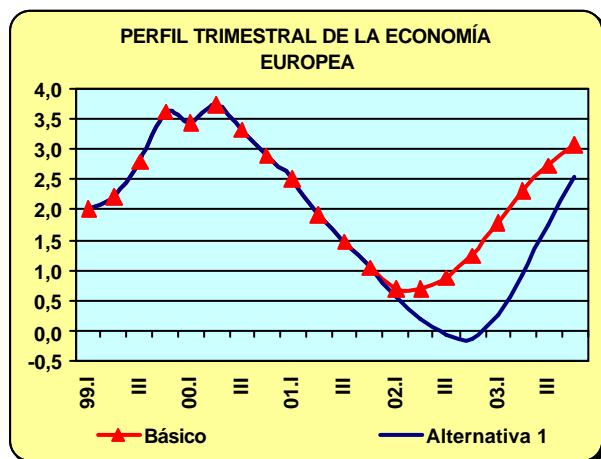
Barajando una elevación de los precios del petróleo hasta el entorno de los 30\$ por barril a finales del 2002, y considerando las elasticidades medias de la inflación frente al crecimiento económico y los precios de petróleo, esta primera solución alternativa se saldaría con un ligero incremento de la inflación, concentrado en la segunda mitad del próximo año, y que, en el peor de los casos, elevaría la inflación trimestral en algo más de medio punto.

Bajo este primer escenario alternativo, no se contemplan medidas adicionales de estímulo procedentes de la política monetaria, por lo que la evolución de los tipos de interés se ha mantenido, en términos reales, en los mismos valores recogidos en la solución básica.

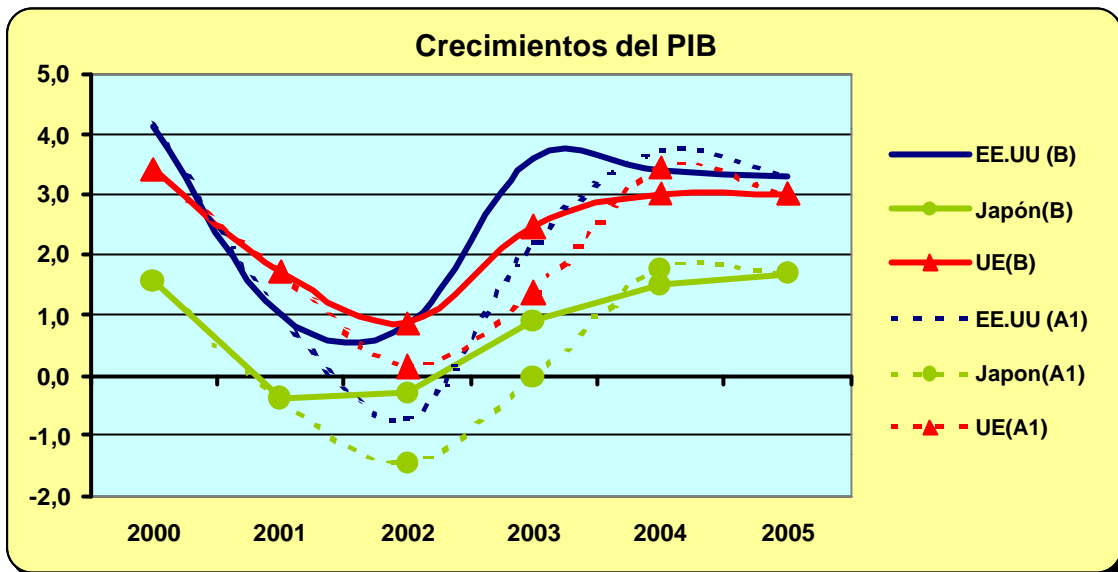
De esta forma, las diferencias que se observan en los tipos de interés nominales responden únicamente a las variaciones registradas en las estimaciones de inflación.

Respecto a los tipos de cambio, resulta difícil adelantar las respuestas de los mercados en este nuevo escenario de incertidumbre.

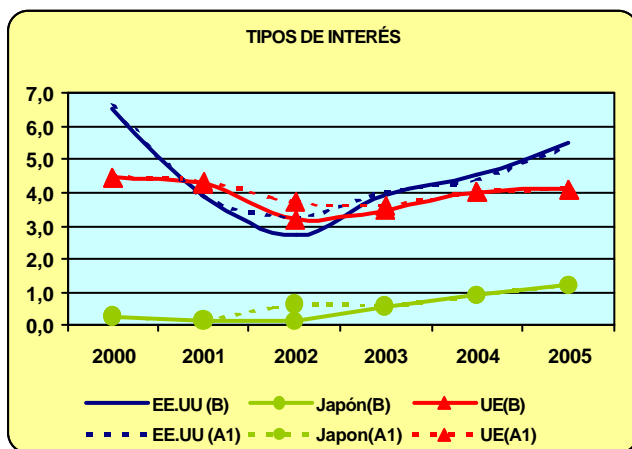
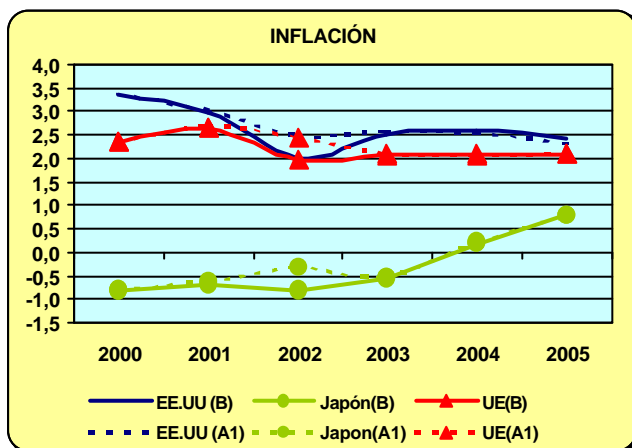
No obstante, y considerando que las variaciones de tipos de interés e inflación son similares para los tres grandes bloques, se ha considerado que las variaciones en los tipos de cambio responderían a las alteraciones en los diferenciales de crecimiento real, lo que se traduciría en una ligera depreciación del dólar dado que la economía americana se vería afectada en mayor proporción.



IX.2.- HIPÓTESIS DE SIMULACIÓN.



En valores anualizado, el nuevo perfil de crecimiento se traduciría en una reducción media del PIB real ligeramente superior al 1% para el conjunto de economías desarrolladas.



- Durante el año 2002, tanto Estados Unidos como Japón se situarían en posiciones de recesión neta, (tasas de crecimiento negativas) mientras que la Unión Europea presentaría un crecimiento prácticamente nulo.

Las diferencias respecto al escenario básico se irían reduciendo paulatinamente durante el año 2003, hasta volverse ligeramente positivas durante el 2004, como consecuencia de la mayor inercia expansiva.

- En términos de inflación, las diferencias sólo serían relevantes durante el próximo año, donde, como decíamos, se concentrarían las mayores tensiones en los mercados mundiales de crudo.

- Como consecuencia de esta elevación de la inflación, los tipos de interés frenarían el proceso de descenso iniciado durante el presente año y se mantendrían estabilizados hasta el 2003, momento en el que comenzarían a repuntar en paralelo con la reactivación de la actividad económica y su reflejo sobre los niveles de inflación.

Esta recuperación de tipos de interés sería más acusada en el caso de EE.UU. lo que redundaría en una cierta recuperación del dólar.

Una vez diseñado el nuevo escenario para las grandes economías desarrolladas, el panorama global de la economía mundial quedaría reflejado en las magnitudes que presentamos en la tabla que aparece a continuación.

Entorno Macroeconómico Internacional.
Solución Alternativa 1.- Incertidumbres y Riesgos

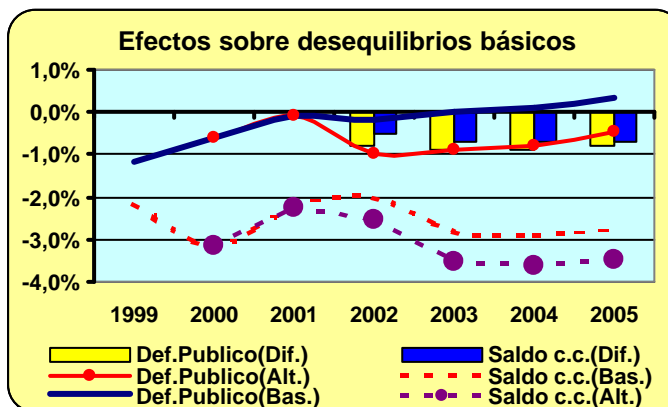
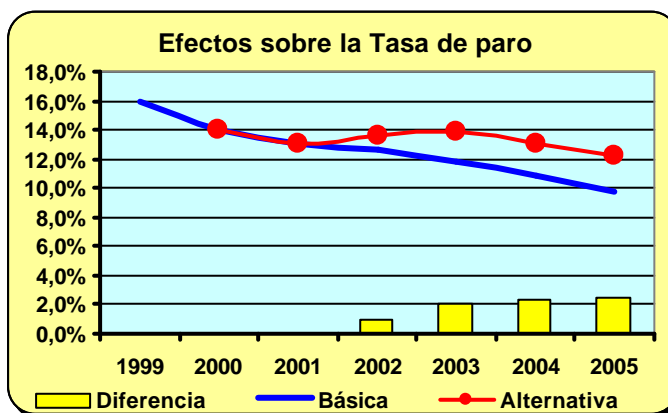
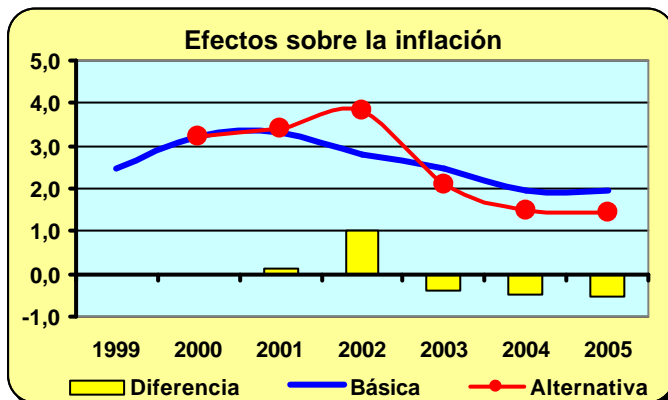
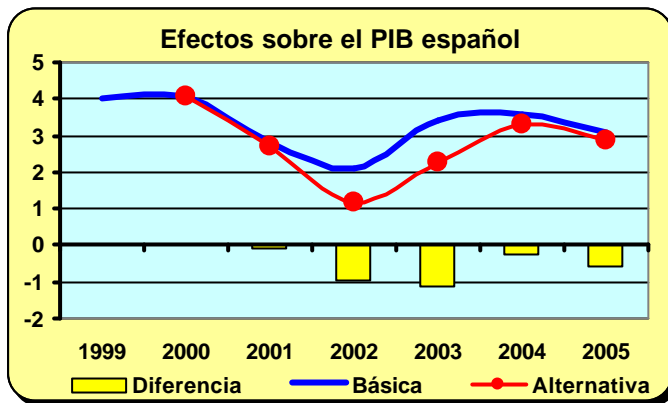
Tasas de crecimiento excepto indicación específica	2001	2002	2003	2004	2005	Diferencias con la solución básica 2001-2005
CRECIMIENTO MUNDIAL						
Total Mundial	1,5	0,2	1,8	3,7	3,5	-0,4
Países desarrollados	0,9	-0,6	1,3	3,1	2,9	-0,4
Estados Unidos	1,0	-0,7	2,2	3,7	3,3	-0,5
Japón	-0,4	-1,5	0,0	1,8	1,7	-0,4
Unión Europea	1,7	0,1	1,4	3,4	3,0	-0,3
Países en vías de desarrollo	3,4	2,8	3,5	5,7	5,6	-0,4
Latinoamérica y Caribe	1,7	1,8	2,8	5,1	4,7	-0,4
Sudeste asiático y China	4,1	3,1	3,8	6,1	6,0	-0,4
Este Europeo y Rusia	3,2	2,8	3,4	5,2	5,2	-0,3
INFLACIÓN						
Estados Unidos	3,0	2,5	2,6	2,6	2,3	0,1
Japón	-0,6	-0,3	-0,5	0,2	0,8	0,1
Unión Europea	2,7	2,4	2,1	2,1	2,1	0,1
Precios mundiales de exportación	3,0	2,8	2,0	1,6	1,5	0,1
OTRAS MAGNITUDES						
Comercio mundial	2,9	0,4	3,6	7,4	7,1	-0,8
Precios de petróleo	26,3	28,5	28,3	30,0	31,7	5,5%
Tipo de cambio \$/Euro	0,901	0,956	0,984	1,005	1,018	-0,2%

Fuente: CEPREDE. Noviembre 2001

Los rasgos finales de este nuevo escenario internacional podemos concretarlos en los siguientes puntos:

- El conjunto de las economías desarrolladas se aproximarían a la recesión neta durante el año 2002, recuperando, progresivamente, tasas de crecimiento similares a las recogidas en la solución básica.
- El comercio mundial se vería directamente afectado por el descenso de actividad en las economías desarrolladas, situándose, en promedio, casi un 1% por debajo de los valores presentados en el escenario básico.
- A través del comercio mundial, los descensos de actividad se trasladarían al conjunto de economías en desarrollo, que verían reducidos sus ritmos de crecimiento en una magnitud similar a la presentada por las economías desarrolladas.
- Los precios del petróleo experimentarían un ascenso medio del 5% frente a los valores recogidos en el escenario básico, mientras que el conjunto de los precios mundiales de exportación se vería también ligeramente incrementado.

IX.3.- PRINCIPALES RESULTADOS.



- El crecimiento del PIB español experimentaría con un cierto retraso las consecuencias del nuevo escenario internacional, reduciéndose su tasa de crecimiento en un 0,9% durante el próximo año y un 1,1% en el 2003, lo que supondría una contención ligeramente superior a la registrada por el conjunto de la Unión Europea.

- A corto plazo, los efectos sobre la inflación se verían sensiblemente amplificados frente a los registrados en la Unión Europea, si bien, a medio plazo, y una vez absorbido el impacto de los precios del petróleo, la contención del crecimiento se traducirá en una moderación de las tasas de inflación hasta situarse ligeramente por debajo de las contempladas en el escenario básico.

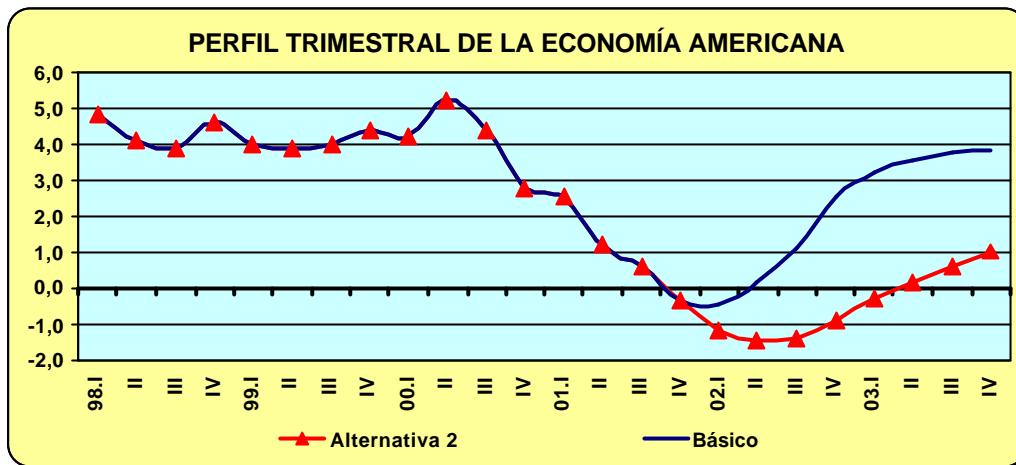
- La lucha contra el desempleo se vería dilatada en el tiempo. Este nuevo escenario con menor crecimiento y mayor inflación, al menos a corto plazo, supondría una paralización en la senda de contención de la tasa de paro, que se vería temporalmente aumentada durante el 2002 y 2003, con lo que, a finales del horizonte de predicción, seguiríamos presentando una tasa de desempleo similar a la registrada a finales del presente año.

- La elevación de los precios internacionales, unida a la caída del comercio mundial, se traduciría en un deterioro del saldo por cuenta corriente, que vería aumentar el déficit en algo más de medio punto del PIB en cada año.

- El equilibrio presupuestario desaparecería en un horizonte de medio plazo. La evolución del saldo presupuestario del sector público experimentaría un punto de inflexión durante el próximo año, y aún recuperando la tendencia hacia el equilibrio, permanecería en valores negativos a lo largo de todo el horizonte de predicción.

**Sección X.- Alternativa 2.
Escalada terrorista.**

X.1.- CONDICIONANTES DE PARTIDA



La segunda solución alternativa respondería al tercero de los escenarios recogidos en la citada Nota del Servicio de Alerta CEPREDE bajo la denominación de "Escalada Terrorista", y sus principales puntos de interés serían los que se recogen a continuación.

- *Algunos fracasos militares y daños colaterales debilitan la alianza.*
- *Los terroristas realizan nuevos atentados de cierta importancia.*
- *El coste económico en seguridad se dispara en los países occidentales y pasa a constituir una carga considerable.*
- *Se derrumba la confianza de consumidores e inversores.*
- *EEUU retrasa su recuperación económica hasta el 2003 e incluso entonces con un ritmo lento.*
- *Europa acusa en menor grado los efectos, pero su crecimiento en el 2002 sería poco significativo en caso de existir.*
- *Política aún más expansiva en EEUU y Europa. La elevación del gasto público podría terminar afectando a los tipos de interés a largo y desestimular a medio plazo la inversión.*
- *La globalización podría sufrir un retroceso y el comercio internacional estancarse, añadiendo nuevos obstáculos a la salida de la crisis.*

Fuente: Servicio de Alerta CEPREDE. Octubre 2001.

Efectos sobre el crecimiento			
	EE.UU	Japón	UE
01.I	0,0	0,0	0,0
II	0,0	0,0	0,0
III	0,0	0,0	-0,1
IV	0,0	0,0	-0,3
02.I	-0,7	-1,1	-0,6
II	-1,6	-1,4	-1,0
III	-2,5	-1,2	-1,6
IV	-3,4	-1,5	-2,1
03.I	-3,5	-2,2	-2,6
II	-3,4	-1,7	-2,9
III	-3,2	-2,0	-2,8
IV	-2,8	-2,1	-2,5

Este segundo escenario se podría cuantificar mediante una profundización en el descenso cíclico de las tres grandes economías, que verían además prologando sensiblemente este proceso de desaceleración, desplazándose entre uno y dos trimestres los mínimos cíclicos y suavizándose la pendiente de recuperación posterior.

Las diferencias frente a la solución básica se harían especialmente significativas a finales del 2002 y durante todo el año siguiente, alcanzándose unos crecimientos del PIB inferiores en más de 3 puntos en el caso de Estados Unidos, de 2 puntos y medio en Japón y en torno a 2 en la Unión Europea.

Efectos sobre la inflación			
	EE.UU	Japón	UE
01.III	0,0	0,0	0,0
IV	0,5	0,5	0,1
02.I	1,0	0,7	0,4
II	1,1	0,8	0,7
III	1,1	1,0	0,7
IV	1,0	1,0	0,8
03.I	0,7	0,7	0,7
II	0,4	0,6	0,6
III	0,2	0,4	0,5
IV	0,0	0,1	0,3

Efectos sobre los Tipos de Interés			
	EE.UU	Japón	UE
01.III	0,0	0,0	0,0
IV	0,3	0,9	-0,1
02.I	0,5	1,1	0,2
II	0,3	1,2	0,5
III	0,1	1,4	0,2
IV	0,2	1,4	0,3
03.I	0,1	1,1	0,3
II	0,0	1,0	0,3
III	-0,2	0,8	0,1
IV	-0,4	0,5	-0,1

Efectos sobre los tipos de cambio		
	Yen/\$	\$/Euro
01.III	0,0%	-0,1%
IV	0,0%	-0,3%
02.I	-1,0%	0,3%
II	-0,7%	0,4%
III	0,1%	0,8%
IV	0,7%	1,2%
03.I	0,2%	0,7%
II	0,7%	0,2%
III	0,2%	0,1%
IV	-0,2%	0,0%

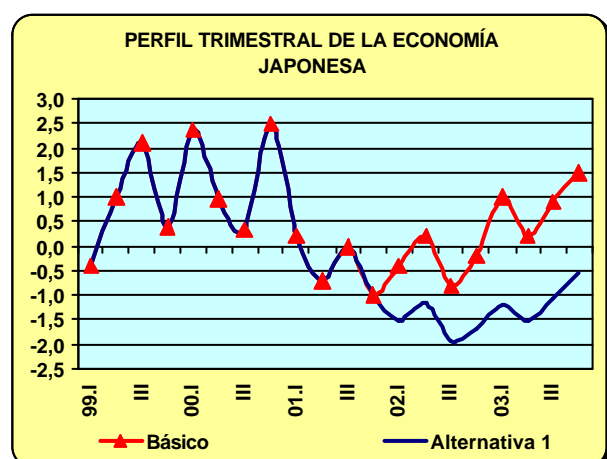
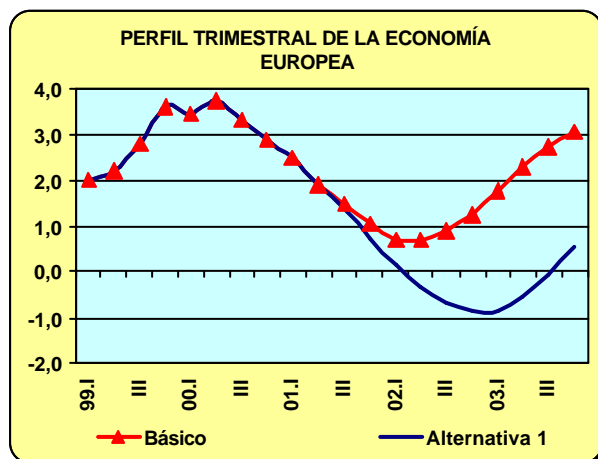
Al igual que veíamos en el escenario anterior, la inflación estaría sometida a las dos corrientes contrapuestas, la desaceleración de actividad y la elevación de los precios del crudo.

Teniendo en cuenta que, en este segundo escenario, los precios del crudo se elevarían por encima de los 35\$ a mediados del año 2003, lo que los situaría casi un 40% por encima de la solución básica, los efectos finales sobre la inflación serían bastante más significativos, situándose un 1% por encima del escenario básico durante el 2002 y algo más de medio punto durante el año siguiente.

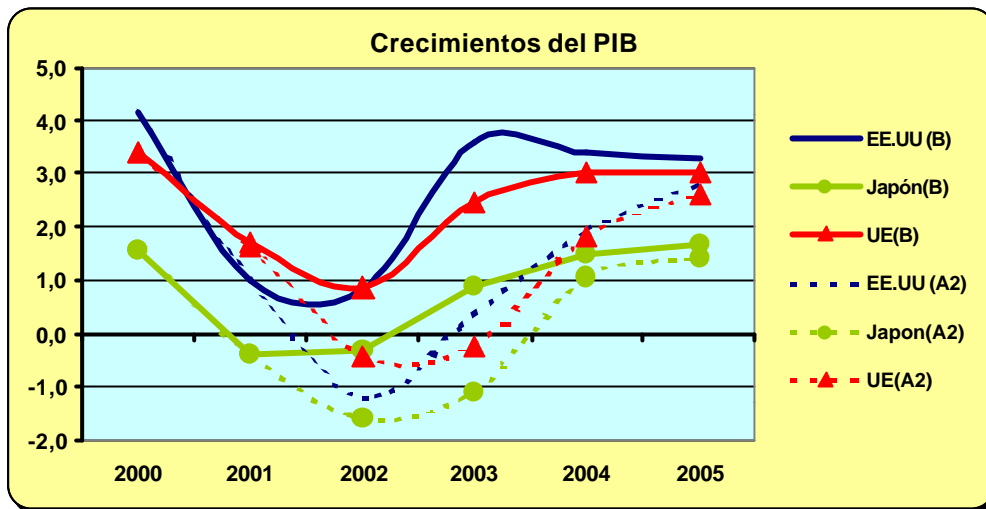
Bajo estas nuevas condiciones, sí que se contemplarían medidas expansivas adicionales por parte de la política monetaria, que no elevaría los tipos de interés en la misma proporción en la que aumenta la inflación, produciéndose, por tanto una reducción efectiva de los tipos de interés reales, tanto en Estados Unidos (algo menos de medio punto) como en la Unión Europea (0,2%).

En el caso de Japón, el margen de reducción de tipos reales sería prácticamente nulo lo que imposibilitaría reducciones adicionales en esta línea.

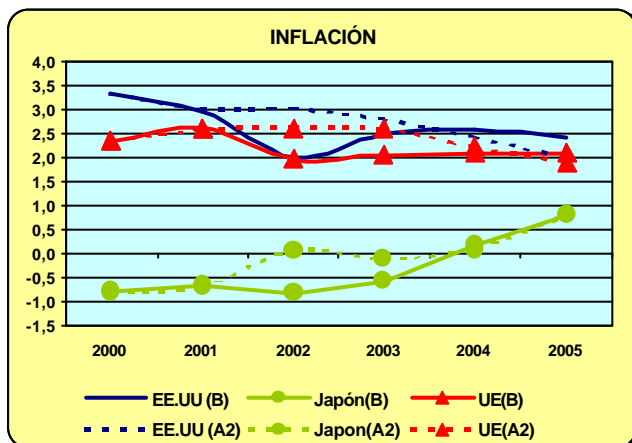
Nuevamente, los efectos finales sobre los tipos de cambio serían bastante impredecibles, si bien los movimientos cualitativos se deberían producir en la misma dirección que los apuntados en el escenario anterior, es decir, que se debería generar una cierta tendencia depreciatoria del dólar como resultado de la mayor desaceleración esperada para el conjunto de la economía americana, y que, en este segundo escenario, se vería incrementada por un aumento en el diferencial de tipos de interés respecto a la economía europea.



X.2.- HIPÓTESIS DE SIMULACIÓN.

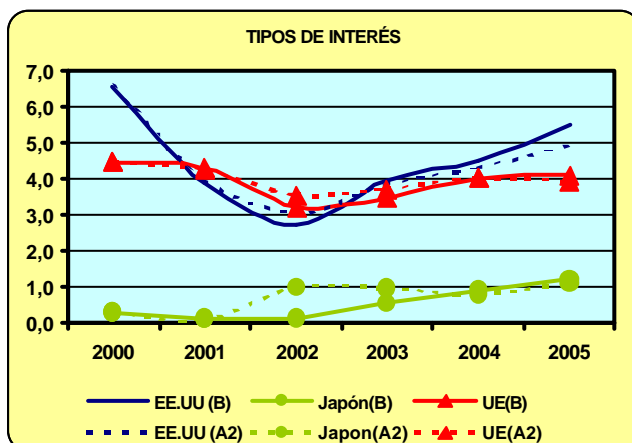


Bajo este segundo escenario, las tres grandes potencias entrarían en recesión durante el bienio 2002-2003, y presentarían tasas de crecimiento inferiores a las de la solución básica a lo largo de todo el periodo considerado.



- En nuestra segunda solución alternativa las diferencias en el crecimiento se harían especialmente significativas durante el 2003, situándose en valores próximos al 3% para la economía americana y ligeramente por debajo en el caso de la Unión Europea y Japón.

A diferencia del escenario anterior, en el que se registraba incluso un cierto repunte adicional una vez superada la crisis, las secuelas de esta segunda alternativa se prolongarían a lo largo del tiempo y se extenderían hasta finales del horizonte de predicción.



- El shock inflacionista, se iniciaría durante el próximo año 2002, aumentaría ligeramente el año siguiente, y se amortiguaría posteriormente hasta dejar las tasas de crecimiento de precios en valores similares a los presentados en la solución básica a finales del horizonte de predicción.

- Tal como adelantábamos en el apartado anterior, se registraría una relajación adicional de la política monetaria, tanto en Estados Unidos como en la Unión Europea, de forma tal que los tipos de interés nominales permanecerían en niveles muy cercanos a los recogidos en el escenario básico.

Considerando los nuevos condicionantes socio-políticos, y la cuantificación de sus efectos sobre los principales agregados de las grandes economías desarrolladas, el nuevo escenario macroeconómico mundial quedaría configurado con unas magnitudes como las que presentamos en el cuadro siguiente.

Entorno Macroeconómico Internacional.
Solución Alternativa 2.- Escalada terrorista.

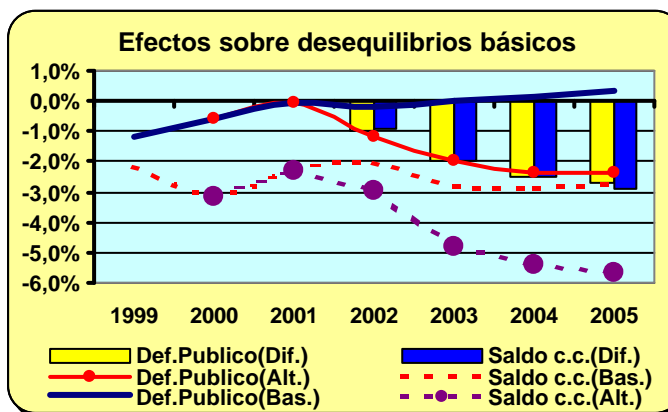
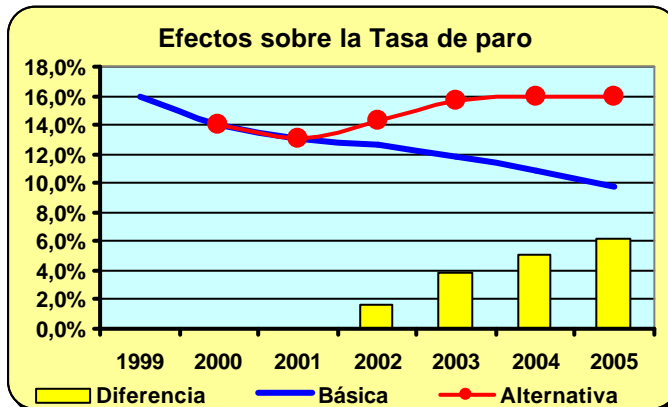
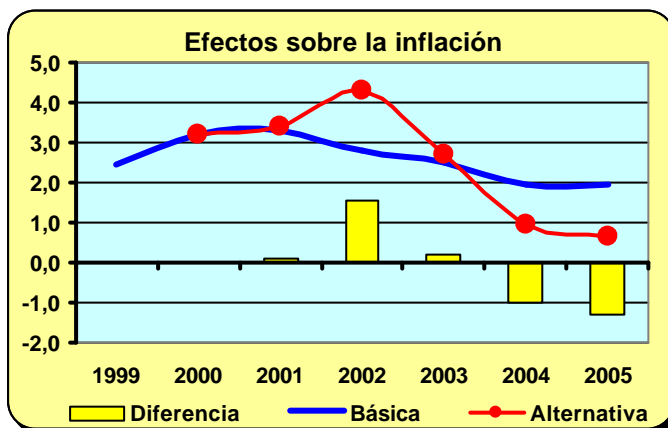
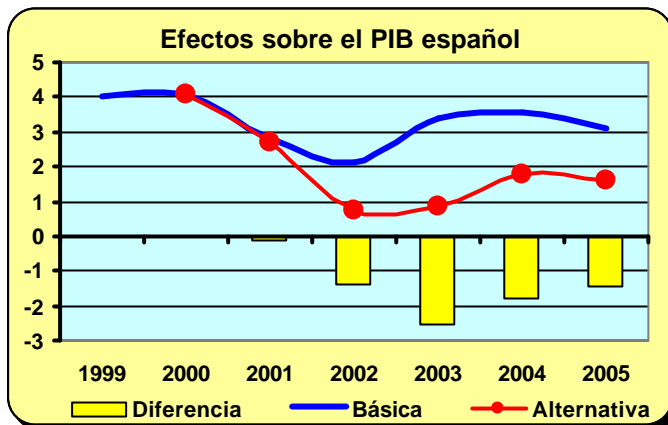
Tasas de crecimiento excepto indicación específica	2001	2002	2003	2004	2005	Diferencias con la solución básica 2001-2005
CRECIMIENTO MUNDIAL						
Total Mundial	1,4	-0,3	0,1	2,2	3,0	-1,2
Países desarrollados	0,8	-1,0	-0,2	1,7	2,4	-1,2
Estados Unidos	1,0	-1,2	0,4	1,9	2,8	-1,5
Japón	-0,4	-1,6	-1,1	1,0	1,4	-0,8
Unión Europea	1,6	-0,4	-0,2	1,8	2,6	-1,1
Países en vías de desarrollo	3,4	2,0	1,3	4,0	5,0	-1,5
Latinoamérica y Caribe	1,6	0,8	0,3	3,0	4,1	-1,6
Sudeste asiático y China	4,1	2,4	1,7	4,6	5,5	-1,4
Este Europeo y Rusia	3,1	2,0	1,2	3,4	4,7	-1,4
INFLACIÓN						
Estados Unidos	3,1	3,0	2,8	2,5	2,0	0,2
Japón	-0,7	0,1	-0,1	0,1	0,8	0,3
Unión Europea	2,6	2,6	2,6	2,2	1,9	0,2
Precios mundiales de exportación	3,0	3,2	2,4	1,6	1,3	0,2
OTRAS MAGNITUDES						
Comercio mundial	2,9	-1,4	0,3	4,5	6,0	-2,6
Precios de petróleo	26,3	31,3	34,0	31,3	32,7	13,5%
Tipo de cambio \$/Euro	0,902	0,958	0,985	1,006	1,018	-0,1%

Fuente: CEPREDE. Noviembre 2001

Los hechos más relevantes, en esta ocasión, podrían resumirse en los siguientes puntos:

- El PIB mundial experimentaría una recesión neta durante el próximo año 2003 y permanecería prácticamente estancado durante el año siguiente, dado que la dinámica diferencial de las economías en desarrollo no conseguiría compensar la contracción de las grandes economías desarrolladas.
- El comercio mundial se vería doblemente afectado, por la caída de la actividad económica y por el retraso en los procesos de globalización, reduciendo su crecimiento, en promedio, más del doble de lo que se reduciría el ritmo de expansión del PIB mundial.
- El conjunto de economías en desarrollo verían reducido su crecimiento en mayor medida que las propias economías desarrolladas, dada su mayor dependencia de los ritmos de crecimiento del comercio mundial y de los procesos de apertura de las fronteras internacionales que, lógicamente, se verían sensiblemente paralizados.
- Los precios del petróleo se verían incrementados en más del 13%, mientras que el conjunto de los precios mundiales de exportación, así como la inflación media de las economías desarrolladas, se verían incrementados en algo más del 0,2%, en promedio, para el periodo 2001-2005.

XIX.3.- PRINCIPALES RESULTADOS.



- **Nuevamente el PIB español vería amplificados los efectos de la crisis mundial.** Aunque sin llegar a entrar en recesión, dado el mejor nivel de partida con el que se enfrentaría a la crisis, la economía española permanecería prácticamente estancada durante los próximos años, presentando tasas de crecimiento del PIB real en la banda del 1 al 2%.

En términos medios, la economía española vería reducido su crecimiento en un 1,8% anual frente al 1,4% en que se vería afectada el conjunto de la Unión Europea.

- **Los niveles de inflación, tras repuntar hasta valores superiores al 4% durante el 2002, entrarían en una senda decreciente que los situaría en torno al 1% a finales del horizonte de predicción.** La caída prolongada de actividad tendría un importante efecto sobre los precios, cuya tasa de crecimiento se vería reducida progresivamente hasta situarse incluso por debajo de la media de Europea, con la que presentaríamos un diferencial de crecimiento negativo a finales del periodo analizado.

- **La tasa de paro iría aumentando progresivamente hasta estabilizarse en valores próximos al 16%.** El mantenimiento de tasas de crecimiento del PIB real inferiores al 1% durante el bienio 2002-2003 se traduciría en una destrucción neta de empleo superior a los 100.000 puestos de trabajo, cifra que no se recuperaría en términos absolutos hasta dos años después, con lo que la tasa de paro se vería aumentada significativamente.

- **Los dos desequilibrios básicos, el déficit exterior y el del sector público se verían especialmente dañados, presentando, en ambos casos, un perfil de deterioro permanente.** En el caso de las cuentas públicas el saldo negativo podría extenderse hasta el 2% del PIB, mientras que el déficit por cuenta corriente se podría ver deteriorado hasta niveles superiores al 5%.