

II. La economía mundial

Aspectos más destacados

La economía mundial creció con fuerza en 2004, estimulada por políticas monetarias expansivas y condiciones financieras extraordinariamente acomodaticias. La acusada subida de los precios de los productos básicos no logró desencadenar una inflación generalizada, si bien contribuyó a moderar la expansión mundial en la última parte del año. Tras seguir una sincronizada trayectoria ascendente en el primer semestre de 2004, los diferenciales de crecimiento volvieron a ampliarse conforme se desaceleraban las economías importadoras de productos básicos —con la notable excepción de Estados Unidos y China—, mientras la actividad en los países exportadores de estos productos continuaba por lo general creciendo con rapidez.

La vitalidad de la economía mundial resultó sorprendente en diversos aspectos. Una de las sorpresas fue la fortaleza del crecimiento de las economías emergentes, como reflejo del cambio estructural en curso en la composición geográfica del crecimiento mundial, orientado en particular hacia los países emergentes de Asia. Otra sorpresa fue la solidez de la expansión en Estados Unidos en un entorno de encarecimiento del petróleo. Al mismo tiempo, la renovada debilidad económica en el resto del mundo planteó interrogantes sobre la capacidad de otras economías avanzadas para ajustarse al cambiante entorno mundial. La considerable alteración de los precios relativos entre productos básicos y bienes manufacturados, asociada a la aparición de un nuevo grupo de economías de mercado emergentes de crecimiento dinámico, es un ejemplo de tales cambios a escala internacional. Otro ejemplo sería la pronunciada apreciación del euro y el yen frente al dólar estadounidense en 2004.

La previsión de consenso para 2005 es de afianzamiento del crecimiento mundial, presiones inflacionistas básicamente contenidas y acentuación de los desequilibrios internacionales. Sin embargo, la combinación de unas situaciones cíclicas divergentes en las principales economías, unos tipos de interés extraordinariamente bajos y unos cambios estructurales relacionados con la integración en curso de los principales países emergentes en la economía mundial complica la realización de previsiones. En concreto, el fuerte incremento de los precios de los productos básicos observado desde la primavera de 2004, vinculado al rápido crecimiento de la demanda de China y la India, ha suscitado inquietudes sobre la utilización de los recursos mundiales, las perspectivas de inflación y la solución a los desequilibrios internacionales. Otra cuestión relacionada es determinar si son sostenibles, tanto en el plano internacional como en el ámbito sectorial, los actuales

patrones de ahorro e inversión. A este respecto, la necesidad de un saneamiento presupuestario resulta crucial.

El crecimiento económico

Intenso crecimiento mundial

El producto mundial creció casi un 5% durante el pasado año, la tasa más alta en casi tres décadas. El crecimiento en Estados Unidos y las economías emergentes de Asia representó más de la mitad del aumento del producto mundial (véase el Gráfico II.1). La composición regional del crecimiento en 2004 concordaría con la aparición de un novedoso patrón de expansión económica mundial; a saber, Estados Unidos como motor del crecimiento de las economías avanzadas, las principales economías emergentes de Asia y de otras regiones como segundo polo de dinamismo mundial y el resto de las mayores economías avanzadas con un crecimiento mucho más lento.

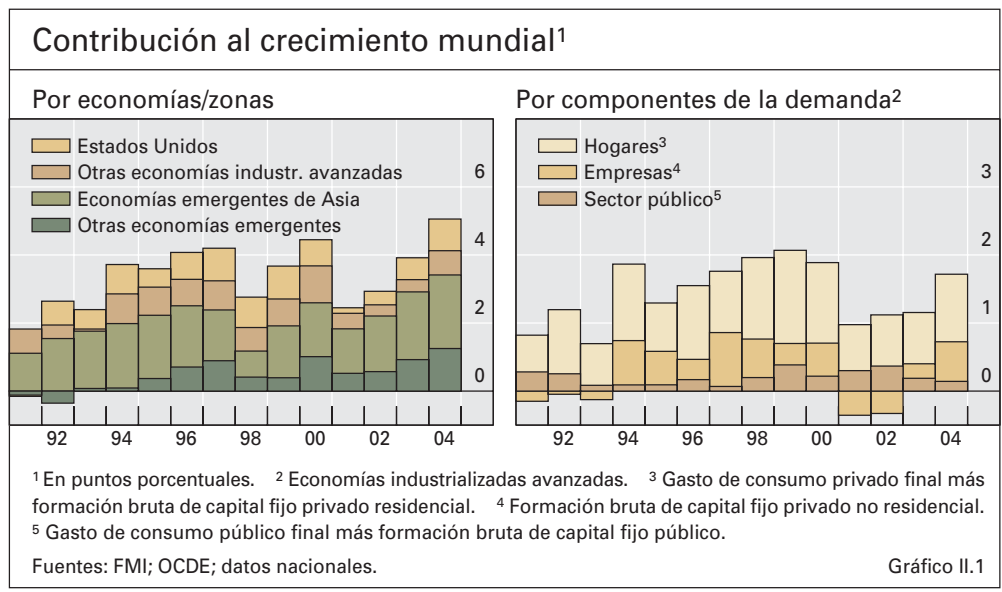
La fuerte demanda en Estados Unidos y el rápido y continuado aumento de la capacidad productiva en China indujeron una aceleración adicional del comercio mundial (véase el Gráfico II.2). El estímulo transmitido por este comercio cimentó una expansión sincronizada de la producción en las principales áreas económicas durante el primer semestre del pasado año. Los principales beneficiarios fueron las economías asiáticas, que registraron su mayor ritmo de crecimiento desde la crisis de 1997–98, además de los países europeos orientados a la exportación —como Alemania— y el grupo NAFTA.

Aunque las políticas fiscales fueron menos expansivas que en años anteriores, las políticas monetarias acomodaticias continuaron estimulando la expansión mundial (véase el Capítulo IV). En Estados Unidos, los tipos de interés a corto plazo ajustados de inflación permanecieron en territorio negativo —pese al gradual endurecimiento de la política monetaria en el segundo semestre de 2004—, mientras que en la zona del euro y Japón continuaron en torno a cero (véase el Gráfico II.3). Las condiciones de los

El intenso crecimiento en EEUU y los países emergentes de Asia ...

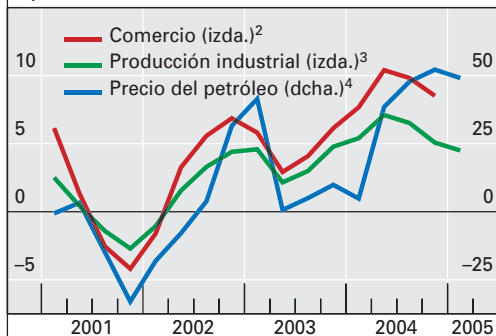
... se expandió mediante la aceleración del comercio

Continúan las condiciones monetarias y financieras estimuladoras

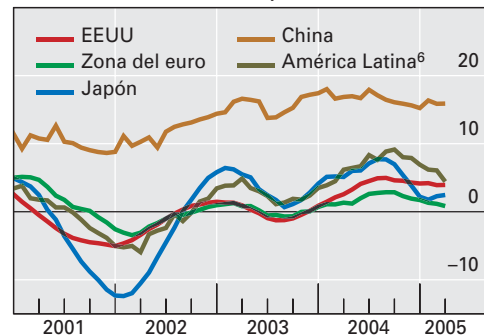


Comercio mundial, producción industrial y precio del petróleo¹

Comercio, producción y precio del petróleo



Producción industrial, por zonas⁵



¹ Variación porcentual anual. ² Exportaciones e importaciones de bienes y servicios, en términos reales. ³ Media ponderada de las economías y zonas enumeradas en el panel derecho más Canadá, Corea, India, Reino Unido, Rusia, Tailandia y Taiwan (China), basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. ⁴ Brent británico. ⁵ Media móvil descentrada de cuatro meses. ⁶ Argentina, Brasil, Chile y México.

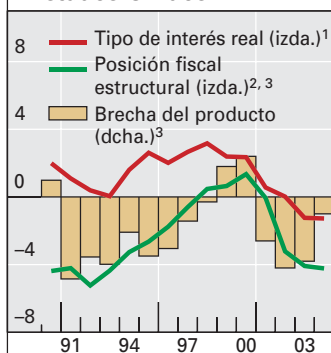
Fuentes: OCDE; Eurostat; datos nacionales.

Gráfico II.2

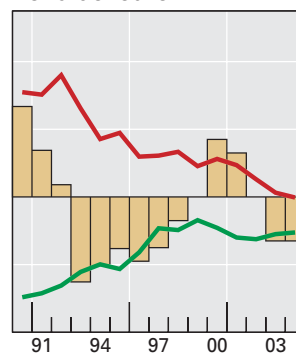
mercados financieros se mantuvieron favorables durante el periodo analizado, con unos tipos de interés situados en niveles extraordinariamente reducidos con respecto a patrones históricos y cíclicos. Los diferenciales crediticios de emisores empresariales y soberanos cayeron hasta mínimos históricos y los precios de las acciones subieron con fuerza. Esta combinación mantuvo reducidos los costes del endeudamiento y elevó el valor de los activos de manera generalizada. Los hogares supieron aprovechar las favorables condiciones de financiación, lo que indujo un rápido crecimiento del crédito en muchas regiones. Según se examina con mayor detalle en el Capítulo VI, tanto los tipos de interés a largo plazo, como los diferenciales crediticios y la volatilidad, disminuyeron pese a la orientación contractiva de la política monetaria aplicada por la Reserva Federal.

Tipo de interés en términos reales, posición fiscal estructural y brecha del producto

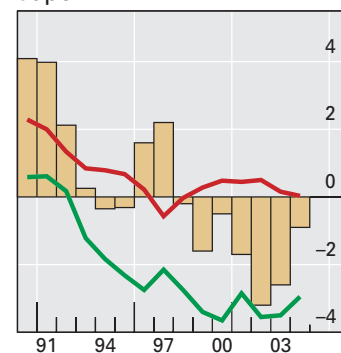
Estados Unidos



Zona del euro



Japón



¹ Tipo de interés a corto plazo deflactado por la inflación anual de los precios de consumo. ² Situación financiera del sector público ajustada por el ciclo. ³ En porcentaje del PIB potencial.

Fuentes: BCE; OCDE; Eurostat; datos nacionales.

Gráfico II.3

El intenso crecimiento económico, especialmente en los países emergentes asiáticos, provocó una amplia y sostenida subida de los precios de los productos básicos en 2004. En otoño, el precio medio del petróleo había aumentado en unos dos tercios, hasta alcanzar lo que entonces constituía un nuevo máximo nominal de 50 dólares por barril. Los productos básicos no petrolíferos, y especialmente los que abastecen a la industria, también se encarecieron. El precio de los metales, por ejemplo, aumentó un 25%. Estas subidas, junto con el rápido aumento de los costes de transporte y la mayor congestión portuaria, indicaban que el ritmo de expansión mundial se aproximaba a su límite. De hecho, en el segundo semestre de 2004 el crecimiento mundial se desaceleró hasta tasas que parecen más acordes con las tendencias de largo plazo.

Pronunciado encarecimiento de los precios de los productos básicos ...

En comparación con anteriores episodios de pronunciado ascenso de los precios de los productos básicos, en esta ocasión los efectos sobre la actividad mundial y la inflación fueron relativamente moderados. Un factor coadyuvante ha sido la mayor eficiencia en el uso de la energía lograda en las economías industrializadas avanzadas. En la actualidad, la intensidad del consumo de petróleo en los países de la OCDE es aproximadamente la mitad de la que existía en la década de los 70. Asimismo, los precios del petróleo en términos reales se han mantenido en el periodo analizado muy por debajo de los niveles alcanzados durante los episodios de perturbación causados por esos precios en las tres últimas décadas. Los efectos secundarios del alza del petróleo apenas se dejaron sentir, debido a la limitada capacidad de las empresas para influir en la formación de los precios, la debilidad de los mercados de trabajo y unas expectativas de inflación firmemente ancladas. Un efecto negativo para la demanda mundial fue la redistribución de rentas desde los países consumidores de petróleo hacia los países exportadores del crudo. Si bien estos últimos no pudieron gastar de forma inmediata los beneficios repentinos de sus crecientes rentas petroleras, su propensión al gasto fue marcadamente superior a la del pasado.

... con efectos relativamente moderados sobre el producto y la inflación

Ampliación de los diferenciales de crecimiento

Al tiempo que el crecimiento mundial se moderaba en el segundo semestre de 2004, los diferenciales de crecimiento se ampliaron. Mientras el crecimiento se tornaba cada vez más autosostenido en Estados Unidos, merced a un repunte de la inversión empresarial y a una creación de empleo más intensa, la zona del euro y Japón hubieron de afrontar una debilidad renovada. La persistencia de los diferenciales de crecimiento entre las principales áreas económicas condujo a un sustancial incremento de los desequilibrios externos.

Expansión cada vez más autosostenida en EEUU ...

La desaceleración en la zona del euro también estuvo acompañada de una ampliación de los diferenciales de crecimiento dentro del área. Francia y España lograron mantener su dinamismo económico, cimentado sobre una intensa demanda interna, pero en Alemania e Italia el PIB se contrajo en el último trimestre del año. En Alemania, ni la inversión ni el consumo consiguieron recuperarse, pues el elevado desempleo y las incertidumbres

... pero debilidad renovada en la zona del euro ...

sobre los efectos de las reformas estructurales hicieron nuevamente mella en la confianza.

... y Japón

Japón entró en recesión técnica. El auge del consumo a comienzos del año y la mejora de la situación en el sector empresarial habían alimentado la esperanza de que pudiera hallarse en curso una recuperación autosostenida. Sin embargo, al igual que en la zona del euro, la demanda interna no alcanzó la suficiente velocidad antes de que se moderara el crecimiento de las exportaciones. La desaceleración se vio agravada por un importante ajuste de la producción en los sectores relacionados con la tecnología informática, como reflejo de las medidas adoptadas para reducir unas existencias y un exceso de capacidad relativamente elevados.

Sólido crecimiento en otras economías avanzadas ...

Otras economías avanzadas se vieron afectadas con menor severidad. El crecimiento interno en el Reino Unido mantuvo una sustancial pujanza. El fortalecimiento de la demanda interna también garantizó la continuidad de un sólido crecimiento en Suecia, mientras que Australia, Canadá y Nueva Zelanda disfrutaron de una amplia mejora de su relación real de intercambio y de una intensa demanda interna final.

... y en las principales economías de mercado emergentes

Las regiones con economías de mercado emergentes fueron asimismo capaces de mantener una considerable vitalidad (véase el Capítulo III). La expansión de China continuó a un fuerte ritmo, pese a las medidas administrativas adoptadas para enfriar la economía. El encarecimiento de los productos básicos y una mayor confianza en las políticas macroeconómicas beneficiaron a América Latina. La actividad económica en Europa central y oriental también creció a un ritmo superior al inicialmente previsto. La adhesión, el 1 de mayo de 2004, de ocho países de la región a la Unión Europea atrajo flujos de entrada de capital, mientras que el rápido crecimiento del crédito y el descenso de los tipos de interés reales estimularon la demanda interna. Por su parte, la mejora de la relación real de intercambio aumentó el crecimiento en África.

Perspectivas y riesgos

Expectativas de continuidad de un sólido crecimiento en 2005 ...

La previsión de consenso para este año es que la economía mundial crecerá en torno al 4% (véase el Cuadro II.1). Con unos saneados beneficios en todo el mundo, también se espera que el gasto empresarial se mantenga firme en Estados Unidos y se acelere en otras regiones en el transcurso de 2005. La mejora de la situación del mercado de trabajo, unida a la continuidad de una inflación reducida, debería estimular a su vez la renta y el consumo de los hogares. La expiración del sistema de cuotas a la exportación de productos textiles a comienzos del presente año ha proporcionado un impulso adicional a las exportaciones de las principales economías asiáticas, en especial a China. El sólido crecimiento de Estados Unidos en el primer trimestre de 2005, así como la aceleración de la actividad en Japón y, en menor medida, en la zona del euro con respecto al débil cuarto trimestre del pasado año, avalan la opinión de consenso.

... pero los precios del petróleo en aumento ...

Con todo, los acontecimientos recientes indican la existencia de ciertos riesgos para el crecimiento mundial. En primer lugar, los precios del petróleo, que subieron de nuevo en la primavera de 2005, podrían

Crecimiento e inflación								
Variación anual media, en porcentaje								
	PIB real				Precios de consumo ¹			
	Media 1991–2002	2003	2004	2005 ²	Media 1991–2002	2003	2004	2005 ²
Total ³	3,5	3,6	4,8	3,9	12,9	2,9	3,2	3,1
Economías industrializadas avanzadas ³	2,3	1,9	3,1	2,3	2,2	1,8	2,0	2,0
Estados Unidos	2,9	3,0	4,4	3,4	2,7	2,3	2,7	2,8
Zona del euro	1,9	0,5	1,8	1,5	2,4	2,1	2,1	1,8
Japón	1,2	1,4	2,6	1,0	0,6	-0,3	-0,0	-0,1
Reino Unido	2,4	2,2	3,1	2,5	2,4	1,4	1,3	1,8
Otras economías ^{3, 4}	2,7	1,9	2,9	2,5	2,2	2,4	1,6	1,9
Economías emergentes ³	5,1	6,1	7,1	6,3	28,5	4,5	4,9	4,8
Asia ^{3, 5}	7,1	7,5	7,8	7,2	6,5	2,3	3,9	3,8
América Latina ^{3, 6}	2,7	2,0	5,9	4,3	64,0	7,0	6,7	6,3
Europa central y oriental ^{3, 7}	0,1	5,9	6,8	5,3	88,1	12,2	8,3	8,0
Otras economías ^{3, 8}	2,1	4,5	4,3	4,5	5,6	3,8	1,0	2,3

¹ Para la zona del euro y el Reino Unido, índice armonizado; para América Latina, datos a fin de año. ² Previsiones de Consensus publicadas en mayo. ³ Media ponderada, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. ⁴ Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Nueva Zelandia, Suecia y Suiza. ⁵ China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwan (China). ⁶ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ⁷ Hungría, Polonia, República Checa, Rusia y Turquía. ⁸ Arabia Saudita y Sudáfrica.

Fuentes: Eurostat; © Consensus Economics; datos nacionales.

Cuadro II.1

perfectamente mantenerse en niveles elevados durante un periodo de tiempo prolongado. El aumento de los precios de los futuros sobre el petróleo a largo plazo concuerda con la opinión de que se ha producido una importante subida en el precio de equilibrio del crudo. En caso de materializarse incrementos adicionales de precios, podrían tener repercusiones más graves de las actualmente previstas. Los recientes indicios de presiones inflacionistas en Estados Unidos resaltan la presencia de estos riesgos.

En segundo lugar, si los tipos de interés a largo plazo, que en la actualidad se encuentran extraordinariamente bajos, retornaran a niveles más normales, podría producirse una reducción del gasto de los hogares y un parón en la construcción de viviendas. En una serie de países, los precios de la vivienda parecen expuestos a correcciones a la baja de magnitud incierta.

En este entorno, la reducción de los desequilibrios macroeconómicos continúa siendo el tercer desafío fundamental. Una vertiente del problema es el creciente déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y el aumento de los superávits en otras áreas, especialmente en Asia. Con ello guarda relación el continuo incremento de la deuda de los hogares y su baja tasa de ahorro en numerosos países industrializados avanzados. Por último, los déficits presupuestarios han permanecido elevados.

... y la posibilidad de tipos de interés más altos ...

... subrayan la necesidad de abordar los desequilibrios macroeconómicos

La inflación

Inflación reducida y estable

Presiones inflacionistas contenidas

Durante el periodo analizado, la inflación mundial permaneció contenida pese a la intensa subida de los precios de los productos básicos petrolíferos y no petrolíferos, a unas políticas monetarias y fiscales acomodaticias y a la menor atonía de muchas economías. En las economías industrializadas avanzadas, la inflación de los precios de consumo se elevó del 1,5% a comienzos de 2004 hasta rondar el 2,5% hacia finales de año. La aceleración de la inflación observada desde el inicio de 2005, especialmente en Estados Unidos, no ha modificado de forma sustancial este panorama. El impacto inflacionario de la subida de los precios del petróleo fue más acusado en las economías de mercado emergentes, cuya dependencia del petróleo suele ser mayor que en las economías industrializadas avanzadas (véase el Capítulo III). De hecho, la combinación del citado impacto con los efectos del aumento de los precios de los alimentos produjo una aceleración del índice general de precios en Asia, que pasó de cerca del 3% a comienzos de 2004 a casi el 5% en el tercer trimestre, en el que tocó techo. El panorama de inflación empeoró también en Europa central y oriental a lo largo del pasado ejercicio tras varios años de desinflación.

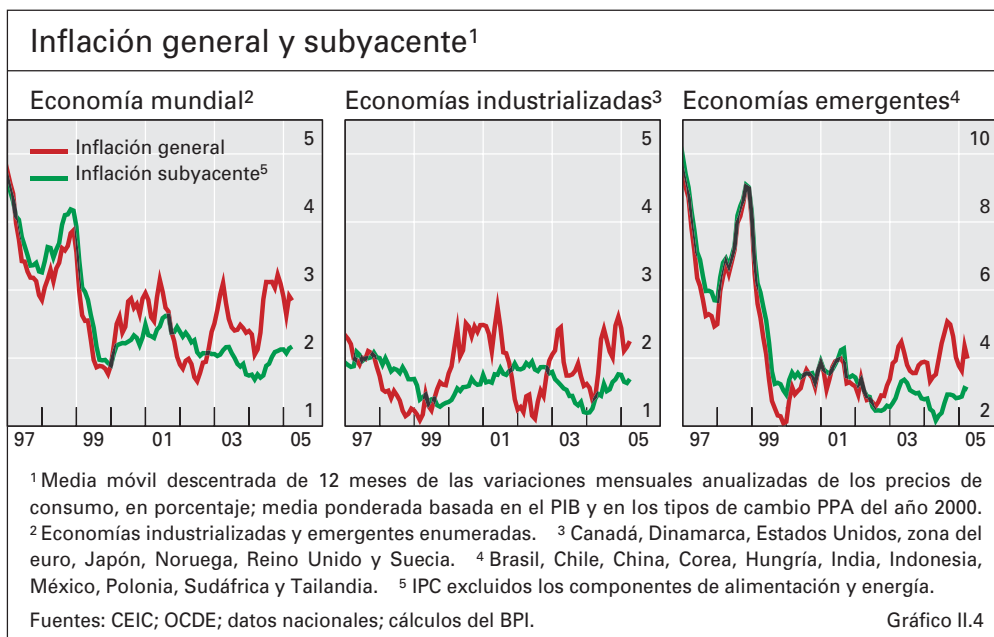
Inflación subyacente básicamente estable

Con todo, las presiones inflacionistas subyacentes permanecieron contenidas en todo el mundo. La inflación medida por el IPC subyacente (que excluye los componentes de alimentación y energía) se mantuvo básicamente estable en muchas economías avanzadas y emergentes. En Estados Unidos, la inflación subyacente fue aproximadamente 1 punto porcentual inferior a la inflación general, que rondó el 2,5% en 2004. La deflación moderada continuó en Japón, donde la inflación subyacente fue del -0,5% en 2004, frente a una inflación general nula, como reflejo de una rebaja de los precios de los servicios públicos. En la zona del euro, la inflación subyacente se resistió a ceder, debido básicamente al impacto de la subida del tabaco y de los precios administrados en 2004. En las principales economías de mercado emergentes, la inflación subyacente no ha superado el 3% desde mediados de 2003. En consecuencia, la brecha entre las tasas de inflación general y subyacente se amplió en 2004 (véase el Gráfico II.4).

Escasa variabilidad de las tasas de inflación ...

Desde una perspectiva histórica más dilatada, las tasas de inflación se han mantenido bajas y estables. En los países industrializados avanzados, la variabilidad mensual de la inflación ha disminuido, desde alrededor de 1 punto porcentual a principios de los años 80 hasta los 0,2 puntos porcentuales de 2004. Lo mismo ha sucedido con la dispersión de las tasas de inflación entre países. En 2004, las tasas de inflación medidas por el IPC subyacente oscilaron entre el 0% y el 3% en las economías industrializadas avanzadas, lo que contrasta en gran medida con las registradas a comienzos de la década de los 80, cuando las tasas de inflación subyacente en los países industrializados fluctuaban entre el 4% (Japón) y más del 12% (Noruega y el Reino Unido).

La relativa estabilidad de las tasas de inflación en 2004 resulta particularmente llamativa si éstas se comparan con las observadas en

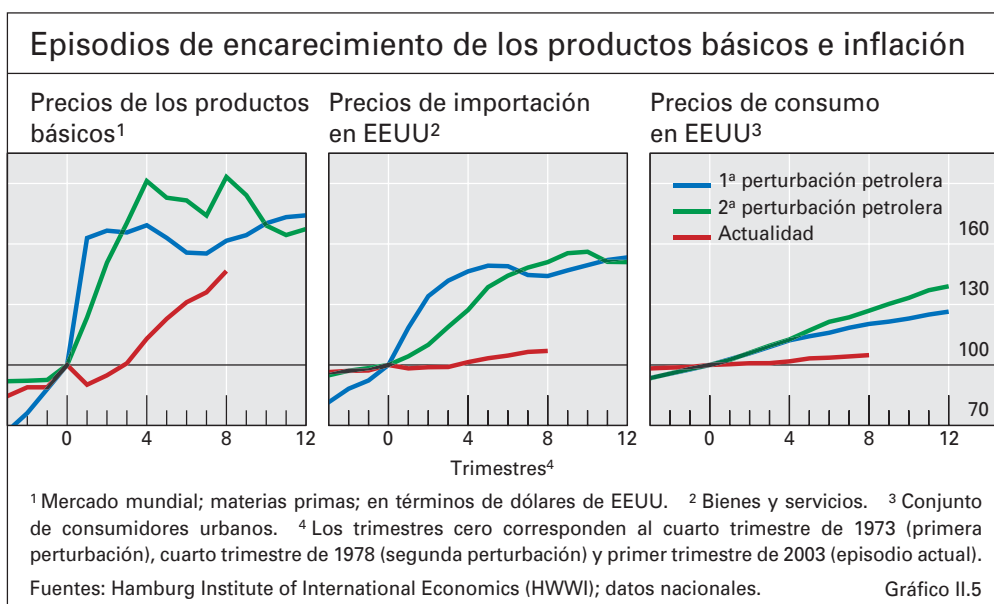


anteriores periodos de subidas de los precios del petróleo (véase el Gráfico II.5). Aunque el aumento de los precios del crudo fue pequeño comparado con los registrados en los dos episodios precedentes, el incremento ha sido de un tenor bastante más parecido para el conjunto de los productos básicos. A pesar de la intensa depreciación del dólar, que debería haber presionado al alza, la inflación de los precios de los bienes importados ha permanecido sorprendentemente contenida en Estados Unidos, y su efecto sobre los precios de consumo resulta casi insignificante.

Así pues, el efecto de las variaciones de los precios de los productos básicos sobre los precios de consumo se ha debilitado, no sólo en Estados Unidos, sino también en otros países. Desde la década de los 90, los precios de los bienes importados en las principales economías industrializadas avanzadas han reducido significativamente su sensibilidad a las fluctuaciones

... en comparación con perturbaciones anteriores de los precios de los productos básicos

Efectos limitados en las principales economías avanzadas ...



Transmisión de la inflación						
	Desde precios de productos básicos a precios de importación ¹		Desde tipos de cambio a precios de importación ¹		Desde precios de importación a IPC subyacente ²	
	1971-89	1990-2004	1971-89	1990-2004	1971-89	1990-2004
Estados Unidos	0,29 **	0,21 **	0,48 **	0,18 **	0,25 **	0,10
Japón	0,35 **	0,26 **	0,74 **	0,36 **	0,23 **	0,05
Alemania	0,22 **	0,16 **	0,37 **	0,28 **	0,17 **	-0,03
Francia	0,20 **	0,12 **	0,76 **	-0,06	0,27 **	-0,14
Reino Unido	0,19 **	0,11 **	0,68 **	0,45 **	0,29 *	0,01
Italia	0,33 **	0,25 **	0,56 **	0,41 **	0,32 **	0,46

Nota: ** y * indican que las cifras son significativamente distintas de cero a unos niveles de confianza del 99% y del 95%, respectivamente.

¹ Variación porcentual de los precios de importación en respuesta a un aumento de los precios de los productos básicos (medidos en moneda nacional) en 1 punto porcentual, o en respuesta a una depreciación del tipo de cambio efectivo nominal en 1 punto porcentual. ² Variación porcentual del índice subyacente de los precios de consumo en respuesta a un aumento de los precios de importación en 1 punto porcentual.

Fuentes: OCDE; HWWI; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro II.2

de los precios de los productos básicos en comparación con lo observado en las dos décadas precedentes, que incluyeron los dos grandes episodios de perturbaciones petroleras (véase el Cuadro II.2).

... asociados con un importante cambio de los precios relativos

La reducida inflación de los precios de consumo ante el pronunciado aumento de los precios de los productos básicos implica un cambio considerable de los precios relativos: entre 1995 y 2004, el precio de los bienes de consumo en Estados Unidos cayó un 30% en relación con el de las materias primas. Similares ajustes de precios relativos han tenido lugar en la zona del euro y Japón.

Factores explicativos de una inflación reducida y estable

Cambios en la composición de las importaciones ...

Un factor que explica la menor repercusión de la subida de los precios de los productos básicos sobre el nivel y la variabilidad de la inflación interna, especialmente en los países industrializados avanzados, es la composición cambiante de las importaciones. El petróleo representa una menor proporción de las importaciones comparado con dos décadas atrás, ya que el consumo de energía por unidad de PIB ha disminuido. Además, la participación de la energía y de las materias primas en las importaciones de los países industrializados también ha disminuido al desplazarse la producción de los bienes manufacturados hacia las economías de mercado emergentes.

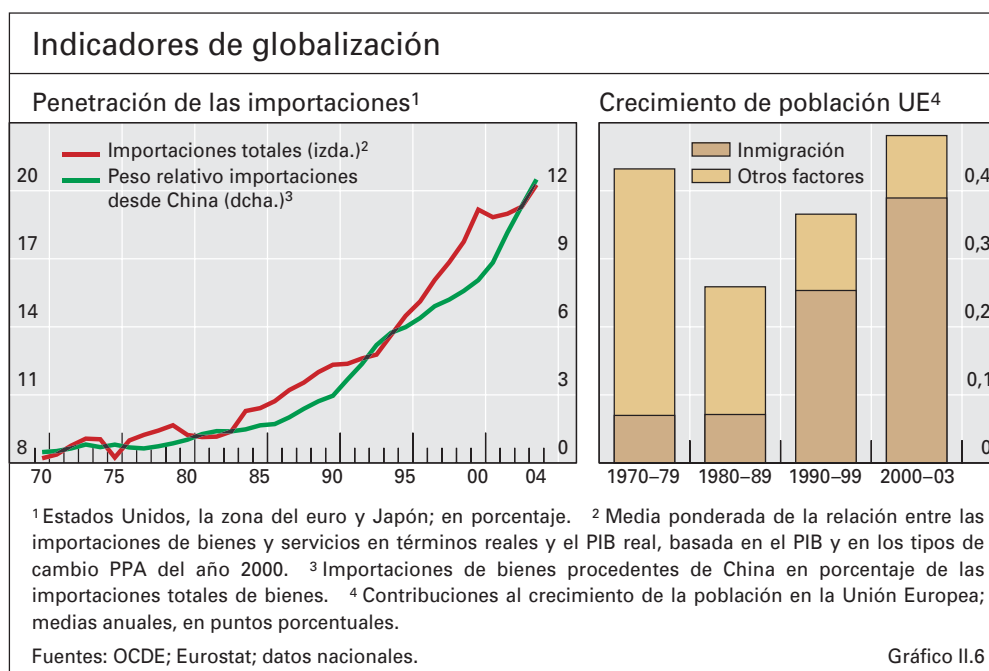
... y creciente competencia en los mercados de bienes ...

Un segundo factor es el cambio en la estrategia de fijación de precios por los productores de bienes manufacturados. La desregulación y el progreso tecnológico han aumentado la competencia en los mercados de bienes y han limitado la capacidad de elevar los precios incluso ante perturbaciones de costes. De manera similar, la posibilidad de recurrir a fuentes de abastecimiento más baratas en el mercado mundial ha presionado a la baja los márgenes de los proveedores habituales. La penetración cada vez mayor de las importaciones procedentes de las economías de mercado emergentes,

como China, ilustra este efecto (véase el Gráfico II.6). Sin embargo, la mayor productividad, obtenida por ejemplo mediante la creación de canales de distribución minorista más eficientes en Estados Unidos y el Reino Unido, ha permitido también a las empresas mantener sus márgenes de beneficio.

En tercer lugar, el encarecimiento de la energía no ha provocado mayores presiones salariales. Los costes laborales unitarios en el sector empresarial de los países de la OCDE aumentaron un 0,5% en 2004, frente a un promedio anual en torno al 4,5% en la década de los 80. Muchos observadores consideran que la deslocalización generalizada de la producción, la subcontratación de algunos servicios y la mayor movilidad del trabajo entre países han reducido el poder de negociación de trabajadores y sindicatos en muchos países industrializados. Por ejemplo, los costes laborales por hora trabajada en la mayoría de los países de Europa occidental son de cinco a diez veces superiores a los existentes en los nuevos Estados miembros de la UE. Esta divergencia ha fomentado la emigración de trabajadores desde los nuevos países miembros hacia Europa occidental (con frecuencia acompañada de una segunda ola de emigración hacia los nuevos Estados miembros desde los países situados más al este). El constante crecimiento de las remesas de dinero desde las naciones industrializadas hacia los países en desarrollo (particularmente hacia América Latina y las economías emergentes de Asia) sugiere que en otras partes del mundo están desarrollándose fenómenos similares. Incluso en economías donde la inmigración efectiva es limitada, la amenaza de que unos salarios más altos induzcan una deslocalización de la producción ha tenido efectos similares sobre la evolución de los salarios. En Japón, esta situación se ha traducido en un aumento de la cifra de trabajadores a tiempo parcial. En Alemania, varias empresas importantes han negociado recientemente contratos que incluyen garantías de estabilidad en el empleo a cambio de reducciones de los salarios reales.

... así como en los mercados de trabajo



Mayor credibilidad de la política monetaria

Por último, los cambios en el propio proceso de generación de inflación podrían haber amortiguado el efecto inmediato de la subida de los precios de los productos básicos. Muchos observadores han sostenido que, debido a unas expectativas firmemente ancladas de inflación baja y a la mayor credibilidad de la política monetaria, ahora es mucho más probable que las perturbaciones de costes en las economías industrializadas se perciban como transitorias (véase el Capítulo IV). En estas circunstancias, las empresas podrían mantener sus precios constantes durante bastante tiempo.

Debilidad generalizada de los efectos de transmisión

Estos factores también podrían explicar una transmisión más débil de las fluctuaciones de los tipos de cambio hacia los precios de importación y de consumo (véase el Cuadro II.2). La menor proporción de materias primas en las importaciones ha atenuado no sólo el efecto directo del encarecimiento de los productos básicos sobre la inflación, sino también el impacto de las variaciones de los tipos de cambio, ya que las materias primas suelen ser muy sensibles a las variaciones del tipo de cambio. Además, la mayor permeabilidad a la competencia en los mercados y la correspondiente pérdida de poder de mercado de las empresas dominantes han amortiguado las presiones inflacionistas derivadas de la depreciación. En el caso de los exportadores, la moderación salarial les ha otorgado margen de maniobra para mantener estables los precios en la moneda del importador y conservar sus márgenes de beneficio pese a la apreciación de la moneda nacional. En Alemania, por ejemplo, los costes laborales unitarios en términos reales han caído casi un 20% en las dos últimas décadas. Por último, la mayor credibilidad de la política monetaria, al reducir la persistencia de la inflación, podría haber reforzado la disposición de las empresas a absorber perturbaciones en los tipos de cambio que se consideran transitorias.

Perspectivas

Se prevé que la inflación permanecerá baja ...

Se espera que la inflación permanezca baja en 2005 (véase el Cuadro II.1). Esta predicción concuerda básicamente con la posición en el ciclo que se prevé para las principales economías; a saber, desaceleración del crecimiento en Estados Unidos hasta tasas más cercanas al crecimiento potencial, junto con una moderada reducción del crecimiento de la productividad; persistencia de la capacidad ociosa en la zona del euro, y menor atonía en Japón.

... y son posibles presiones a la baja sobre los precios ...

Los cambios estructurales antes discutidos podrían inducir nuevas presiones a la baja sobre los precios de consumo. Por ejemplo, la supresión durante el presente año de las cuotas a la entrada de productos textiles en Norteamérica y Europa ha fomentado las importaciones procedentes de China y la India. Con todo, es demasiado pronto para evaluar sus efectos sobre los precios del vestido y los textiles, aunque la experiencia de países como Japón y Noruega, que no establecieron cuotas a los textiles o las eliminaron hace tiempo, sugiere que el impacto podría ser significativo. Desde una óptica más general, la fuerte reducción del precio relativo de los bienes manufacturados con respecto a los productos básicos podría considerarse como un indicio de una elevada elasticidad de la oferta en aquellas economías emergentes que se han convertido en las mayores exportadoras de bienes manufacturados.

Brecha del producto e inflación ¹							
	Estados Unidos	Japón	Alemania	Francia	Reino Unido	Italia	Canadá
1971–89	0,11 **	0,37 **	0,10 **	0,18 **	0,10	0,17 **	0,11 **
1990–2004	0,07 **	0,08	0,09	0,05	0,28 **	0,05	0,09

¹ Variación porcentual del índice subyacente de precios de consumo en respuesta a una variación de la brecha del producto en 1 punto porcentual. ** indica que las cifras son significativamente distintas de cero a un nivel de confianza del 99%.

Fuentes: Datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro II.3

La mayor globalización bien podría implicar que los factores internos se han tornado menos determinantes para la inflación en las diferentes economías. En concreto, la integración de países con una abundante oferta de trabajo puede haber reducido las presiones salariales de la economía mundial en su conjunto. De hecho, las estimaciones de la curva de Phillips muestran que los coeficientes de las brechas del producto, que reflejan en gran medida las condiciones internas de oferta y demanda, han disminuido en la mayoría de los países industrializados, si bien no de una forma concluyente en algunos de ellos (véase el Cuadro II.3).

Aun así, continúa siendo incierto el efecto sobre la inflación de unas menores brechas del producto interno, combinadas con la holgura de recursos productivos a escala mundial. El aumento del índice subyacente de precios en Estados Unidos en torno al cambio de año podría ser indicativo de que las empresas han recuperado parte de su poder de fijación de precios. En el futuro, unas rentas más elevadas en las economías emergentes podrían aumentar la demanda de bienes y servicios. Al final, las restricciones de capacidad de la oferta de trabajo acabarán reapareciendo a escala mundial, como ha ocurrido siempre a escala nacional.

... y un menor impacto de factores internos

Las incertidumbres permanecen

Evolución de la balanza por cuenta corriente

Aumento de los desequilibrios externos

En el periodo analizado se acentuaron los desequilibrios por cuenta corriente en la economía mundial. El creciente déficit exterior de las economías industrializadas avanzadas refleja básicamente el deterioro adicional del déficit por cuenta corriente en Estados Unidos, que ascendió en 2004 a una cifra cercana a los 670.000 millones de dólares, más del 5,5% del PIB (véase el Cuadro II.4). Por el contrario, aumentaron los superávits por cuenta corriente en los países exportadores netos de productos básicos. Algunas de las principales economías asiáticas continuaron asimismo registrando considerables superávits, pese al empeoramiento de sus relaciones reales de intercambio y a su rápido crecimiento. Japón, con un superávit en torno al 3,5% del PIB, representa alrededor de la mitad del resultado exterior por cuenta corriente de Asia. Aunque el superávit neto de China no fue elevado en 2004, últimamente ha crecido con rapidez. La zona del euro registró de nuevo un pequeño superávit por cuenta corriente del orden del 0,5% del PIB en 2004;

Mayores desequilibrios por cuenta corriente ...

Balanzas por cuenta corriente						
En miles de millones de dólares de EEUU						
	Media 1991-2000	2001	2002	2003	2004	Pro memoria: 2004 ¹
Estados Unidos	-153	-386	-474	-531	-666	-5,7
Zona del euro ²	20	13	54	26	36	0,4
Japón	107	88	112	137	172	3,7
Otras economías industrializadas avanzadas	-7	36	33	52	42	0,8
China	13	17	35	46	69	4,0
Otras economías emergentes de Asia	9	74	96	124	124	4,6
América Latina	-49	-54	-16	7	16	0,8
Europa central y oriental	-12	-17	-24	-37	-51	-5,0
Rusia	10	34	29	35	60	12,2
Arabia Saudita	-8	9	12	28	52	20,7
Resto del mundo	-14	25	10	30	65	3,9
<i>Pro memoria:</i> <i>Economía mundial</i> ³	-84	-161	-133	-83	-81	...

¹ En porcentaje del PIB. ² Suma de las balanzas de las economías incluidas en la zona del euro.
³ Refleja errores, omisiones y asimetrías en las estadísticas de la balanza de pagos.

Fuentes: FMI; datos nacionales. Cuadro II.4

mientras Alemania tuvo un superávit de casi el 4% del PIB, España registró un déficit próximo al 5%. La situación de las balanzas por cuenta corriente en otras economías avanzadas varió poco, habiéndose contabilizado de nuevo déficit considerables en el Reino Unido y Australia. Los países de Europa central y oriental también siguieron registrando significativos déficit por cuenta corriente. En cambio, América Latina mantuvo su tendencia a la mejora iniciada a finales de los años 90.

Un importante factor que explica los crecientes desequilibrios internacionales ha sido el fuerte encarecimiento de los productos básicos. El aumento de precios añadió más de 100.000 millones de dólares, o un 0,25% del PIB, a la factura neta de importaciones de petróleo en los países de la OCDE. Esta magnitud es comparable al efecto que tuvieron las subidas del precio del petróleo durante los años 90, pero muy inferior a las registradas en los dos anteriores episodios de perturbaciones petroleras. Los elevados precios de los productos básicos fomentaron los ingresos por exportaciones en Oriente Medio, Rusia y otros países exportadores netos de dichos productos, con la notable excepción de Australia, que registró un déficit más abultado pese a la considerable mejora de la relación real de intercambio, debido en parte a que las restricciones de capacidad parecían constreñir las exportaciones.

El segundo factor explicativo del patrón que han seguido las balanzas por cuenta corriente fue el continuo liderazgo de Estados Unidos en la recuperación del mundo industrializado avanzado. El débil crecimiento de

... debido en parte al aumento de los precios de los productos básicos ...

... y continuidad de un crecimiento liderado por EEUU

la demanda interna en otras importantes economías limitó la demanda externa de los productos estadounidenses, al tiempo que sus importaciones se aceleraron debido a la pujanza del consumo en ese país. Es decir, básicamente tuvo continuidad la pauta seguida desde 2001. Además, la mayor pujanza de la inversión empresarial observada en Estados Unidos vino asociada a un cierto fortalecimiento de las importaciones de bienes de equipo en 2004.

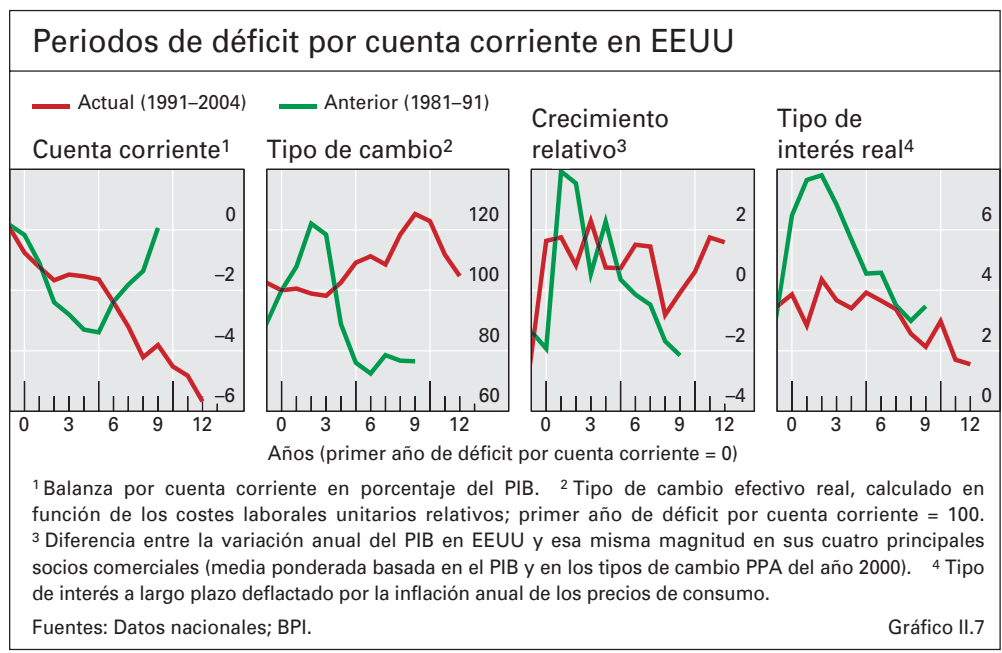
La diferencia entre el ahorro y la inversión nacional refleja, por definición, el resultado de la balanza por cuenta corriente. Los crecientes superávits en Asia y en los países exportadores de petróleo durante 2004 fueron el reflejo de un nuevo incremento de las tasas de ahorro agregado en esas regiones. Las tasas de inversión también aumentaron en los países asiáticos emergentes, aunque —con la notable excepción de China— se mantuvieron muy por debajo de sus niveles previos a la crisis asiática. La ampliación del déficit por cuenta corriente estadounidense en 2004 tuvo como contrapartida, por vez primera desde 2000, un aumento de la inversión privada en lugar de una disminución del ahorro nacional. Esta última magnitud permaneció básicamente sin cambios en un nivel históricamente reducido.

Desequilibrios internacionales en el ahorro y la inversión

Mecanismos de ajuste en la economía real

En el pasado, la corrección de desequilibrios por cuenta corriente en las economías industrializadas avanzadas solía exigir una combinación de ajustes de los tipos de cambio y de los tipos de interés, así como un reequilibrio del crecimiento mundial. Por ejemplo, el dólar se depreció intensamente en términos efectivos reales antes de que el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos comenzara a reducirse en 1987 (véase el Gráfico II.7). La modificación resultante de los precios relativos a favor de los bienes comerciables estadounidenses conllevó posteriormente una fuerte aceleración de las exportaciones de ese país. El efecto se vio acentuado por un crecimiento de la renta de los principales socios comerciales de Estados Unidos superior al registrado en la economía estadounidense. Al mismo tiempo, los altos tipos

Patrones precedentes de ajuste externo



de interés reales en esta economía contribuyeron a aumentar el ahorro privado a principios de la década de los 80, limitando así el impacto de un creciente déficit fiscal en la cuenta corriente. El endurecimiento fiscal de finales de esa década facilitó la inversión del signo de la cuenta corriente.

Aumentó el crecimiento de las exportaciones de EEUU ...

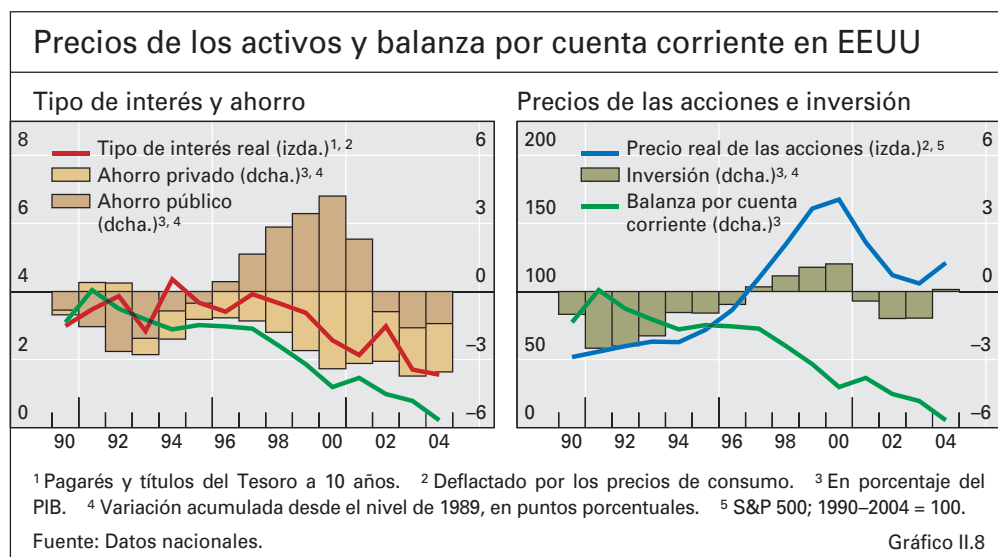
Todos estos mecanismos de ajuste apenas operaron durante el periodo analizado. Primero, en los dos últimos años el dólar se ha depreciado cerca del 20% en términos efectivos reales frente a las monedas de un amplio grupo de socios comerciales, es decir, mucho menos que a mediados de la década de los 80, cuando cedió casi un 50% entre 1985 y 1988 en términos de costes laborales unitarios relativos. Aun cuando el crecimiento de las exportaciones estadounidenses se aceleró en 2004, las exportaciones seguían sin igualar la dinámica observada en la segunda mitad de la década de los 80.

... pero sus importaciones crecieron más deprisa ...

En segundo lugar, el crecimiento entre sus principales socios comerciales apenas estimuló las exportaciones. El hecho de que el ritmo de crecimiento de las importaciones de Estados Unidos haya continuado superando al de las exportaciones en los últimos años —incluso tomando en consideración el efecto de la subida de los precios del petróleo— refleja, en parte, la fortaleza relativa de la demanda interna estadounidense frente a la de sus principales socios comerciales. Las previsiones para 2005 y 2006 muestran sólo una convergencia gradual e incompleta de las tasas de crecimiento. Un factor agravante es que, hasta la fecha, la transmisión más lenta de las variaciones de los tipos de cambio a los precios de importación en Estados Unidos podría haber desvirtuado los incentivos para reasignar el gasto desde bienes importados hacia bienes nacionales y para invertir en la producción de bienes comerciables.

... ya que los bajos tipos de interés dificultaron el ajuste

En tercer lugar, el nivel extraordinariamente deprimido de los tipos de interés reales a largo plazo también parece haber contribuido al déficit por cuenta corriente de Estados Unidos en los últimos años (véase el Gráfico II.8). Los bajos tipos de interés han supuesto menores costes de endeudamiento y el consiguiente aumento del valor de los activos (especialmente de la vivienda; véase más adelante). Además, han facilitado la financiación de los crecientes déficit presupuestarios, resultantes en gran medida de las rebajas impositivas.



Ambos canales han contribuido a una mayor demanda de importaciones por parte de los hogares. Esta evolución contrasta notablemente con la observada a finales de los años 90, cuando el creciente déficit por cuenta corriente estadounidense reflejaba un aumento de la inversión empresarial cimentado en la revalorización de las acciones.

Para mejorar la eficacia de los mecanismos de ajuste en la economía real será necesario combinar varios elementos de política económica en los países que registren déficit o superávit. Los elementos básicos de tales políticas resultan en gran medida incontestables; a saber, un mayor ahorro de los hogares y un saneamiento presupuestario, particularmente en Estados Unidos (como se analiza más adelante), unas reformas estructurales que generen un crecimiento más intenso en los sectores de productos no comerciables de Europa y Asia, y una mayor flexibilidad de los tipos de cambio en las economías emergentes de Asia (véase el Capítulo IV). Todas estas medidas potenciarían la eficacia de los mecanismos de ajuste de la economía mundial, que podrían reducir a medio plazo los desequilibrios externos.

Políticas para facilitar el ajuste

El ahorro y la inversión del sector privado

Tendencias

El ahorro mundial continuó creciendo en 2004. El ahorro nacional ascendió al 25% del PIB mundial, en torno a un punto porcentual superior al valor medio anual de la década actual y dos puntos porcentuales por encima del promedio de los años 90 (véase el Cuadro II.5). Este incremento obedeció al mayor ahorro registrado en los países en desarrollo. El principal contribuidor fue Asia, especialmente China, donde la tasa de ahorro nacional creció hasta el 48%. Poco se conoce de los patrones sectoriales de ahorro en China y de las posibles carencias de las estadísticas de sus cuentas nacionales, pero un déficit presupuestario básicamente estable sugiere que el citado incremento puede atribuirse principalmente al sector privado. La segunda contribución en importancia al mayor ahorro mundial en 2004 procedió del incremento del ahorro en países exportadores de petróleo como consecuencia de sus mayores ingresos por exportaciones. El efecto inmediato probablemente se dejó sentir sobre todo en el ahorro público, pues unas dos terceras partes de las rentas procedentes del petróleo pasaron a engrosar los ingresos presupuestarios.

Crecimiento del ahorro mundial

En las economías industrializadas avanzadas, el ahorro nacional aumentó en términos agregados por vez primera desde 2001, aunque sólo de forma marginal. No obstante, las tasas de ahorro permanecen en niveles bastante inferiores a los valores medios de las dos últimas décadas. El principal factor coadyuvante a su estabilización reciente ha sido la ligera reducción de los déficit presupuestarios. El mayor ahorro empresarial materializado en forma de beneficios no distribuidos observado desde el año 2000 también contribuyó a elevar las tasas de ahorro. Al mismo tiempo, continuó la tendencia descendente del ahorro de los hogares, si bien con una considerable variabilidad entre países. Así, mientras que las tasas de ahorro familiar volvieron a reducirse en Estados Unidos, en Japón y en una serie de

Mayor ahorro marginal en las economías avanzadas

Tendencias del ahorro y la inversión mundiales					
En porcentaje del PIB					
	Media 1990-99	Media 2000-02	2003	2004	Pro memoria: 1991- 2004 ¹
Ahorro mundial	22,9	23,4	23,9	24,9	1,7
Economías avanzadas ²	21,3	20,6	19,1	19,4	-2,8
Estados Unidos	16,3	16,2	13,5	13,7	-2,5
Zona del euro	21,5	21,3	20,3	20,9	-1,1
Japón	31,6	27,8	27,1	27,6	-6,8
Economías emergentes ³	25,3	27,2	29,8	31,5	6,9
Economías asiáticas en desarrollo	31,0	32,6	36,5	38,2	9,5
China	40,3	39,9	45,5	48,0	9,6
América Latina	18,3	17,8	20,0	21,0	1,9
Europa central y oriental	20,6	18,8	18,6	19,1	-7,0
Inversión mundial	24,0	23,2	23,5	24,6	0,1
Economías avanzadas ²	21,8	21,0	20,0	20,7	-2,5
Estados Unidos	18,7	19,4	18,4	19,7	1,1
Zona del euro	21,1	20,9	19,5	20,2	-2,9
Japón	29,3	25,3	23,9	23,9	-9,0
Economías emergentes ³	27,2	26,1	27,9	29,2	2,8
Economías asiáticas en desarrollo	32,2	30,8	33,6	35,5	5,1
China	38,5	37,9	42,4	43,9	8,7
América Latina	20,9	19,8	19,0	19,8	0,3
Europa central y oriental	23,3	23,1	23,2	23,8	-2,9

¹ Variación porcentual acumulada. ² Incluidas las nuevas economías industrializadas (NEI) asiáticas.
³ Economías emergentes distintas de las NEI asiáticas.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; datos nacionales. Cuadro II.5

países europeos aumentaron de forma moderada, especialmente en aquéllos donde había incertidumbre sobre las perspectivas de empleo y las pensiones, como es el caso de Alemania y los Países Bajos.

La inversión agregada (incluida la formación de capital tanto empresarial como residencial) creció en la mayoría de los países industrializados avanzados y de las economías de mercado emergentes. La tasa de aceleración varió, registrando China y Estados Unidos los mayores incrementos (véase el Cuadro II.5). Una característica compartida parece ser la fortaleza a escala mundial de la inversión en vivienda. En los países de la OCDE, esa inversión creció en términos reales más de un 6% en 2004, su tasa más alta desde mediados de la década de los 90.

La inversión empresarial también cobró intensidad, especialmente en los países industrializados avanzados, tras una lenta recuperación desde el mínimo cíclico registrado en 2002. Este resultado obedeció básicamente al afianzamiento del gasto empresarial en Estados Unidos en el transcurso de 2004. El gasto de las empresas de la zona del euro aumentó tras dos años de contracción, aunque a un ritmo moderado. Por otra parte, las tasas de inversión permanecieron estables en Japón. Sin embargo, la

Vigorosa inversión
residencial ...

... pero también
afianzamiento de la
inversión
empresarial

inversión empresarial en las economías avanzadas seguía en general por debajo de los valores alcanzados en la segunda mitad de los años 90, tanto en términos de tasas de crecimiento como en porcentaje del PIB.

Balances e inversión empresariales

Los balances empresariales mejoraron en 2004 en las tres principales áreas monetarias. La deuda se redujo en relación a los recursos propios y al valor añadido de forma generalizada, aunque las empresas estadounidenses aún parecen más fuertes que las de la zona del euro o Japón (véase el Gráfico II.9). Esta mejora de los balances empresariales se vio estimulada por el sólido crecimiento de los beneficios, un fenómeno observado a escala mundial (véase el Gráfico II.10). En Estados Unidos, tanto la participación de los beneficios en el total de rentas como los márgenes de beneficio rondaron en 2004 niveles récord, mientras que en Europa la participación de los beneficios se acercó a sus niveles de mediados de la década de los 90 y en Japón la situación mejoró sustancialmente.

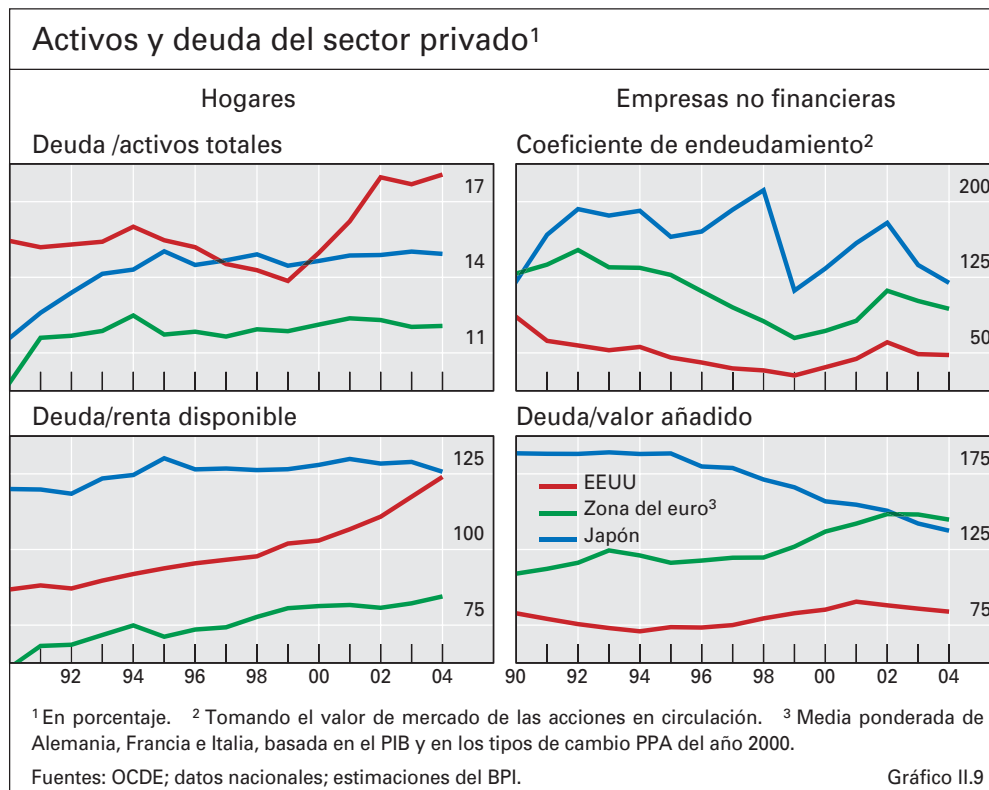
Dado el entorno de beneficios extraordinariamente elevados y condiciones favorables por el lado de la oferta, el relativo estancamiento de la inversión empresarial se contempló con cierta sorpresa. Los bajos tipos de interés reales, los estrechos diferenciales crediticios y la subida de los precios de las acciones mantuvieron deprimido el coste del capital. Además, la productividad del trabajo en el sector empresarial creció cerca de un 3% en los países de la OCDE, aunque la zona del euro estuvo bastante rezagada.

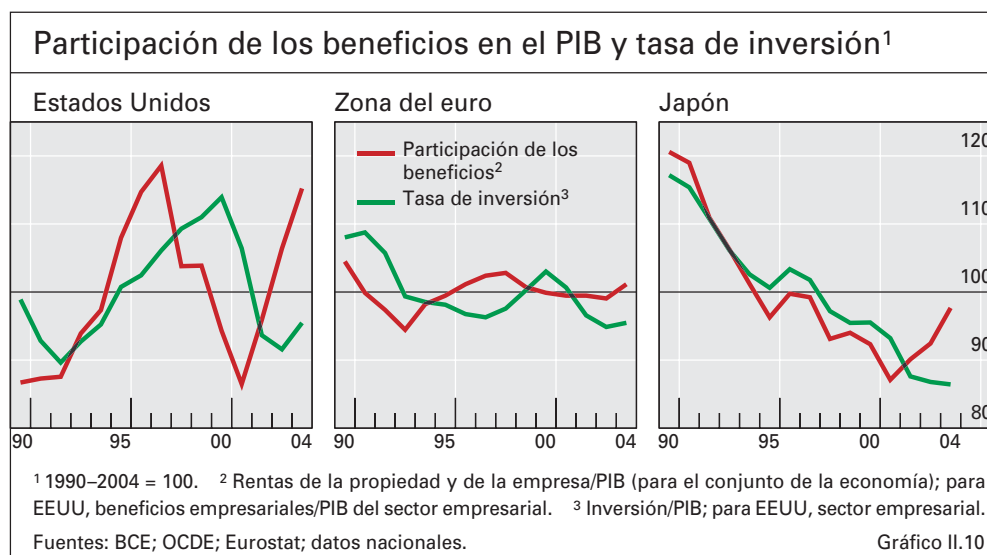
La mayor aversión al riesgo mostrada por las empresas tras el desplome del mercado bursátil parece haber contenido la formación de capital fijo. Las empresas se centraron sobre todo en la reestructuración de sus

Balances empresariales más sólidos ...

... pero una inversión relativamente estancada ...

... atribuible a la aversión al riesgo ...





balances, como demuestran sus esfuerzos por reducir los coeficientes de endeudamiento y en el “atesoramiento de efectivo” (véase el Capítulo VI). El interés por reducir el apalancamiento probablemente reflejaba inquietudes acerca de una persistente vulnerabilidad ante cambios de las condiciones en los mercados financieros. A esto parece haberse añadido que, tanto en Japón como en algunos países europeos, los directivos empresariales se muestran más cautos con respecto a la accesibilidad al crédito en condiciones económicas adversas, en un entorno de cambios de conducta de las entidades bancarias en los últimos años.

... a la composición sectorial de los beneficios ...

En Estados Unidos también influyó la composición sectorial del crecimiento de los beneficios. Muchos subsectores de servicios —como el comercio minorista y los servicios financieros— han registrado un incremento de beneficios relativamente elevado y estable en estos últimos años. En contraste, en el sector industrial los beneficios disminuyeron casi un 70% en 2001–02. La participación de los beneficios de este sector en los beneficios totales se redujo desde el 25% hasta menos del 10%. Los beneficios del sector industrial se recuperaron en 2004, aunque se mantuvieron muy por debajo de su nivel de finales de los años 90, tanto en términos nominales como en porcentaje del valor añadido del sector. La inversión descendió en 2001 y 2002 en consonancia con los beneficios. Pese a recuperarse en 2003, el gasto empresarial en el sector industrial sólo fue un 10% superior al de los años 90, mientras que la inversión en el sector empresarial en su conjunto aumentó casi un 50%.

... y a un escaso crecimiento de los mercados internos

En la zona del euro y Japón, las inciertas perspectivas sobre la demanda interna continuaron afectando negativamente al gasto empresarial. Las encuestas realizadas en la zona del euro revelaron el persistente pesimismo de las empresas, especialmente por las perspectivas para los mercados internos. En un entorno de lento crecimiento, el aumento de los beneficios ha venido asociado a subidas salariales moderadas y a tasas de desempleo persistentemente elevadas, incluso crecientes en algunos países. Una razón para ello es el continuo énfasis de las empresas en la intensificación del uso del factor capital y en la reducción del factor trabajo, principalmente en

el sector industrial, donde la competencia internacional es particularmente agresiva. Las medidas encaminadas a elevar el crecimiento potencial —especialmente en el sector servicios— y una mayor flexibilidad de los mercados de trabajo resultan fundamentales para mejorar las perspectivas de empleo y, por tanto, de demanda.

Balances y gasto de los hogares

El aumento de los precios de la vivienda y de las acciones elevó en muchos países la riqueza de los hogares en 2004. En las economías industrializadas avanzadas, para las que se dispone de datos de los activos y pasivos de esos hogares, la riqueza familiar aumentó, con la notable excepción de Japón, tanto en términos absolutos como en relación con la renta disponible. Los precios de la vivienda, que representa el grueso de los activos de los hogares en la mayoría de las economías, crecieron con fuerza en un amplio conjunto de países. En muchos casos, los precios de la vivienda a finales de 2004 se situaban en máximos históricos o próximos a ellos (véase el Cuadro II.6).

La riqueza familiar aumentó conforme lo hacía la deuda y en similar proporción, por lo que la relación entre la deuda y los activos de los hogares se mantuvo básicamente constante en la zona del euro y se incrementó en Estados Unidos (véase el Gráfico II.9). En consecuencia, continuó aumentando la deuda en proporción de la renta disponible, especialmente en este

La riqueza familiar creció ...

... pero también lo hizo la deuda

Precios de la vivienda y deuda hipotecaria					
	Precios de la vivienda ¹				Variación de deuda hipotecaria para compra de vivienda ²
	Variación anual		Variación desde máximos 2004	Fecha del máximo	
	1996-2003	2004			
Estados Unidos	6,0	11,2	0,0	2004 T4	3,9
Japón	-3,3	-6,1	-37,1	1991 S1	-0,8
Alemania	-0,1	-1,0	-2,0	2002	-0,8
Reino Unido	11,7	12,3	0,0	2004 T4	5,2
Francia	7,2	15,6	0,0	2004 S2	1,9
Italia	4,6	9,7	0,0	2004 S2	1,9
Canadá	4,5	7,8	0,0	2004 T4	1,7
España	10,8	17,4	0,0	2004 T4	4,7
Países Bajos	10,2	1,8	-2,5	2004 T3	4,8
Australia	10,2	2,7	-0,2	2004 T2	5,4
Suiza	0,5	1,8	-12,9	1989 T4	3,4
Bélgica	5,8	4,2 ³	0,0	2004 T2	0,1
Suecia	7,8	10,0	0,0	2004 T4	2,7
Noruega	7,8	10,5	0,0	2004 T4	2,7
Dinamarca	6,7	11,3	0,0	2004 T4	1,8
Finlandia	8,1	5,6	0,0	2004 T4	2,7
Irlanda	14,4	7,8 ⁴	0,0	2004 T3	9,5

¹ Fin del periodo; variación porcentual, en términos nominales; para Japón, precios del suelo. ² Entre 2003 y 2004; en puntos porcentuales del PIB. ³ Hasta el segundo trimestre. ⁴ Hasta el tercer trimestre.

Fuentes: OCDE; diversas asociaciones inmobiliarias; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro II.6

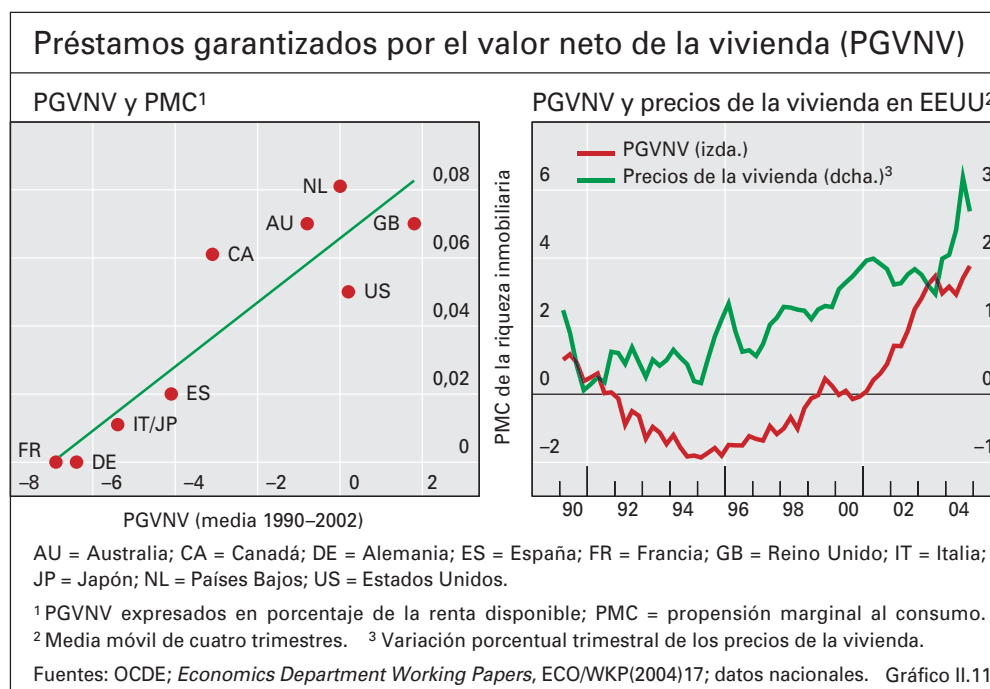
último país. El grueso del incremento de la deuda familiar fue atribuible al endeudamiento en forma de préstamos hipotecarios, con la vivienda como garantía real.

Los préstamos garantizados por el valor neto de la vivienda estimularon el consumo ...

En muchos países, como Francia y España, este mayor endeudamiento hipotecario se utilizó para financiar la compra de viviendas. Sin embargo, los préstamos garantizados por el valor neto de la vivienda —la extracción de riqueza inmobiliaria mediante endeudamiento, empleando como garantía real el valor de la vivienda en lo que exceda de la inversión efectuada en ella por el propietario— han mejorado significativamente en los últimos años el poder adquisitivo efectivo en una serie de países, entre los que se incluyen Estados Unidos, el Reino Unido, los Países Bajos y Australia. Los préstamos garantizados por el valor neto de la vivienda han mantenido una estrecha correlación con la propensión a consumir a partir de la riqueza inmobiliaria desde la década de los 90 (véase el Gráfico II.11). Aunque un mayor coste de los servicios inmobiliarios debería, en principio, haber reducido el gasto en otros productos por quienes no son propietarios, es difícil encontrar este efecto en los datos.

... pero plantean riesgos para el futuro

Resulta complicado juzgar el grado de vulnerabilidad del consumo privado ante una futura caída de los precios de la vivienda. La experiencia del Reino Unido, Australia y los Países Bajos, donde recientemente se han registrado desaceleraciones e incluso descensos de esos precios, sugiere que un menor dinamismo del mercado de la vivienda tiene un efecto adverso sobre el gasto. En el Reino Unido y Australia, el consumo privado se ha desacelerado en periodos recientes, mientras que en los Países Bajos esta variable ha sido débil durante los dos últimos años aproximadamente, en un entorno de creciente del desempleo. En general, el efecto sobre el gasto dependería probablemente de una serie de factores, como la revisión de las expectativas a largo plazo sobre las rentas del trabajo y la cuantía de las



pensiones o los cambios de los tipos de interés. Más reconfortante resulta la reciente suavización de la fuerte correlación observada en Estados Unidos entre los préstamos garantizados por el valor neto de la vivienda y la revalorización de ésta. El hecho de que la extracción de riqueza de la vivienda fuera prácticamente nula en promedio entre 1990 y 2002, podría indicar que los hogares la consideran básicamente como un mecanismo para homogeneizar su consumo a lo largo del tiempo. De cara al futuro, cabría entonces esperar alguna contrapartida por la utilización del patrimonio durante los últimos años. En cualquier caso, un descenso a escala nacional de los precios nominales de la vivienda en Estados Unidos, el mayor mercado mundial, sería un acontecimiento sin precedentes en las últimas décadas.

La política fiscal

Evolución fiscal reciente

Pese a la ligera orientación restrictiva de las políticas fiscales en 2004, los déficit presupuestarios se mantuvieron bastante por encima de sus promedios históricos en los principales países industrializados (véase el Cuadro II.7). El aumento de los déficit fue especialmente acusado en Alemania, el Reino Unido y Estados Unidos, donde los resultados presupuestarios se han deteriorado entre un 5% y un 7% del PIB desde 2000 (véase el Cuadro II.8). En cambio, en las economías industrializadas de menor tamaño (Australia, Canadá y España, entre otras), así como en muchas economías de mercado emergentes, la situación presupuestaria ha mejorado en los últimos años. Si bien parte de esta mejora fue reflejo de unas favorables condiciones cíclicas, muchas economías de mercado emergentes también han iniciado procesos de reforma presupuestaria de índole estructural (véase el

Los déficit presupuestarios permanecieron elevados en los principales países industrializados

Comparación histórica de las posiciones fiscales ¹							
	Media 1980–2003			2004			
	Posición financiera	Posición estructural ²	Deuda bruta	Posición financiera	Posición estructural ²	Deuda bruta	Esfuerzo de estabilización de la deuda ³
Economías industrializadas ⁴	-3,4	-3,4	67	-3,8	-3,5	80	2,1
Estados Unidos	-3,3	-3,1	63	-4,3	-4,2	64	2,0
Zona del euro	-3,9	-3,6	66	-2,8	-2,1	78	0,8
Japón	-3,1	-3,2	89	-6,1	-5,9	158	6,8
Economías emergentes ⁵	-3,0 ⁶	...	44 ⁶	-2,5	...	47	...

¹ Administraciones Públicas, en porcentaje del PIB. ² Posición financiera ajustada por el ciclo, en porcentaje del PIB potencial. ³ Variación porcentual necesaria en la posición financiera para estabilizar la deuda neta, considerando que el PIB nominal crece a su tasa potencial. ⁴ Media ponderada de Alemania, Australia, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, los Países Bajos y el Reino Unido basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. ⁵ Media ponderada de las 24 mayores economías de mercado emergentes, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. ⁶ 1998–2003.

Fuentes: FMI; Instituto de Finanzas Internacionales (IIF); OCDE; JPMorgan Chase; cálculos del BPI. Cuadro II.7

Evolución fiscal reciente ¹						
	Posición financiera			Deuda		
	2003	2004	Variación acumulada 2001-04 ²	Deuda neta	Deuda bruta	
				2004	2004	Variación acumulada 2001-04 ²
Estados Unidos	-4,6	-4,3	-5,9	44	64	5
Zona del euro	-2,8	-2,8	-2,9	53	78	1
Alemania	-3,8	-3,7	-5,0	55	70	9
Francia	-4,1	-3,7	-2,3	46	73	7
Italia	-3,0	-3,0	-2,3	96	119	-6
Japón	-7,7	-6,1	1,4	84	158	24
Reino Unido	-3,4	-3,4	-7,2	36	44	-2
Canadá	0,6	1,3	-1,6	31	70	-11
Australia	0,8	0,8	-0,1	2	21	-5

¹ Administraciones Públicas, en porcentaje del PIB. ² En puntos porcentuales.
Fuentes: FMI; OCDE. Cuadro II.8

Capítulo III). También se progresó en la contención del crecimiento de la deuda pública, en parte como consecuencia de los reducidos tipos de interés. Sin embargo, a menos que las políticas cambien, las obligaciones del sector público aumentarán sustancialmente en el futuro debido a la existencia de pasivos contingentes relacionados con el envejecimiento de la población. El endeudamiento público continúa siendo especialmente elevado en Italia y Japón.

Aunque los motivos de los mayores déficit presupuestarios en los principales países industrializados son diversos, su naturaleza es básicamente estructural (véase el Cuadro II.7). El aumento del déficit público en Estados Unidos en los últimos años ha sido en gran medida el resultado de recortes impositivos y de un mayor gasto militar y en seguridad. El déficit presupuestario estadounidense se situó por debajo de lo esperado en 2004 gracias a los mayores ingresos generados por el crecimiento económico y a la contención de los gastos ajenos a la defensa. Del mismo modo, un mayor crecimiento y la limitación del gasto redujeron el déficit en Japón el pasado año. Sin embargo, las autoridades niponas aún deben hacer frente a las consecuencias de los fuertes desequilibrios presupuestarios heredados de los años 90. En la zona del euro, los déficit públicos son también básicamente estructurales. Pese al menor componente cíclico de los déficit con respecto a 2003, casi la mitad de los miembros de la unión monetaria incumplieron los criterios fiscales del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (algunos de ellos por tercer año consecutivo).

La expansión fiscal de los últimos años ha dejado, por tanto, a muchos países con un escaso margen de maniobra para acometer ulteriores relajaciones de su política presupuestaria. De hecho, en la zona del euro la necesidad de saneamiento actualmente coincide con el debilitamiento de la actividad económica. La reducción del déficit resulta más sencilla y deseable en Estados Unidos, dado el sólido crecimiento de su producto y su elevado déficit por cuenta corriente.

Los déficit son básicamente de naturaleza estructural

Escaso margen de maniobra para ulteriores relajaciones de la política fiscal

Proyecciones fiscales a medio plazo ¹								
	Posición financiera			Posición estructural ²		Deuda bruta		
	2005	2006	Variación desde 2004 ³	2005	2006	2005	2006	Variación desde 2004 ³
Estados Unidos	-4,2	-4,1	2,0 (2010)	-4,2	-4,1	66	68	-6 (2010)
Zona del euro	-2,6	-2,4	0,4 (2006)	-1,9	-1,9	79	79	0 (2006)
Alemania	-3,3	-2,6	2,2 (2007)	-2,0	-1,7	73	74	2 (2007)
Francia	-3,1	-2,9	1,7 (2008)	-2,7	-2,8	74	74	1 (2008)
Italia	-3,9	-4,3	2,0 (2008)	-3,5	-4,2	119	119	8 (2008)
Japón	-6,4	-5,7	1,9 (2008)	-6,2	-5,7	161	164	-10 (2008)
Reino Unido	-3,2	-3,2	1,4 (2010)	-3,3	-3,3	47	49	-3 ⁴ (2010)
Canadá	1,3	1,1	0,2 (2008)	1,3	1,0	66	62	14 ⁴ (2008)
Australia	0,4	0,3	-0,2 (2007)	0,6	0,6	18	18	4 ⁴ (2007)

¹ Administraciones Públicas, en porcentaje del PIB. ² Posición financiera ajustada por el ciclo, en porcentaje del PIB potencial.
³ Variación de la posición financiera y de la deuda bruta, respectivamente, en puntos porcentuales, entre el año expresado entre paréntesis y 2004. Una cifra positiva indica una reducción del déficit/aumento del superávit y una reducción de la deuda bruta, respectivamente. ⁴ Deuda neta.

Fuentes: FMI; OCDE; datos nacionales. Cuadro II.9

En este entorno, la mayoría de países industrializados ha anunciado planes para recortar sus déficit presupuestarios hacia finales de la década (véase el Cuadro II.9). La Administración estadounidense se ha comprometido a reducir el déficit público por debajo del 2% del PIB en 2010. En Japón, las autoridades se han marcado como objetivo lograr un superávit primario (excluida la seguridad social) en los años inmediatamente posteriores a 2010 y estabilizar la deuda pública bruta en torno al 150% del PIB. En la zona del euro, los países con débiles resultados presupuestarios estructurales se han comprometido a reducir sus déficit a un ritmo anual de 0,5 puntos porcentuales del PIB hasta 2007. Sin embargo, las medidas concretas de política fiscal necesarias para alcanzar estos objetivos se encuentran, por lo general, pendientes de confirmación.

Los objetivos de reducción de los déficit aún carecen de concreción

Alternativas para el saneamiento presupuestario

La reforma fiscal ha vuelto recientemente a la agenda política, debido en parte al éxito de las reformas tributarias ya aplicadas en Irlanda y el Reino Unido. La reciente experimentación con un tipo impositivo único en Eslovaquia (donde se ha introducido un impuesto lineal sobre los beneficios de las sociedades y la renta de las personas físicas y un IVA uniforme, todos ellos con un tipo impositivo del 19%) y en otros países de Europa central y oriental han atraído también la atención. La mayor intensidad de la competencia mundial y la posibilidad de deslocalizar la producción señalan un limitado margen para aumentar los impuestos directos en el futuro, especialmente sobre las empresas. Dadas las circunstancias, puede resultar cada vez más atractiva la idea de recurrir a impuestos indirectos.

Interés por las reformas impositivas, incluido el tipo impositivo único

Los recortes del gasto público corriente y de los programas de prestaciones sociales (distintos de las pensiones) no han sobresalido en las líneas básicas de las recientes propuestas de reforma. A este respecto, una restricción importante en la zona del euro ha sido el elevado desempleo.

Pocos cambios en los programas de gasto ...

Además, las autoridades de los países que han adoptado medidas para reformar las prestaciones por desempleo y la financiación de la sanidad (Alemania, por ejemplo) han encontrado importantes dificultades.

... aunque la reforma de las pensiones ha comenzado

Varios países han adoptado medidas para reformar sus sistemas de pensiones. En Japón, la reforma de las pensiones aprobada en 2004 contempla recortes graduales de las prestaciones y aumentos de las cotizaciones individuales, así como transferencias del Gobierno al sistema de pensiones (incluyendo posibles subidas de impuestos). Con estas modificaciones se prevé reducir el déficit a largo plazo del sistema de pensiones. La reforma introducida en Italia, también aprobada el pasado año, elevará a partir de 2008 la edad efectiva de jubilación. Asimismo, permitirá a los trabajadores aumentar su pensión de jubilación obligatoria al invertir sus cotizaciones en fondos de pensiones privados complementarios. La Administración estadounidense también ha anunciado en su presupuesto para 2005 un plan orientado a introducir un esquema voluntario de cuentas de capitalización de pensiones. En Alemania, se ha reducido la relación entre las prestaciones por jubilación y el salario medio y, además, el nivel de las prestaciones se ha vinculado a la tasa de dependencia de la tercera edad.

La disciplina del mercado podría incentivar el saneamiento presupuestario

En cuanto a los incentivos para acometer planes de saneamiento presupuestario, es de prever que las presiones procedentes de los mercados de deuda pública desempeñen un papel importante. De forma un tanto sorprendente, los mercados financieros no han incorporado por ahora una prima de riesgo por los desequilibrios presupuestarios presentes y futuros en los principales países industrializados. En la zona del euro, por ejemplo, y pese a algunas reducciones de las calificaciones crediticias, los efectos sobre los tipos de interés reales o los diferenciales de la deuda soberana inducidos por los fuertes déficit presupuestarios o por el elevado endeudamiento han sido hasta ahora más bien limitados. Una posible explicación radica en que los éxitos cosechados en la eliminación de los déficit públicos a mediados de la década de los 90 han prestado credibilidad a las recientes declaraciones oficiales sobre reducción de los déficit en el futuro. Otra explicación sería que los inversionistas consideran que los riesgos de los actuales déficit presupuestarios son limitados, quizá porque se considera que la tendencia mundial hacia la desregulación y la privatización puede restringir a largo plazo el papel de los Gobiernos y del gasto público. Otras explicaciones se centran en las favorables condiciones de financiación de que disfrutaron todos los deudores, no sólo los Gobiernos (véase el Capítulo VI).

¿Podrían derivarse efectos expansivos del saneamiento?

Otro acicate para el saneamiento presupuestario, especialmente en el caso de los principales países de la zona del euro y Japón, podría ser la constatación de que algunos procesos previos de saneamiento reflejaron una correlación positiva con el crecimiento económico. Si se considera que el proceso de saneamiento conlleva una reducción permanente del gasto y del endeudamiento públicos, podrían alimentarse las expectativas de impuestos y tipos de interés más bajos en el futuro. Casi la mitad de las operaciones de política fiscal contractiva acometidas a partir de la década de los 70 en los países de la UE de los Quince conllevaban en la práctica un crecimiento más intenso. Tal vez, los episodios citados con

más frecuencia sean los casos de Dinamarca e Irlanda a mediados y finales de la década de los 80, así como el de España en la segunda mitad de los años 90. Con todo, gran parte del efecto expansivo observado en estos casos se ha atribuido al hecho de que las medidas de austeridad coincidieron con una orientación expansiva de la política monetaria y con depreciaciones monetarias en términos reales. Los costes del endeudamiento también eran elevados por entonces, permitiendo sacar gran partido de los descensos de los tipos de interés y de las primas de riesgo país. Por el contrario, los tipos de interés actuales son muy bajos. Aun así, unos ajustes fiscales que reduzcan las ineficiencias de los programas de bienestar social tradicionales bien podrían señalar el compromiso de embridar el gasto público en el futuro y ayudar a mejorar las expectativas.

En los casos en los que los desequilibrios fiscales se han agravado durante un periodo de crecimiento intenso, la necesidad de un saneamiento presupuestario debería ser más evidente. Una combinación de mayores impuestos y menor gasto público contribuiría a reducir los déficit fiscales así como a moderar la demanda agregada. En Estados Unidos, el saneamiento presupuestario también permitiría aminorar el elevado déficit por cuenta corriente actual.

El saneamiento presupuestario puede contribuir a moderar la demanda agregada

Asimismo, la utilización de reglas fiscales podría reforzar los incentivos para el saneamiento presupuestario. Cuando los procesos presupuestarios nacionales están perfectamente integrados en un proyecto de medio plazo, es más probable que los países alcancen sus objetivos fiscales. Pocas dudas caben de que numerosos países de la Unión Europea acometieron importantes ajustes presupuestarios para poder cumplir el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y antes, para cumplir los criterios del Tratado de Maastricht. También se han utilizado con éxito las reglas fiscales con el objetivo de introducir disciplina en los diferentes niveles gubernamentales en el ámbito interno de algunos países, así como en algunas economías de mercado emergentes. Recientemente, en Estados Unidos se ha apelado al restablecimiento de una regla similar a la Ley de Disciplina Presupuestaria como un gesto de compromiso renovado con la disciplina fiscal. Con todo, las recientes dificultades con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento indican que incluso las reglas fiscales bien asentadas pueden fracasar si falta compromiso en su observancia.

Las reglas fiscales podrían reforzar el saneamiento presupuestario, pero su cumplimiento es fundamental

Es probable que el principal estímulo para las reformas presupuestarias a largo plazo proceda de los desafíos asociados al envejecimiento de la población. La primera ola de cohortes nacidos durante la explosión demográfica de la posguerra comenzará a jubilarse durante la próxima década, lo que intensificará las obligaciones no sólo para los sistemas públicos de pensiones, sino también para los programas de asistencia sanitaria. Incluso teniendo en cuenta los efectos de las medidas en vigor diseñadas para recortar las prestaciones futuras, las previsiones apuntan a que el gasto relacionado con las pensiones y la sanidad aumentará en promedio casi un 7% del PIB a lo largo de las próximas cuatro décadas en los países de la OCDE. En consecuencia, cada vez será más inevitable la adopción de medidas políticas adicionales.

El envejecimiento de la población: importante desafío presupuestario a largo plazo