

II. La economía mundial

Aspectos más destacados

La economía mundial creció con intensidad en 2005, mientras que la inflación permaneció contenida pese a la nueva subida de los precios del petróleo y otras materias primas. La expansión mundial, liderada a comienzos de año por Estados Unidos y China, se generalizó en el transcurso del ejercicio, extendiéndose a Japón y Europa continental.

Los contratiempos derivados de ciertos cambios en el entorno macroeconómico no impidieron que los datos de crecimiento e inflación mundiales superaran los optimistas pronósticos realizados al inicio de 2005. En primer lugar, las presiones inflacionistas apenas se dejaron sentir, pese al encarecimiento adicional de las materias primas después de tres años consecutivos de vigoroso crecimiento mundial. Segundo, la economía estadounidense conservó una notable fortaleza, a pesar del incremento del precio de la energía y de las perturbaciones provocadas por los huracanes. En tercer lugar, las condiciones de financiación a escala internacional siguieron respaldando el crecimiento, pese a la supresión gradual del tono acomodaticio de la política monetaria en Estados Unidos y, aunque en fase menos avanzada,

Crecimiento e inflación								
Variación anual media, en porcentaje								
	PIB Real				Precios de consumo ¹			
	Media 1991–2003	2004	2005	2006 ²	Media 1991–2003	2004	2005	2006 ²
Total ³	3,6	4,8	4,3	4,4	11,8	3,1	3,2	3,2
Economías industrializadas avanzadas ³	2,3	3,0	2,6	2,8	2,2	2,0	2,3	2,3
Estados Unidos	2,9	4,2	3,5	3,4	2,7	2,7	3,4	3,2
Zona del euro	2,0	1,8	1,4	2,1	2,4	2,1	2,2	2,1
Japón	1,1	2,3	2,6	3,0	0,5	-0,0	-0,3	0,4
Reino Unido	2,4	3,1	1,8	2,3	2,4	1,3	2,1	2,0
Otras economías ^{3, 4}	2,6	3,1	2,6	3,0	2,2	1,6	2,0	2,1
Economías emergentes ³	5,4	7,3	6,9	6,7	25,9	4,9	4,5	4,4
Asia ^{3, 5}	7,2	7,9	8,0	7,7	6,1	3,8	3,3	3,7
América Latina ^{3, 6}	3,4	5,9	4,3	4,6	57,5	6,7	6,0	5,4
Europa central y oriental ^{3, 7}	0,5	6,9	5,9	5,6	80,4	8,7	8,6	6,9
Otras economías ^{3, 8}	2,3	4,8	5,4	5,0	5,5	1,0	2,3	2,9

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 Zelanda, 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

también en la zona del euro. Por último, la tranquilidad reinó en los mercados financieros a pesar del abultado e imprevisto deterioro adicional de la balanza por cuenta corriente en Estados Unidos durante 2005. Aunque la cifra del déficit exterior estadounidense excedió los pronósticos en cerca de 100.000 millones de dólares, el dólar se apreció en términos efectivos reales durante el año.

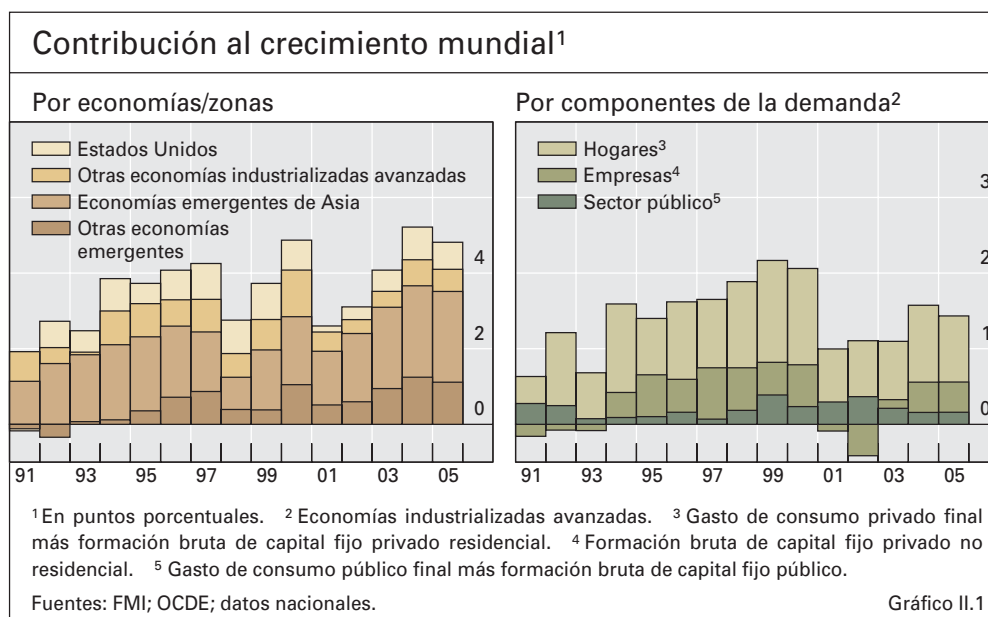
Las previsiones de consenso para 2006 sugieren la continuidad en todo el mundo del firme crecimiento y de la reducida inflación (véase el Cuadro II.1). La sólida confianza empresarial y unas tasas de desempleo bajas o en disminución respaldan el optimismo de las perspectivas de crecimiento a corto plazo. Sin embargo, otros elementos de la expansión mundial en curso resultan menos favorables: elevados déficits públicos, posible insostenibilidad del escaso ahorro familiar en una serie de países industrializados, persistencia de tasas de inversión empresarial bajas y desequilibrios sin precedentes de las balanzas por cuenta corriente. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación son más inciertas, con el precio del petróleo en máximos históricos y la brecha del producto estrechándose o incluso cerrándose en muchos países.

Situación general de la economía mundial

Continúan el intenso crecimiento y la baja inflación

En 2005, el crecimiento del PIB mundial sobrepasó el 4% por tercer año consecutivo, lo que representa el periodo de expansión más intensa desde comienzos de la década de los 70. En el continente americano y Europa, el producto creció algo menos que en 2004, mientras que en Asia, el ritmo de avance se aceleró. La expansión económica continuó sin desmayo en China, al tiempo que la tan esperada reactivación japonesa estimuló el dinamismo de la región, en buena medida por la especial complementariedad entre la

Tercer año consecutivo de intenso crecimiento



estructura comercial nipona y la de los países asiáticos emergentes. El crecimiento conjunto de estos últimos representó el pasado año más de la mitad del aumento del producto mundial (véase el Gráfico II.1).

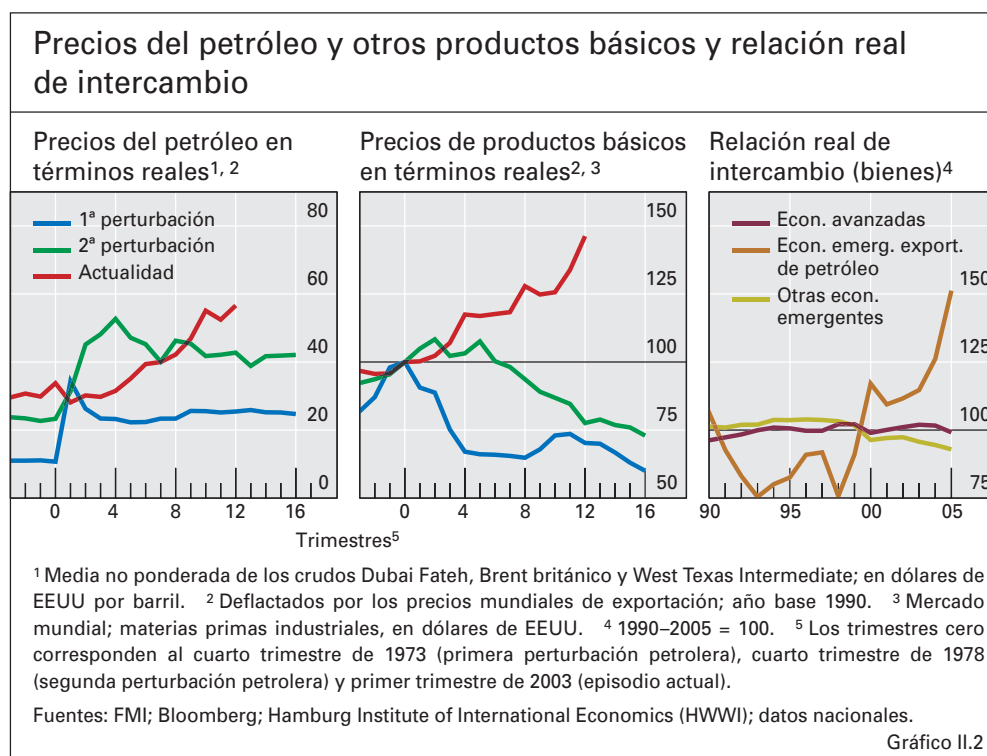
El rápido crecimiento de la demanda (especialmente en los países asiáticos emergentes) provocó una nueva subida de los precios de las materias primas en 2005, acentuada por las restricciones de capacidad en la extracción y el refinado de petróleo. Los precios al contado del crudo alcanzaron los 70 dólares por barril en agosto de 2005, con una subida en torno al 60% desde comienzos del ejercicio. El aumento gradual de los precios del crudo en términos reales durante los dos últimos años contrasta marcadamente con lo ocurrido en las dos perturbaciones de oferta causadas por el encarecimiento del petróleo en la década de los 70, cuando parte de las subidas iniciales de precios se corrigieron con relativa rapidez. Por su parte, los precios de los metales básicos y de otras materias primas han crecido en paralelo con los precios del crudo (véase el Gráfico II.2).

La economía mundial ha sabido reaccionar de un modo sobresaliente a la nueva subida de los precios energéticos. La factura neta de las importaciones de petróleo representó el 1,5% del PIB en los países de la OCDE, medio punto porcentual más que en 2004, pero aproximadamente la mitad de la registrada en la década de los 70. Mientras que la expansión económica se mantuvo intacta en los países importadores de crudo, la mejora sustancial de la relación real de intercambio alentó el crecimiento en los países emergentes de América Latina, Oriente Medio y África que exportan petróleo u otras materias primas.

La persistente contención de la inflación amortiguó los efectos del encarecimiento de la energía sobre la demanda agregada de los países

Los precios de las materias primas continuaron subiendo...

... pero el crecimiento económico mundial se mantuvo sólido...



importadores de petróleo. Así, la inflación de los precios de consumo sólo registró un ligero aumento con respecto a los niveles de 2004. Los efectos “de segunda ronda” del encarecimiento del crudo apenas se dejaron sentir, gracias a la continuidad de la moderación salarial y a la limitada capacidad de las empresas para influir en la formación de los precios. Además, las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron firmemente ancladas. En este contexto, los bancos centrales de Estados Unidos y, posteriormente, de la zona del euro y Japón adoptaron estrategias de supresión gradual de la orientación acomodaticia de sus políticas monetarias (véase el Capítulo IV).

... favorecido por una inflación contenida...

El mantenimiento en todo el mundo de condiciones de financiación favorables también ayudó a contrarrestar los efectos del encarecimiento de la energía sobre el crecimiento económico. Los tipos de interés reales a corto y largo plazo permanecieron muy por debajo de sus promedios históricos en las principales áreas monetarias. Unido a ello, las reducidas primas de riesgo provocaron una revalorización generalizada de los activos; en concreto, los precios de la vivienda se dispararon en numerosos países (véase el Capítulo VII) y las cotizaciones bursátiles alcanzaron máximos de varios años en la práctica totalidad de las economías (véase el Capítulo VI). Por otra parte, el extraordinario estrechamiento de los diferenciales crediticios llevó aparejada la aceleración del crédito a un ritmo comparable al de finales de los años 90.

... y unas condiciones de financiación favorables

Indicios de una expansión económica más equilibrada

Durante los primeros compases de 2005, Estados Unidos y China se mantuvieron como principales motores del crecimiento mundial. Al mismo tiempo, la pujanza del gasto de consumo estadounidense y la continuidad de la gran solidez de la inversión en China permitieron a la zona del euro y a las economías asiáticas emergentes superar el debilitamiento asociado a un ajuste de existencias en el sector industrial. De hecho, las exportaciones repuntaron en Europa en la primera mitad de 2005 y después en el resto de Asia, incluidas las de sectores de alta tecnología previamente rezagados.

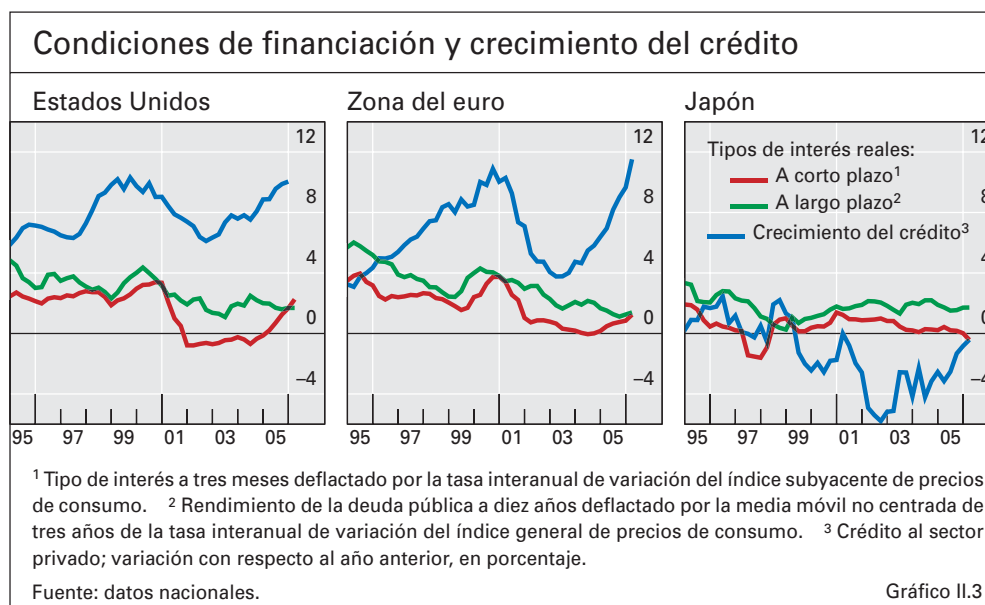
La expansión continuó en EEUU y China...

La expansión internacional se generalizó conforme transcurría el año. Mientras la economía estadounidense conservaba un notable dinamismo y China continuaba creciendo con fuerza, el fortalecimiento de la demanda interna estimuló la recuperación en Europa continental. En un entorno de intenso crecimiento de los beneficios, afianzamiento de la confianza empresarial y, más recientemente, utilización de la capacidad en aumento, el gasto empresarial en la zona del euro registró su mayor avance desde el año 2000, si bien el consumo privado no logró recuperarse. Los diferenciales de crecimiento entre las principales economías de la zona volvieron a ser considerables, fluctuando desde la rápida expansión económica de España hasta el estancamiento de Italia, pasando por un crecimiento inferior al promedio en Francia y Alemania.

... llegó a la zona del euro...

El incremento de la demanda interna alimentó la confianza en que la recuperación de Japón estaba firmemente asentada. El dinamismo del gasto empresarial y el cambio de tendencia en el crecimiento del crédito sugirieron que el proceso de ajuste de balances en los sectores empresarial

... y se consolidó en Japón



y financiero había completado su curso (véase el Gráfico II.3). La recuperación del consumo privado japonés se cimentó en la mejora del mercado de trabajo. Por otra parte, la demanda interna se consolidó en muchas de las economías asiáticas emergentes (véase el Capítulo III).

La expansión económica también se ha caracterizado por un mayor equilibrio entre los componentes de la demanda agregada. La inversión empresarial consiguió recuperarse en numerosas economías avanzadas. Su contribución al crecimiento de la demanda interna en 2005 fue comparable a la de auges previos en Estados Unidos y Japón, si bien algo inferior a la registrada durante la segunda mitad de los años 90 en la zona del euro. La aportación del gasto de los hogares —incluida su inversión en vivienda— al crecimiento total del PIB rondó el 67% en los países de la OCDE, frente a valores superiores al 80% en el primer lustro de la década actual. El reciente descenso responde a la desaceleración de la inversión en vivienda y al debilitamiento del consumo privado tras la moderación de la actividad en el mercado inmobiliario residencial en Australia y el Reino Unido, así como a las perturbaciones ocasionadas por los huracanes en Estados Unidos.

Perspectivas y riesgos

Las previsiones de consenso para 2006 señalan un crecimiento mundial nuevamente superior al 4%, unido a la continuidad de una inflación moderada. De hecho, el actual entorno económico resulta favorable en muchos aspectos. La confianza empresarial ha crecido en todo el mundo, lo que hace presagiar un ulterior aumento de la inversión de las empresas. Los mercados de trabajo en Estados Unidos y Japón se han fortalecido, con indicios de mejora también en la zona del euro. En Asia, el crecimiento económico parece estar ganando un fuerte dinamismo autónomo. También se espera

Crecimiento más equilibrado de los componentes de la demanda

Las previsiones de consenso sobre la continuidad del fuerte crecimiento en 2006...

que el crecimiento se acelere en América Latina y que se mantenga en Europa central y oriental.

No obstante, también se observan riesgos de que los resultados sean menos favorables de lo previsto. Al margen de acontecimientos potencialmente catastróficos como una pandemia de gripe aviaria o una crisis geopolítica, cabría cuestionarse la sostenibilidad a medio plazo de las actuales tendencias macroeconómicas.

Las principales variables económicas se configuran actualmente de un modo muy inusual (véase el Cuadro II.2). En primer lugar, los precios del petróleo han alcanzado nuevos máximos, duplicando en términos reales sus promedios de largo plazo. En este contexto, las presiones inflacionistas podrían llegar a intensificarse, especialmente a raíz del estrechamiento o incluso el cierre de las brechas del producto que se observa en numerosas economías. Segundo, los tipos de interés reales a largo plazo se mantienen en niveles muy bajos, pese a que subieron a comienzos de 2006. Aún no se conocen con certeza los motivos de estos niveles tan reducidos ni las consecuencias macroeconómicas que podrían derivarse si aumentaran con fuerza tras haber permanecido tanto tiempo deprimidos. En tercer lugar, mientras que las empresas de Estados Unidos son ahorradoras netas, el ahorro familiar en ese país se tornó negativo el pasado ejercicio. Por último, los déficits exteriores han crecido hasta niveles inusitados. La posición exterior del conjunto de países con déficit por cuenta corriente supera el 2,5% del PIB mundial, lo que obedece en gran medida al deterioro de la balanza estadounidense.

... están sujetas al "riesgo de eventos"...

... y a interrogantes sobre la sostenibilidad de los actuales patrones de crecimiento

2005: un año atípico						
Medias o totales anuales						
	2005	Máximo		Mínimo		Media 1980-2004
		Valor	Año	Valor	Año	
Crecimiento PIB mundial	4,8	5,3	2004	1,2	1982	3,4
Precio del petróleo en términos reales ¹	49,1	49,1	2005	14,0	1998	26,3
Tipos de interés reales a largo plazo de las economías del G-3 ²	1,6	5,3	1990	1,6	2005	3,5
Tasa de ahorro personal EEUU ³	-0,4	11,2	1982	-0,4	2005	6,1
Balanza financiera del sector privado empresarial EEUU ⁴	1,3	1,9	2003	-2,7	1980	-0,4
Balanzas por cuenta corriente ⁵	-2,8	-1,1	1995	-2,8	2005	-1,6

¹ Media no ponderada del Dubai Fateh, Brent británico y West Texas Intermediate; en dólares de EEUU por barril. Deflactado por los precios mundiales de exportación; año base = 1990. ² Rendimiento de la deuda pública a 10 años, deflactado por la media móvil de tres años no centrada de las variaciones de los precios generales de consumo en los 12 meses anteriores. Media ponderada basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. ³ En porcentaje de la renta personal disponible. ⁴ Diferencia entre ahorro e inversión, en porcentaje del PIB. ⁵ Suma de las economías con déficit por cuenta corriente, en porcentaje del PIB mundial.

Fuentes: FMI; Bloomberg; datos nacionales.

Cuadro II.2

Inflación y formación de salarios en la economía mundial

Evolución de la inflación mundial

Continuidad de la inflación reducida y estable

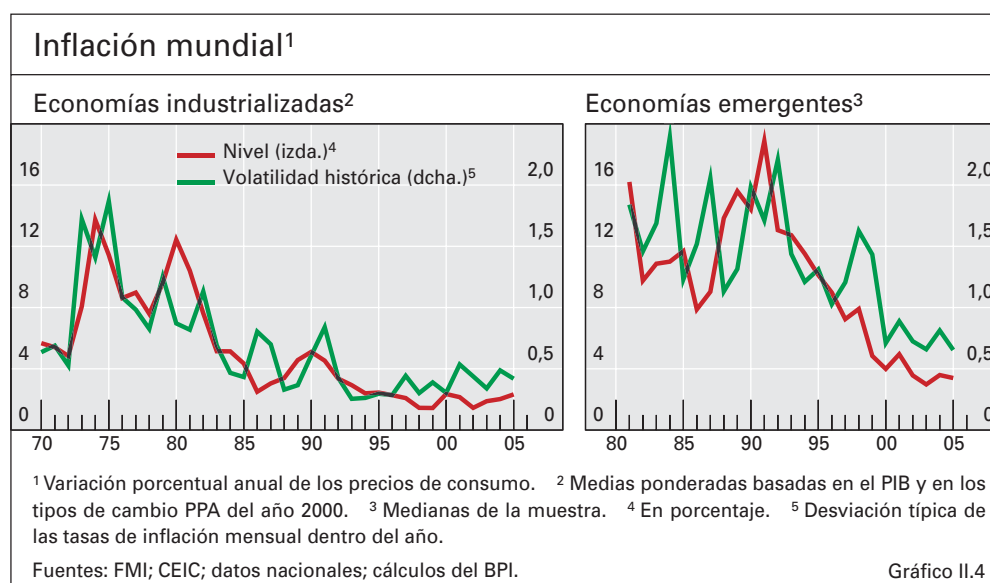
Durante el periodo analizado, la inflación mundial permaneció baja y estable pese a continuar el intenso crecimiento económico y el encarecimiento de la energía (véase el Gráfico II.4). En Estados Unidos, la inflación general de los precios de consumo aumentó hasta el 4,75% el pasado otoño debido al fuerte encarecimiento de la gasolina tras el paso de los huracanes, para moderarse después hacia finales de año. La inflación medida por el IPC general también siguió una trayectoria alcista en otros países industrializados avanzados durante el pasado año aproximadamente, sin abandonar todavía niveles históricamente bajos, mientras que se moderó en América Latina y permaneció relativamente estable en Europa central y oriental. Las tendencias inflacionarias en las economías asiáticas emergentes fueron desiguales, con un descenso de la inflación en China —pese a continuar su rápido crecimiento económico— y un aumento en muchos otros países (véase el Capítulo III).

Inflación subyacente prácticamente estable

Las tasas de inflación subyacente permanecieron prácticamente estables en Estados Unidos y Europa, abriéndose una brecha especialmente pronunciada entre ésta y la inflación general en el tercer trimestre de 2005. En Japón, el índice de inflación que excluye los alimentos frescos ascendió lentamente hasta rondar el 0,5% a finales de año, mientras que en las economías de mercado emergentes la inflación subyacente apenas varió.

Menor persistencia de la inflación...

El hecho de que la inflación general no siguiera el alza de los precios de la energía contrasta notablemente con las espirales de salarios y precios que caracterizaron la década de los 70, si bien está en consonancia con la tendencia más reciente a una menor persistencia de la inflación. Entre 1970 y 1989, más del 80% de las subidas de precios registradas en los países del G-7 a lo largo de seis meses consecutivos persistió al mes siguiente. Finalizados los años 90, este porcentaje se situó por debajo del 50% en Estados Unidos, y algo similar ocurrió en Canadá, Japón y el Reino Unido, mientras que en la zona del euro la evidencia disponible resulta más



heterogénea. Los datos también sugieren una menor persistencia de la inflación en numerosas economías emergentes.

Otra tendencia internacional que no ha variado es la menor dispersión de las tasas de inflación en todo el mundo. En 2005 la inflación se situaba en las economías avanzadas en un intervalo del 0% al 3%, cuando en 1980 el rango era de unos 20 puntos porcentuales. Los coeficientes de variación de las tasas de inflación disminuyeron desde 1,2 a mediados de los años 80 a menos de 0,5 en 2005. En cuanto a los mercados emergentes, el éxito de las medidas de estabilización adoptadas también ha reducido la dispersión de sus tasas de inflación desde mediados de la década de los 90.

Los factores que subyacen a estas tendencias de largo plazo no están del todo claros. La reducción en el nivel y la variabilidad de las tasas de inflación pueden explicarse en gran medida por un factor común a distintos países (véase el Cuadro II.3), aunque seguramente recoge motivos económicos muy distintos. Uno de estos factores es el cambio en la conducción de la política monetaria. Desde este punto de vista, las tendencias comunes de la inflación mundial responden a modificaciones simultáneas de las políticas económicas internas en numerosos países. Otro factor, genuinamente universal, es la creciente integración internacional de los mercados de bienes y de factores de producción, junto con el cambio de las condiciones de oferta y demanda a escala mundial. En este sentido, han sido fundamentales la apertura económica de China, la India y el antiguo bloque soviético, así como la creciente fortaleza económica de Asia y América Latina. La mayor relevancia de los indicadores de holgura de la economía mundial como determinante de la inflación interna es indicativa del carácter crecientemente universal del proceso generador de inflación (véase el Capítulo IV).

... y escasa dispersión mundial

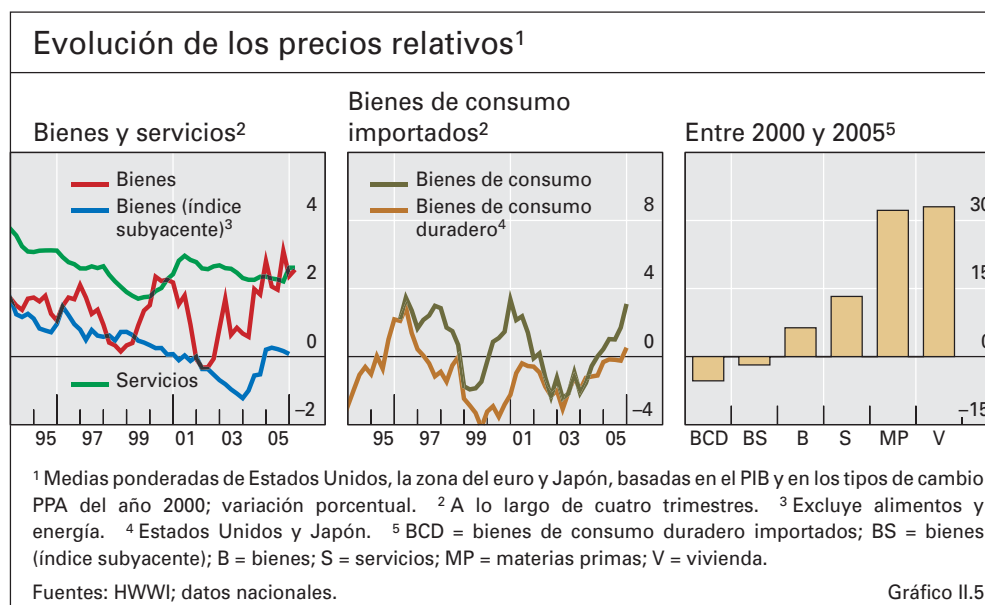
Factores subyacentes a la tendencia común de las tasas de inflación

Contribución de un factor común a la inflación en las economías avanzadas ¹										
	Nivel de inflación					Volatilidad de la inflación				
	Media 1970-89	Media 1990-2005	Diferencia ²			Media 1970-89	Media 1990-2005	Diferencia ²		
			Total	Debido a:				Total	Debido a:	
				Factor común ³	Factor específico del país ³				Factor común ³	Factor específico del país ³
Estados Unidos	6,1	2,8	-3,3	-3,7	0,4	0,7	0,1	-0,6	-0,4	-0,2
Japón	5,6	0,6	-5,0	-5,3	0,3	2,2	0,2	-2,0	-0,3	-1,7
Alemania	3,8	2,2	-1,6	-2,6	1,0	0,3	0,3	-0,0	-0,3	0,3
Francia	7,8	1,9	-5,9	-5,6	-0,3	0,9	0,1	-0,8	-0,6	-0,2
Reino Unido	9,5	2,6	-6,9	-6,9	0,0	2,4	0,3	-2,1	-0,5	-1,6
Italia	11,2	3,5	-7,7	-8,0	0,3	2,3	0,2	-2,1	-0,6	-1,5
Canadá	6,7	2,2	-4,5	-4,5	-0,0	0,7	0,3	-0,4	-0,5	0,1
OCDE	8,3	2,7	-5,6	-5,2	-0,4	1,7	0,4	-1,3	-0,4	-0,9

¹ Las tasas de inflación de 22 economías pertenecientes a la OCDE se descomponen en un factor común (es decir, variaciones paralelas entre países) y en factores específicos de cada país mediante un modelo factorial dinámico. ² Diferencia entre 1970-89 y 1990-2005. ³ Contribución a esta diferencia.

Fuentes: OCDE; cálculos del BPI.

Cuadro II.3



Los cambios en los precios relativos indicarían que la globalización afecta a la inflación...

Las amplias fluctuaciones de los precios relativos a escala internacional durante aproximadamente los últimos cinco años avalan la interpretación de que los cambios en la economía real han alterado la dinámica de la inflación mundial. De un lado, los precios de los productos básicos han subido más del 30% (véase el Gráfico II.5). Esta subida coincide con una demanda pujante de materias primas, energía y otros productos básicos por parte de las economías emergentes. Así lo avala el hecho de que dos tercios del incremento del 20% en la demanda mundial de petróleo entre 1995 y 2005 correspondan a países no pertenecientes a la OCDE. De otro lado, las exportaciones de estas economías emergentes de reciente integración han ampliado la oferta de bienes manufacturados. Por ejemplo, en el periodo 2000–05 el volumen exportado por las economías asiáticas emergentes creció en torno al 15% anual. En este periodo, los precios de los bienes de consumo duradero importados por las principales economías industrializadas cayeron el 5% y los precios de numerosos bienes no comerciables siguieron aumentando.

... pero contrastan notablemente con experiencias previas

Estos cambios de los precios relativos contrastan enormemente con los patrones observados durante la perturbación causada por los precios del petróleo a finales de los años 70. Así, entre 1978 y 1981, los bienes, servicios y productos básicos se encarecieron en los países del G-3 a tasas más o menos uniformes comprendidas entre el 25% y el 35%.

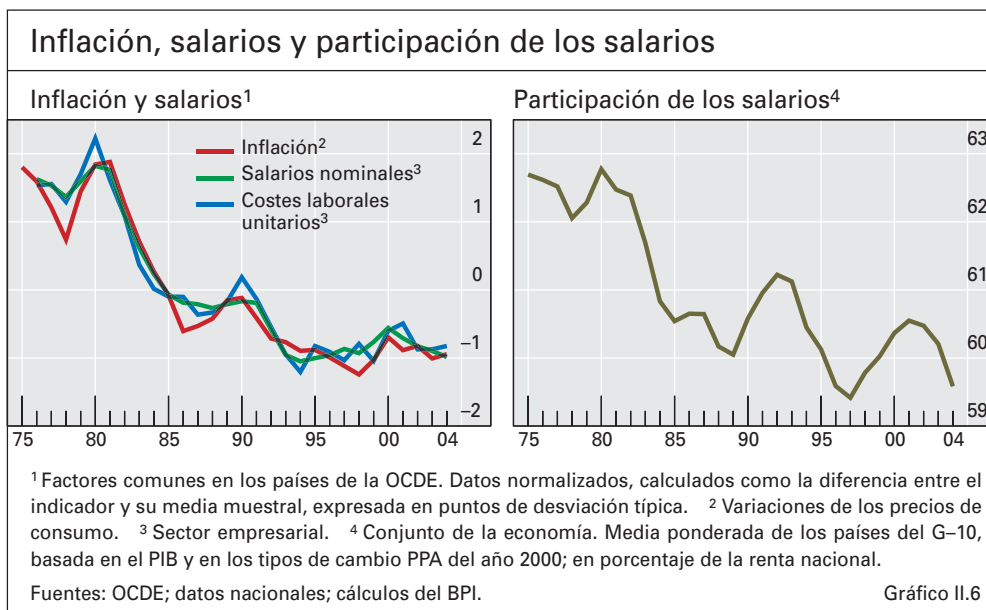
Formación de salarios y globalización

Contención prolongada del crecimiento de los salarios nominales...

La prolongada reducción de la inflación ha ido acompañada de una marcada contención en el crecimiento de los salarios nominales y de la moderación de los costes laborales unitarios. Además, la participación de los salarios en el conjunto de la economía ha disminuido un 5% a lo largo de las tres últimas décadas (véase el Gráfico II.6).

... debido a diversos factores

Sin duda, diversos factores han sido esenciales en este proceso. Numerosos observadores han sostenido que la mayor credibilidad de la política monetaria, merced a su respuesta más activa ante las perturbaciones



inflacionistas, ha contenido los incrementos salariales al proporcionar un anclaje más firme para las expectativas de inflación (véase el Capítulo IV). Además, el mayor crecimiento de la productividad del trabajo gracias a la intensificación del capital y al progreso tecnológico también ha contribuido a limitar el incremento de los costes laborales unitarios. Por último, junto con el menor grado de sindicalización y la mayor descentralización de la negociación colectiva, el proceso de desregulación de los mercados de trabajo nacionales a lo largo de la última década ha tendido a reducir el poder de negociación de ciertos grupos de trabajadores.

Al mismo tiempo, no debe subestimarse la influencia del proceso de globalización. Según algunas estimaciones, la integración de las economías de mercado emergentes en los procesos productivos internacionales ha duplicado la oferta efectiva de factor trabajo en la economía mundial. Este fenómeno, unido a otros aspectos de la globalización, podría haber influido en las políticas laborales y en la formación de salarios en los países industrializados avanzados. Tres canales, al menos, parecen haber intervenido en este proceso.

En primer lugar, el aumento de la movilidad internacional del factor trabajo ha contribuido a atenuar las restricciones de oferta en los mercados de trabajo nacionales, moderando las presiones alcistas sobre los salarios, especialmente para los trabajadores menos cualificados (véase el Gráfico II.7). La constatación de que un creciente número de puestos de trabajo es permeable a la competencia de los inmigrantes podría influir significativamente en los salarios de países con alta movilidad transfronteriza de trabajadores. En Estados Unidos, por ejemplo, donde la oferta de trabajo masculina creció un 11% entre 1980 y 2000 a causa de la inmigración, se estima que ésta ha aminorado el ritmo de crecimiento de los salarios en 3 puntos porcentuales. En Europa occidental prácticamente se ha duplicado el promedio del porcentaje anual de inmigrantes sobre la población total

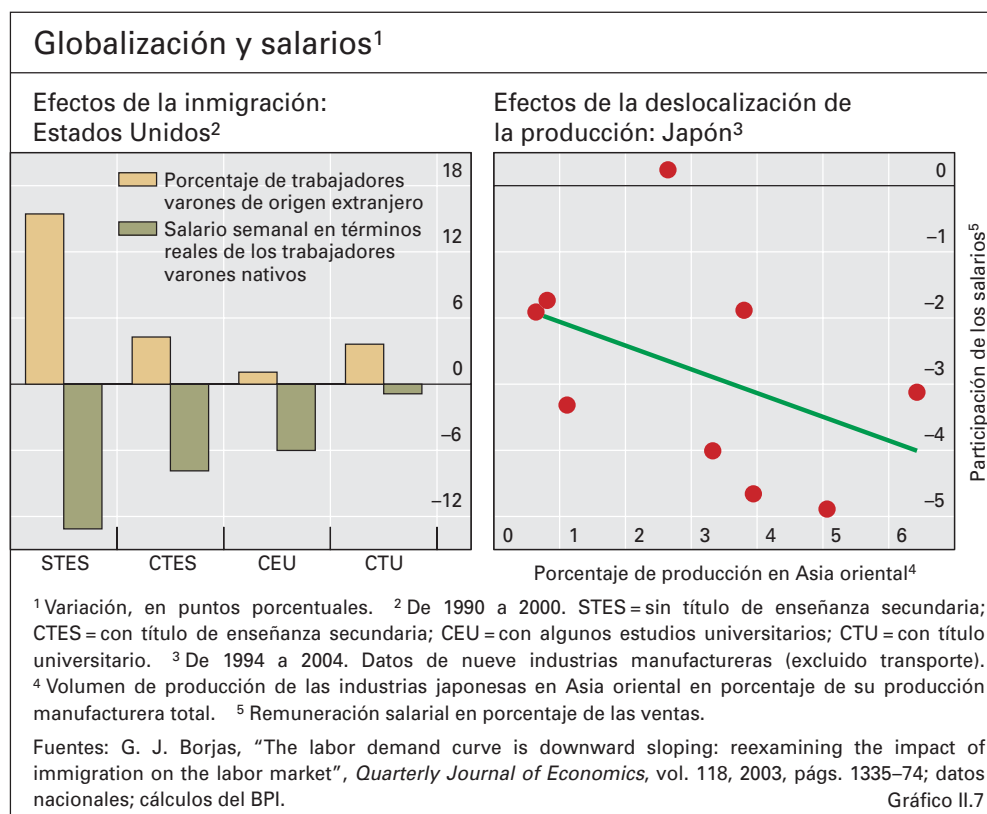
La globalización ha alterado la formación de salarios...

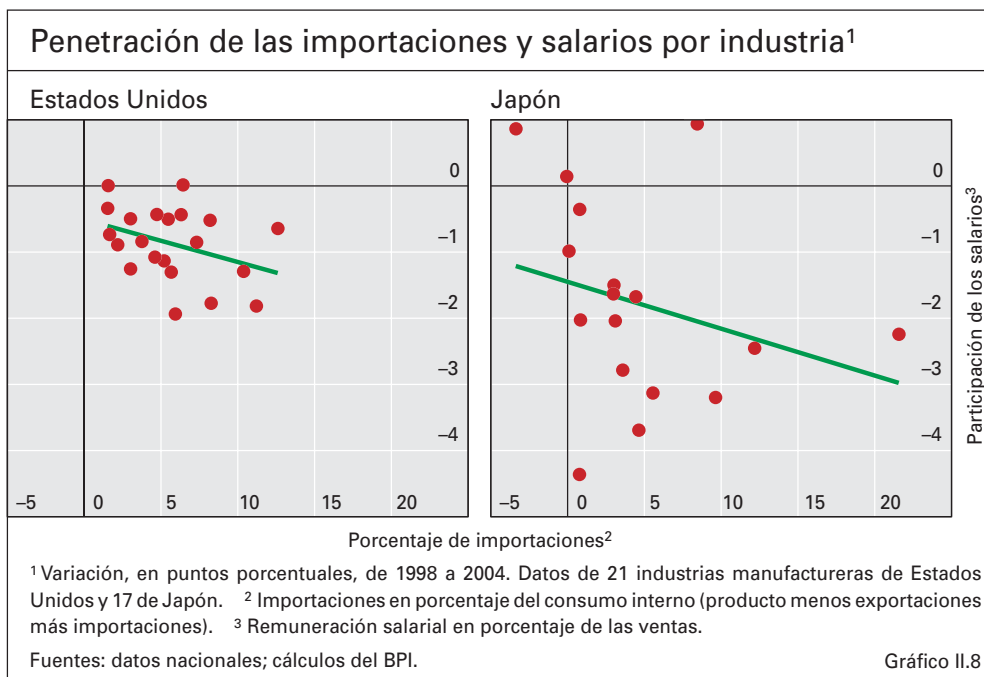
... mediante la mayor movilidad del factor trabajo...

desde la caída del Telón de Acero en 1989. Además, los efectos salariales de la movilidad transfronteriza del factor trabajo en Europa podrían haberse acentuado tras la ampliación de la UE en 2004. Por ejemplo, en 2005 se ha observado en el Reino Unido una caída sustancial de la remuneración de las horas extraordinarias en sectores con un alto porcentaje de mano de obra inmigrante.

... la deslocalización de la producción...

En segundo lugar, la deslocalización de la producción —real o latente— ha limitado el poder de negociación de trabajadores y sindicatos en un buen número de países industrializados. La rápida progresión del comercio de insumos materiales, como piezas y componentes, revela la creciente integración vertical de los procesos productivos a escala mundial. El comercio internacional de piezas y componentes creció en promedio un 9% en el periodo 1990–2000, mientras que el conjunto del comercio mundial lo hizo un 6,5%. En Estados Unidos, la participación de los insumos materiales procedentes del exterior en las importaciones totales pasó del 12% en 1992 al 17% en 2000. Aunque hasta la fecha los efectos se han dejado sentir básicamente en el sector industrial, los puestos de trabajo más cualificados y mejor remunerados en el sector servicios están cada vez más expuestos a la competencia. El impacto de la deslocalización de instalaciones productivas es perceptible en Japón, donde la participación de los salarios ha tendido a caer más en sectores con estrategias de deslocalización más activas (véase el panel derecho del Gráfico II.7). En Alemania, algunas empresas grandes han logrado negociar reducciones de los salarios reales a cambio de renunciar a sus planes de deslocalización de la actividad productiva.





Por último, la apertura a la competencia internacional de los mercados de bienes y, de forma creciente, también de servicios ha intensificado las presiones competitivas sobre los productores de economías industrializadas avanzadas. La mayor exposición de los mercados de bienes a la competencia internacional ha obligado a las empresas de estos países a redoblar sus esfuerzos para reducir costes. La rebaja de las nóminas salariales ha sido fundamental para acortar la ventaja en costes de que disfrutaban los productores de economías de reciente globalización como China y la India. De hecho la participación de los salarios ha disminuido en promedio más en los sectores que soportan una mayor penetración de importaciones, como es el caso de la confección textil (véase el Gráfico II.8).

... y el aumento de la competencia

Perspectivas

Las previsiones de consenso apuntan a que en 2006 la inflación seguirá baja y estable, aunque el grado de incertidumbre es mayor recientemente, al sugerir diversos indicadores un aumento del riesgo de inflación por la mayor utilización de los recursos. Así, las brechas del producto interno se están estrechando o incluso cerrando en numerosas economías y la utilización de la capacidad productiva en el sector industrial se sitúa en los países del G-3 por encima de la tendencia secular. Con todo, resulta difícil calibrar el grado real de ociosidad de los factores de producción en las principales economías avanzadas. Por ejemplo, la tasa de desempleo que resulta sostenible sin que se generen presiones inflacionistas podría haber disminuido merced a variaciones en la tasa de participación en el mercado de trabajo o a reformas estructurales. Un factor más importante quizá sea la moderación de la respuesta salarial a las brechas del producto interno como resultado del proceso de globalización, lo que reduciría los riesgos inflacionistas.

Las previsiones de consenso sugieren la continuidad de inflación reducida

Podría continuar la baja inflación de los precios de los bienes...

En este contexto, el principal interrogante es si persistirá la reducida inflación de los bienes comerciables, pese a las continuas subidas de los precios de las materias primas y de la energía. La aceleración de los precios industriales en las principales economías avanzadas a lo largo de 2005 es un claro indicio de la acumulación de presiones inflacionistas en las etapas intermedias del proceso productivo. Siendo así, la respuesta al citado interrogante dependerá en buena medida de si las empresas son capaces de recuperar poder de fijación de los precios de consumo (y, en ese caso, cuándo) y de si permanecerán contenidos los aumentos de los costes salariales. A este respecto, los indicadores son algo contradictorios.

... pues parece continuar la deslocalización de la producción...

La inversión extranjera directa en las economías de mercado emergentes mantuvo su vigor, lo que podría indicar que el proceso de deslocalización productiva aún no ha tocado a su fin. La penetración de las importaciones ha seguido creciendo, sugiriendo la continuidad de las presiones a la baja sobre precios y salarios internos. El crecimiento de los salarios nominales en las principales economías industrializadas se ha mantenido hasta ahora muy por debajo de sus niveles históricos habituales, lo cual, combinado con los sólidos aumentos de productividad laboral previstos, debería contener el ritmo de crecimiento de los costes laborales unitarios.

... aunque el aumento de los precios de importación plantea interrogantes

Al mismo tiempo, parece haberse frenado la tendencia a la baja de los precios de los bienes de consumo duradero importados y de los bienes de consumo del índice subyacente. Con todo, muy poco se conoce acerca de los procesos de formación de salarios y precios y de la operativa de los mercados de trabajo en economías de reciente globalización. Algunos indicios, como el avance de dos dígitos de los costes laborales en algunos empleos industriales en zonas costeras de China, indican un menor grado de holgura productiva en esa economía. Asimismo, la creciente utilización de los recursos y la persistencia de fuertes presiones alcistas sobre los precios de las materias primas podrían ser indicativas de un estrechamiento de la brecha del producto incluso a escala mundial.

El ahorro y la inversión del sector privado

Tendencias

Los países exportadores de petróleo y los asiáticos emergentes elevaron el ahorro mundial...

En 2005, el ahorro mundial creció hasta el 22% del PIB, cifra en torno a 1,5 puntos porcentuales mayor que la registrada en el mínimo cíclico de 2002 y comparable al promedio de los años 90 (véase el Cuadro II.4). Este incremento obedeció de nuevo al mayor ahorro en las economías emergentes. En 2005, las economías emergentes exportadoras de petróleo elevaron su tasa de ahorro en cuatro puntos porcentuales, ampliando así su contribución al ahorro mundial. Por su parte, los países asiáticos emergentes siguieron patrones de ahorro dispares. En China, la tasa de ahorro nacional aumentó de nuevo en 2005, hasta rondar el 51%. El crecimiento intenso y sostenido de los beneficios de las empresas chinas sugiere que este aumento podría ser básicamente reflejo del creciente ahorro empresarial, lo que implicaría que las tasas de ahorro de las familias permanecieron bastante estables en un nivel

Tendencias del ahorro e inversión mundiales					
En porcentaje del PIB					
	Media 1990-99	Media 2000-03	2004	2005	Pro memoria: 1991- 2005 ¹
Ahorro mundial	22,1	21,2	21,4	22,0	-1,0
Economías avanzadas ²	21,7	20,1	19,4	19,4	-3,2
Estados Unidos	16,3	15,5	13,4	13,3	-2,9
Zona del euro	21,2	20,9	21,2	20,9	-1,0
Japón	31,4	26,7	26,4	26,8	-7,6
Economías emergentes ³	23,7	25,4	28,6	30,3	6,0
Países asiáticos en desarrollo	31,2	32,0	36,0	38,2	9,7
China	38,7	37,1	46,8	51,3	13,5
América Latina	18,3	18,5	21,3	21,8	2,5
Europa central y oriental	21,1	18,8	18,5	18,8	-8,0
Inversión mundial	22,7	21,4	21,7	22,2	-1,6
Economías avanzadas ²	22,0	20,7	20,5	20,9	-2,5
Estados Unidos	18,7	19,2	19,6	20,0	1,5
Zona del euro	19,8	20,7	20,5	20,9	0,7
Japón	29,0	24,0	22,7	23,2	-9,7
Economías emergentes ³	25,5	24,3	26,4	26,4	1,2
Países asiáticos en desarrollo	32,0	29,7	33,4	34,3	4,0
China	37,0	35,0	43,3	44,1	9,4
América Latina	21,0	20,1	20,6	20,7	1,1
Europa central y oriental	23,8	23,1	24,3	24,0	-3,6

¹ Variación acumulada, en puntos porcentuales. ² Incluidas las economías asiáticas de reciente industrialización. ³ Economías emergentes distintas de las economías asiáticas de reciente industrialización.

Fuentes: FMI; datos nacionales. Cuadro II.4

muy elevado, cercano al 25% del PIB. En cambio, las tasas de ahorro descendieron en las restantes economías asiáticas emergentes y apenas variaron en Europa central y oriental y en América Latina.

El ahorro nacional en las economías industrializadas avanzadas permaneció estable en tasas muy inferiores al promedio de la última década, aunque con acusados contrastes entre países. En Alemania, el ahorro de las familias volvió a aumentar quizá por precaución, mientras que en Estados Unidos y España, donde la riqueza inmobiliaria creció con fuerza en 2005, las tasas de ahorro cayeron de forma pronunciada. Paralelamente, el sector empresarial en Estados Unidos y en otras economías avanzadas continuó siendo ahorrador neto. En la medida en que este mayor ahorro de las empresas ha elevado el valor de los activos frente al sector empresarial en los últimos años, el menor ahorro de los hogares podría contemplarse como una respuesta a esta situación. Pese a ello, en Estados Unidos tanto la tasa de ahorro de las familias, que según la mayoría de indicadores se tornó negativa en 2005, como la tasa de ahorro nacional parecen haber alcanzado valores insosteniblemente reducidos.

... mientras que el de ahorro en las economías avanzadas permaneció estable

La inversión en China aumentó de nuevo

Las tasas de inversión internas remontaron ligeramente en 2005 en los países desarrollados y se mantuvieron en general estables en las economías emergentes. De nuevo, hubo divergencia en las pautas de los países asiáticos emergentes. En China, la inversión interna se incrementó otro punto porcentual, mientras que apenas varió en el resto de países asiáticos emergentes, con lo que la formación bruta de capital fijo se situó en niveles muy inferiores a los previos a la crisis asiática.

Desplazamiento hacia la inversión empresarial en las economías avanzadas

En las economías avanzadas se produjo un desplazamiento de la actividad inversora desde la construcción de viviendas hacia la formación de capital fijo en el sector empresarial. El crecimiento de la inversión en vivienda en los países de la OCDE se moderó hasta el 3,5%, frente al 6,5% registrado en 2004. La inversión empresarial se mantuvo firme en Estados Unidos y se recuperó en países como Japón, las economías nórdicas, países exportadores de materias primas como Australia y Canadá, y algunos miembros de la zona del euro como Bélgica y Alemania, mientras que permaneció relativamente débil en el Reino Unido e Italia.

Beneficios e inversión empresariales

Nuevo aumento de los beneficios empresariales

Los beneficios de las empresas volvieron a crecer en 2005, pudiendo haber alcanzado máximos históricos en porcentaje del PIB mundial. Los factores que sustentan esta gran expansión en años recientes parecen ser de ámbito mundial, aunque la evolución concreta de cada sector también fue determinante. Los márgenes de explotación han aumentado en los sectores no financieros durante los últimos años (véase el Cuadro II.5). Este incremento

Indicadores de beneficios en ciertos sectores industriales mundiales ¹						
En porcentaje de los ingresos						
	Superávit de explotación ²			Beneficios después de impuestos		
	2004-05	Variación ³		2004-05	Variación ³	
		2001-02	1995-99		2001-02	1995-99
Líneas aéreas	3	3	-3	2	3	-1
Automóviles	4	0	0	2	1	0
Productos químicos	9	3	1	6	3	1
Equipos informáticos	5	2	0	4	4	0
Maquinaria industrial	8	2	2	5	3	2
Minería	22	4	9	17	6	9
Productores de petróleo y gas	14	3	5	9	3	4
Minoristas	5	1	1	3	1	1
Programas informáticos	26	2	0	18	5	3
Telecomunicaciones	16	3	-2	9	13	-1
Servicios públicos	14	3	1	7	3	1

¹ Medias ponderadas en función de los ingresos de empresas incluidas en el World Equity Market Index. ² Diferencia entre los ingresos y los gastos totales de explotación. ³ Diferencia entre la media 2004-05 y la media 2001-02 y 1995-99, respectivamente.

Fuentes: Datastream; cálculos del BPI.

Cuadro II.5

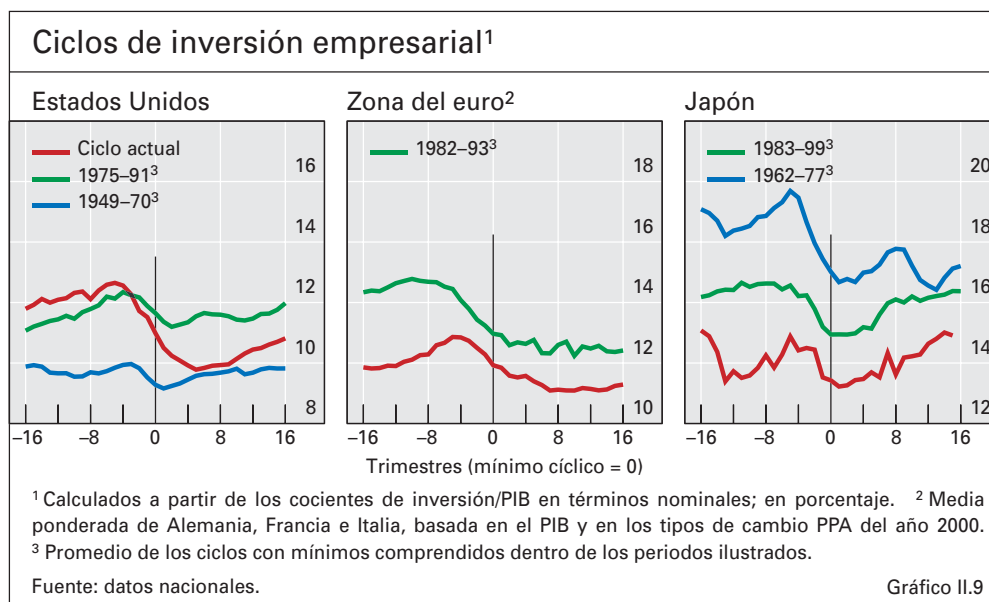
elevó los márgenes de explotación de muchos sectores por encima de los niveles registrados en segunda mitad de los años 90. Especialmente en los sectores relacionados con las materias primas los márgenes son ahora mucho mayores. Aunque la capacidad de fijación de precios continuó siendo limitada en numerosos sectores, el sustancial descenso de los costes laborales en la mayoría de ellos permitió márgenes de explotación más amplios. El hecho de que los beneficios hayan crecido aún más en el actual periodo expansivo puede atribuirse en gran medida a otro fenómeno de ámbito mundial, a saber, costes financieros mucho más reducidos.

Los beneficios récord, las elevadas cifras de tesorería y los reducidos tipos de interés no han logrado disparar la inversión empresarial. La formación de capital fijo empresarial se recuperó en 2005 y, en términos reales, creció en general en las economías avanzadas en consonancia con ciclos anteriores. Sin embargo, la relativa debilidad de la inversión al inicio de la etapa expansiva actual parece haber generado un déficit acumulado en la formación de capital. De hecho, en las economías del G-3, la tasa de inversión empresarial en términos del PIB permaneció reducida en comparación con patrones previos (véase el Gráfico II.9). En el Cuadro II.5 se observa que, en la mayoría de los sectores analizados, la proporción de activos fijos sobre el total de activos en 2004-05 fue significativamente menor que en la segunda mitad de los años 90, lo que confirma la idea de relativa debilidad inversora.

Las reducidas tasas de inversión nominal en términos del PIB continúan desconcertando en la mayoría de las economías avanzadas, si bien una explicación podría ser el abaratamiento relativo de la inversión empresarial fija. Por ejemplo, en Japón y Estados Unidos, el precio relativo de los bienes de equipo ha caído entre un 25% y un 40% desde 1980, lo que se traduciría en menores tasas de inversión en términos nominales en la medida en que el efecto de los precios relativos no se compense con un uso más intenso del capital.

Los niveles de inversión permanecieron por debajo de sus patrones históricos

Los menores precios de los bienes de equipo podrían explicar los reducidos niveles de inversión...



... al igual que los cambios en el proceso productivo

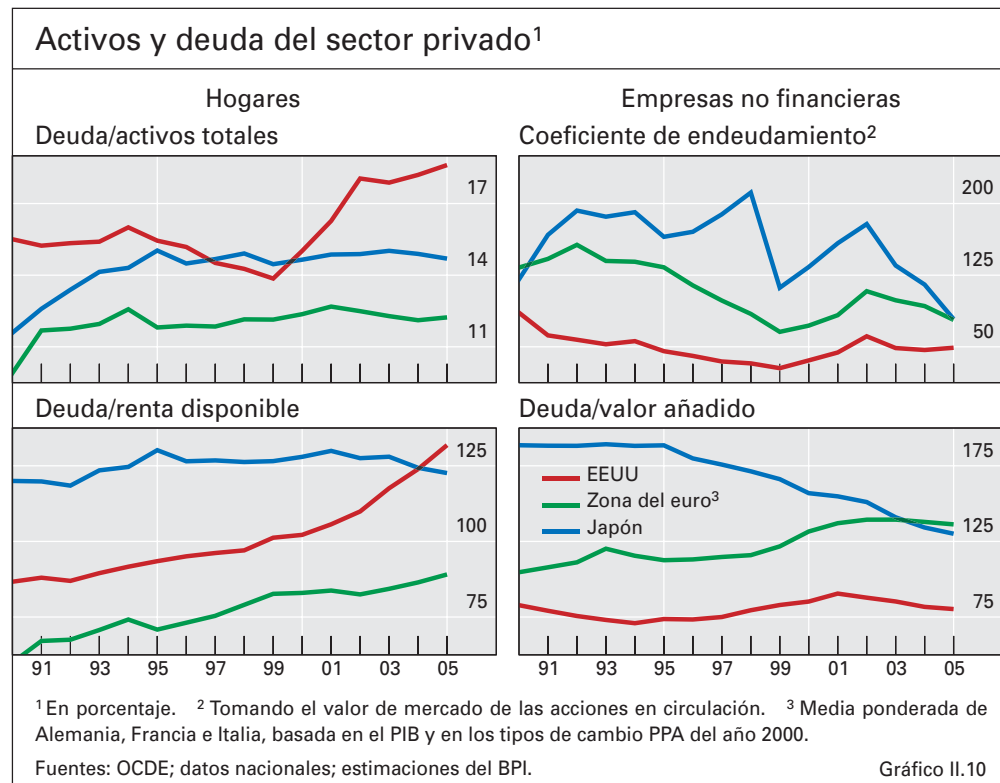
Los cambios en la estructura de la actividad económica también podrían explicar este descenso en la inversión. Parece que activos intangibles como la imagen de marca y los métodos de trabajo son en la actualidad más relevantes para la producción que en la década precedente. Sin embargo, es posible que las estadísticas no recojan adecuadamente esta clase de inversiones. Además, la globalización de los procesos productivos podría haber moderado las tasas de inversión en las economías avanzadas. De hecho, si bien los flujos de inversión extranjera directa han sido elevados, especialmente en China, no es evidente que hayan reemplazado a la inversión en el país de origen. En el caso de las multinacionales estadounidenses, la integración vertical a escala internacional parece conllevar una mezcla de mayor inversión interna y externa, en lugar de una mera deslocalización de la producción interna.

Las tasas de descuento de la inversión pueden ser relativamente elevadas en algunos sectores...

En algunos sectores, unas tasas de descuento elevadas en relación con los rendimientos esperados de la inversión podrían haber disuadido de cualquier incremento de la capacidad productiva. Los posibles motivos abarcan desde la exigencia de alta rentabilidad por parte de los accionistas, hasta las reducidas rentabilidades esperadas de la inversión, debido a las dudas en torno a la sostenibilidad del auge en ciertos mercados. De hecho, la inversión en el sector del petróleo parece haber sido relativamente débil a escala mundial, pese al intenso crecimiento de sus beneficios en los últimos años.

... y el recuerdo de anteriores excesos inversores aún podría ser relevante

En este sentido, no está claro a qué ritmo irá desapareciendo la huella dejada por anteriores excesos inversores. Por una parte, la inversión en algunos sectores de TI ha repuntado en los dos últimos años. Desde una óptica más general, la reducción del apalancamiento de los balances en respuesta a las difíciles condiciones de financiación tras el desplome del mercado bursátil



en 2001 y el ulterior endurecimiento del gobierno corporativo parece haber seguido su curso, de modo que los coeficientes de endeudamiento han disminuido en las principales economías avanzadas (véase el Gráfico II.10). Por otra parte, el auge mundial de las adquisiciones apalancadas de empresas (LBO) en 2005 indica un mayor interés por comprar activos fijos existentes, en lugar de crear otros nuevos.

Inversión en vivienda y mercados inmobiliarios

La inversión en vivienda se mantuvo sólida, pese a la leve desaceleración de su crecimiento en 2005. En porcentaje del PIB, en Australia y Estados Unidos superó en aproximadamente 1,5 puntos porcentuales su promedio de largo plazo (5%), mientras que en España rondó el 9%, casi tres puntos porcentuales por encima del valor medio de los 10 últimos años. En cambio, la situación en Alemania y Japón contrasta notablemente con la de otras economías avanzadas donde las tasas de inversión en vivienda son superiores a la media.

En Estados Unidos, la vivienda continuó siendo el principal motor del reciente auge en el sector de la construcción, manteniéndose en los primeros meses de 2006. En España, el sector vive su decimotercer año consecutivo de expansión, impulsada y financiada en gran medida por la demanda externa, principalmente jubilados del norte de Europa nacidos durante la explosión demográfica de la posguerra que adquieren su segunda vivienda en la costa mediterránea.

Durante las dos últimas décadas, el sector de la construcción (tanto inmuebles de uso residencial como comercial) ha atravesado por diversos ciclos en las principales economías industrializadas. Los periodos de fuerte actividad tendieron a ser bastante prolongados (entre cuatro y diez años o incluso más) en los países que se muestran en el Cuadro II.6. En esos periodos, el sector de la construcción representó entre el 10% y el 15% del crecimiento

La inversión en vivienda mantuvo su solidez...

... al igual que la construcción

Características de anteriores ciclos en la construcción

El sector de la construcción en ciertas economías ¹							
En porcentaje							
	Periodo de fuerte actividad ²					Cambio del máximo al mínimo ⁵	
	Periodo	Tasa de crecimiento medio ³	Contribución al crecimiento ⁴	Máximo en proporción del PIB nominal	Máximo en proporción del empleo	Producción real	Empleo
Alemania	1988-94	3,1	9	6,3	8,5	-18	-20
España	1994-2004	4,9	11	9,7	13,2	-20	-19
Estados Unidos	1983-86	8,3	9	4,7	5,0	-13	-8
Japón	1992-2000	2,6	3	4,4	5,2	-21	-2
	1985-90	7,1	15	9,9	9,6	-21	-2

¹ Según se define en las cuentas nacionales (PIB por sector industrial). ² Periodo ininterrumpido de crecimiento anual medio del valor real añadido en el sector de la construcción cercano al 3% o superior. ³ Variación media anual. ⁴ Contribución al crecimiento del PIB real, en porcentaje del aumento del PIB. ⁵ Variación experimentada en la construcción entre su punto máximo y su posterior mínimo; media de hasta tres recesiones importantes desde 1970.

Fuentes: OCDE; datos nacionales.

Cuadro II.6

del PIB mundial, hasta un 10% de la producción total de la economía en el punto álgido del ciclo, y su empleo representó hasta un 13% de la población activa total. En Estados Unidos, por ejemplo, el sector creció un 8,5% de media anual durante el auge de 1983–86, aportando un 9% al crecimiento del PIB en ese periodo. No obstante, la expansión de este sector durante los años 90 fue menos acusada, si bien su participación en el empleo creció en cierta medida. Por otra parte, este auge de la construcción también genera efectos de arrastre positivos en sectores relacionados, como los servicios inmobiliarios y de arrendamiento financiero. Por ejemplo, en el periodo 1983–86 la participación de estos servicios en el PIB creció un 0,7% en Estados Unidos.

Las recesiones en la construcción tendieron a ser prolongadas...

Al igual que ocurrió en el periodo de auge, las recesiones en el sector de la construcción también fueron prolongadas y profundas. En Alemania, España, Estados Unidos y Japón, su producción en términos reales se contrajo entre el 13% y el 21% durante las principales desaceleraciones de las tres últimas décadas y el empleo en el sector disminuyó casi un 20%.

... especialmente en Alemania y Japón

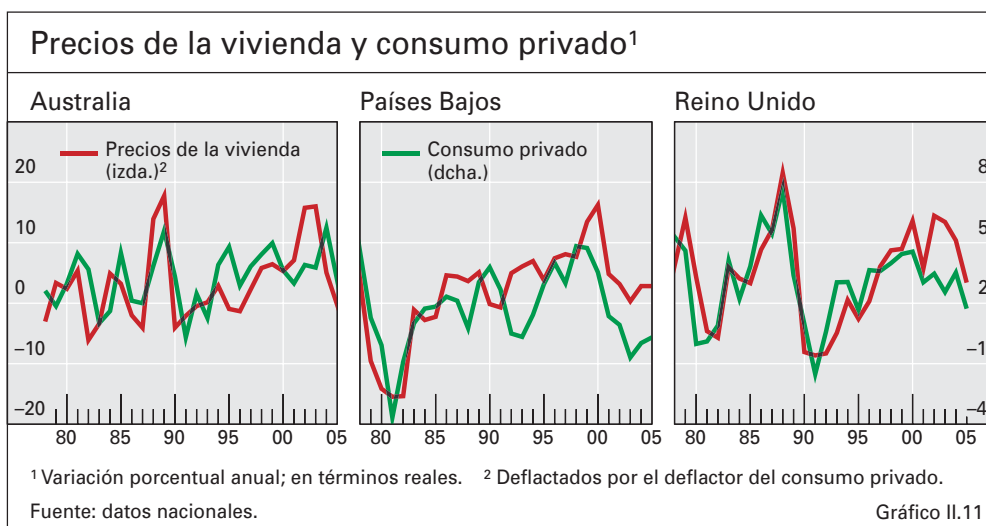
Las recesiones más recientes en Alemania y Japón fueron especialmente profundas. En el primer caso, tanto la producción como el empleo en el sector cayeron un 30% entre 1994 y 2004. Solo a lo largo de 2005 comenzaron a apreciarse síntomas incipientes de reactivación en la actividad constructora. En Japón, por su parte, este sector todavía no se ha recuperado del estallido de la burbuja inmobiliaria de 1990; la producción del sector en términos reales se contrajo casi un 30% entre 1990 y 2003. Sin embargo, el empleo aumentó ligeramente, por la ocupación de numerosos trabajadores de la construcción en los proyectos de obras públicas acometidos en el marco de las políticas fiscales expansivas de la década de los 90. Aun así, los efectos de esta contracción en el sector se dejaron sentir con claridad en agregados macroeconómicos como el consumo privado, debido a los sustanciales recortes salariales de los trabajadores del sector.

La desaceleración en el mercado de la vivienda debería debilitar el consumo...

La desaceleración de la actividad en el mercado inmobiliario y la menor inflación de los precios de la vivienda también implicarían un menor respaldo al gasto de consumo por otras vías. En primer lugar, la riqueza inmobiliaria crecería a menor ritmo (o incluso caería). En segundo lugar, y relacionado con lo anterior, se reduciría la capacidad para obtener liquidez con préstamos garantizados por el valor neto de la vivienda. Australia, los Países Bajos y el Reino Unido han experimentado episodios de desaceleración de los precios de la vivienda que han coincidido, en los tres casos, con un notable debilitamiento del crecimiento del consumo en términos reales (véase el Gráfico II.11).

... aunque las recientes desaceleraciones han tenido efectos moderados hasta ahora

No obstante, al menos en Australia y el Reino Unido, la desaceleración de los precios de la vivienda afectó al consumo menos de lo que muchos habían anticipado. De hecho, en ambos países, la variación de los precios de la vivienda en términos reales durante la primera mitad de la presente década repercutió menos en el consumo real que en los 25 años anteriores. Una posible explicación estriba en que el sector de las familias anticipó hasta cierto punto una corrección debido a la rápida escalada de los precios de la vivienda. Otra explicación sería que, en la reciente coyuntura económica de crecimiento robusto y desempleo reducido, los hogares australianos y británicos



recortaron menos sus planes de gasto en comparación, por ejemplo, los holandeses durante la desaceleración económica de 2001–03. Por último, cabe señalar que, aunque los precios de la vivienda se estabilizaron en Australia y el Reino Unido, no llegaron a caer de forma significativa en términos reales.

Los eventuales efectos para la demanda agregada de una desaceleración de la actividad en el mercado de la vivienda siguen siendo una incógnita. La gran expansión inmobiliaria actual resulta excepcional no sólo por su duración y magnitud, sino también por el comportamiento similar de los precios de la vivienda a escala internacional, que han crecido con rapidez en un buen número de países avanzados y también en numerosas economías emergentes, como China y Corea. Además, esta etapa de auge ha coincidido en muchos países con un cambio duradero en las posibilidades de financiación. Por el lado de la oferta, ha aumentado la gama de fórmulas contractuales para la concesión de préstamos destinados a la compra de vivienda. En consecuencia, ha disminuido el coste del endeudamiento hipotecario, al tiempo que ha crecido su disponibilidad, facilitando el acceso de nuevos grupos de hogares al mercado inmobiliario. En concreto, la concesión de préstamos a quienes no reúnen los requisitos para obtener financiación bancaria tradicional ha aumentado significativamente en los países donde está permitida. Los reducidos tipos de interés han contenido hasta ahora los costes financieros del endeudamiento, pese a que su nivel sigue aumentando (véase el Gráfico II.10).

Continúa la incertidumbre sobre los efectos de la desaceleración del mercado de la vivienda

La política fiscal

Aunque los resultados fiscales en 2005 fueron en general mejores que los previstos hace un año, los déficits públicos siguieron siendo elevados en numerosas economías avanzadas. Ante la evolución cíclica favorable, el déficit total disminuyó alrededor del 1% del PIB en Estados Unidos y Japón, y en torno a medio punto porcentual en la zona del euro (véase el Cuadro II.7). Los déficits presupuestarios estructurales, que extraen el componente cíclico del

Mejora de los resultados fiscales en 2005...

Evolución fiscal reciente y proyecciones a medio plazo ¹											
	Posición financiera			Posición estructural ²			Deuda pública bruta		Cambio en la posición financiera a medio plazo ³		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2005	2006	Año	Posición financiera	Deuda pública bruta
Estados Unidos	-4,7	-3,8	-3,6	-4,4	-3,7	-3,7	64	64	2009	1,3	0
Zona del euro	-2,8	-2,4	-2,3	-2,3	-1,6	-1,6	78	78	2008	1,1	3
Alemania	-3,7	-3,3	-3,1	-2,7	-2,2	-2,1	70	71	2009	1,8	1
Francia	-3,7	-2,9	-2,9	-2,9	-2,0	-2,1	77	76	2009	2,0	3
Italia	-3,5	-4,3	-4,2	-3,4	-3,7	-3,6	121	122	2009	2,8	7
España	-0,2	1,1	1,1	0,3	1,3	1,3	50	48	2008	-0,4	7
Japón	-6,3	-5,2	-5,2	-5,6	-4,9	-5,3	172	175	2011	1,6	0
Reino Unido	-3,3	-3,2	-3,4	-3,6	-3,1	-3,1	47	50	2011	1,6	-3
Canadá	0,7	1,7	2,2	0,6	1,7	2,1	69	63	2011	-1,1	26
Australia	1,3	1,5	0,9	1,2	1,5	1,0	14	13	2010	0,2	9 ⁴

¹ Administraciones Públicas, en porcentaje del PIB. ² Posición financiera ajustada por el ciclo, en porcentaje del PIB potencial. ³ Variación, en puntos porcentuales, entre 2005 y el año mostrado; definiciones nacionales. Una cifra positiva indica respectivamente una reducción del déficit/aumento del superávit y una reducción de la deuda bruta, y viceversa. ⁴ Deuda neta.

Fuentes: Comisión Europea; FMI; OCDE; datos nacionales. Cuadro II.7

déficit total, también disminuyeron, aunque sus niveles siguen indicando la imperiosa necesidad de acometer un nuevo ajuste presupuestario en un gran número de economías.

... de forma sustancial en Estados Unidos...

La mejora de la situación fiscal en Estados Unidos obedeció al fuerte crecimiento de los ingresos, especialmente por la mayor recaudación del impuesto de sociedades y la adopción de controles relativamente estrictos sobre el gasto no discrecional. Las previsiones para 2006 sugieren un déficit más o menos similar, debido a la desaceleración del crecimiento de los ingresos y a los costes asociados con la reconstrucción tras el paso de los huracanes y con la contienda militar actual en el exterior.

... y moderada en la zona del euro

El leve crecimiento real registrado en la zona del euro contribuyó a mejorar ligeramente los indicadores de ingresos, mientras que los del gasto permanecieron prácticamente estables. Con todo, los déficits superaron nuevamente el valor de referencia del 3% del PIB en cuatro países del área (incluidos Alemania e Italia), mientras que Francia rozaba dicho límite. Los programas presupuestarios para 2006 prácticamente no contemplan restricciones fiscales en la zona del euro, dadas las previsiones de aceleración de la actividad económica hacia su potencial.

Menores déficits en Japón, pero niveles de deuda todavía altos

En Japón, el déficit total disminuyó más rápido de lo previsto, desde más del 8% del PIB en 2002–03 hasta algo más del 5% en 2005. Esta mejora se debió a que la recaudación de los impuestos de sociedades y de la renta de las personas físicas fue superior a la esperada, aunque también contribuyó cierta contención del gasto en el presupuesto suplementario. En términos ajustados por el ciclo, el déficit cayó por debajo del 5% del PIB. No obstante, tras una década de abultados desequilibrios presupuestarios, Japón ha acumulado un volumen de deuda pública bruta superior al 170% del PIB, el mayor con diferencia entre las principales economías industrializadas.

La deuda neta es considerablemente más baja, en torno al 85% del PIB, pero aún se sitúa muy por encima de los niveles de la mayoría de los restantes países avanzados.

Más allá de 2006, la aplicación de políticas de consolidación fiscal continúa rodeada de incertidumbre en numerosas economías. Las autoridades estadounidenses anunciaron su intención de reducir el déficit federal hasta cerca del 1,5% del PIB en 2009, aunque las medidas fiscales concretas para alcanzar este objetivo están pendientes de confirmación. En la zona del euro, la estrategia de contracción fiscal diseñada es meramente gradual. Un aspecto clave es el rigor con que se exigirá el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento revisado. Aunque existen opiniones divergentes al respecto, la mayoría de las autoridades económicas sostiene que las nuevas reglas han debilitado el “brazo correctivo” del Pacto (es decir, el procedimiento de déficit excesivo) y que permitirán una mayor flexibilidad en la aplicación de la política fiscal. Alemania se ha marcado como objetivo reducir su déficit por debajo del 3% del PIB en 2007, esencialmente a través de una subida de 3 puntos porcentuales en el tipo impositivo del IVA. En Japón, las autoridades han decidido adelantar un año, al ejercicio fiscal de 2011, la fecha objetivo para la consecución de un superávit primario, aunque tampoco se han concretado las medidas que se aplicarán para lograrlo.

Las perspectivas de consolidación fiscal siguen rodeadas de incertidumbre

Desafíos para la sostenibilidad fiscal

La condición básica para la sostenibilidad fiscal (que el volumen de deuda pública no crezca a largo plazo por encima del PIB nominal) ha dejado de cumplirse en Estados Unidos y en la zona del euro desde 2001, y desde finales de la década de los 80 en Japón. De hecho, durante el periodo más reciente de expansión económica en la zona del euro, sus déficits públicos estructurales aumentaron (véase el Gráfico II.12), mientras que en Estados Unidos disminuyeron en su última etapa expansiva (2002–05), aunque mucho menos que durante la fase de crecimiento de los años 90.

La persistencia de elevados déficits públicos...

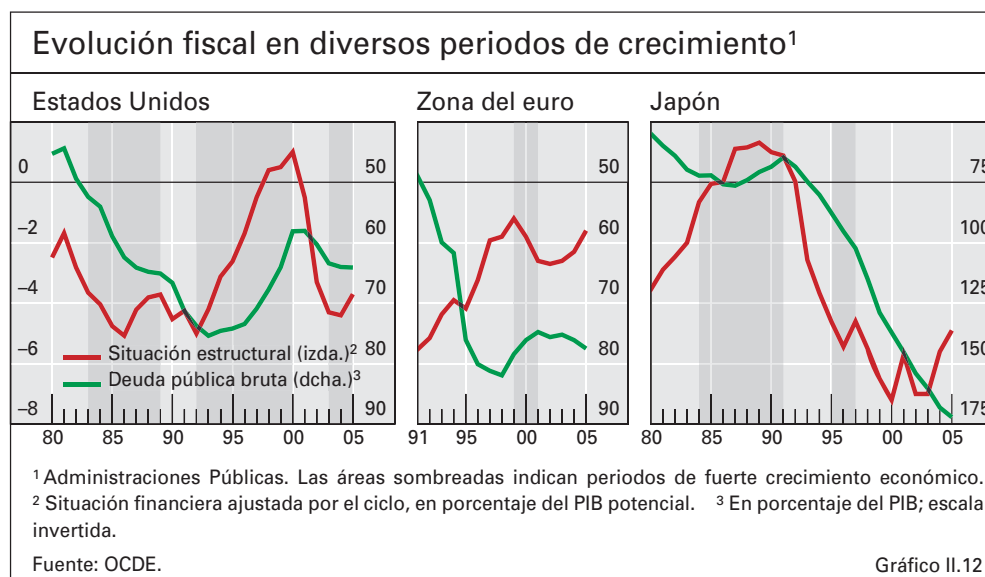
La persistencia de déficits públicos abultados, incluso en un contexto de fuerte crecimiento mundial y tipos de interés bajos, ha suscitado inquietud sobre la sostenibilidad a largo plazo de las cuentas públicas en los principales países industrializados. Esta inquietud se ve acentuada por las presiones presupuestarias derivadas de los gastos necesarios para mantener una población más envejecida y también por las perspectivas de menor crecimiento potencial.

... ha acentuado la preocupación por su sostenibilidad

En las próximas décadas, el envejecimiento de la población afectará progresivamente a la sostenibilidad fiscal. Las proyecciones de gasto público en pensiones por jubilación en los países que aparecen en el Cuadro II.7 apuntan a un aumento medio de casi el 3% del PIB en 2050, aunque con diferencias notables entre países. Por ejemplo, si se compara con las cifras del año 2000, el gasto en pensiones en proporción del PIB disminuiría en Italia y el Reino Unido, pero se elevaría hasta ocho puntos porcentuales en España.

La sostenibilidad es más apremiante a medida que crece el gasto en pensiones...

Las previsiones sugieren un enorme incremento del gasto público en programas de asistencia sanitaria y atención a la tercera edad. Según la OCDE,



... y aumentan los costes de la asistencia sanitaria

de no aplicarse políticas económicas adecuadas, esta rúbrica podría crecer en los principales países industrializados incluidos en el Cuadro II.7, desde un promedio del 7% del PIB en 2005 hasta un 13% en 2050. Por otra parte, y a diferencia del gasto en pensiones, el crecimiento del gasto en asistencia sanitaria y atención a la tercera edad se prevé bastante uniforme en los distintos países. Incluso teniendo en cuenta el impacto estimado de medidas destinadas a contener el ritmo de crecimiento de estos gastos, el valor medio de esta partida aumentaría en 3,5 puntos porcentuales, hasta alcanzar un promedio del 10,5% del PIB en 2050.

El crecimiento más lento plantea otros riesgos...

Todas estas proyecciones incorporan el supuesto de una evolución macroeconómica relativamente favorable. Por ello, si la renta nacional creciera por debajo de lo previsto, el deterioro de la posición presupuestaria estructural se aceleraría. En la zona del euro y Japón, también cabría esperar un significativo descenso del crecimiento medio del PIB potencial, a menos que los efectos del envejecimiento de la población queden compensados con una jubilación más tardía y con mayores ganancias de productividad, lo cual, a su vez, acentúa la necesidad de acometer reformas estructurales. A este respecto, la situación de Estados Unidos se presenta más favorable, al preverse un menor impacto de la desaceleración del crecimiento de la población y al haber mostrado, de forma sistemática, mayores ganancias de productividad durante la pasada década.

... al igual que lo hacen los tipos de interés más altos

Los reducidos tipos de interés a largo plazo han encubierto en cierta medida la gravedad del problema de la deuda pública. Entre 2000 y 2005, los pagos netos por intereses satisfechos por el Gobierno disminuyeron 0,6 puntos porcentuales del PIB en Estados Unidos y 0,8 puntos porcentuales en la zona del euro. En Japón, los costes del servicio financiero de la deuda se redujeron 0,2 puntos porcentuales del PIB durante el mismo periodo, pese al enorme incremento del endeudamiento público. Por ello, una subida de los tipos de interés a largo plazo por encima de lo esperado complicaría la adopción, por parte de las autoridades fiscales, de las medidas correctoras necesarias para lograr la sostenibilidad de las finanzas públicas. En este

sentido, la situación de Estados Unidos es menos favorable que la de otros países, debido a su reducida tasa de ahorro nacional.

Evolución de la balanza por cuenta corriente

Nuevo aumento de los desequilibrios externos

Los desequilibrios por cuenta corriente en la economía mundial se agravaron en 2005. En Estados Unidos, el déficit exterior alcanzó los 800.000 millones de dólares, el 6,5% del PIB, con un incremento de casi 140.000 millones en el año (véase el Cuadro II.8). En la zona del euro la balanza por cuenta corriente agregada se mantuvo prácticamente en equilibrio, si bien con diferencias notables por países: en Alemania el superávit ascendió a más de 110.000 millones de dólares (el 4% del PIB), mientras que en España el déficit casi alcanzó los 85.000 millones de dólares (el 7,5% del PIB). Por otra parte, Japón mantuvo un elevado superávit, en torno a 170.000 millones de dólares, o el 3,5% del PIB. También registraron superávits elevados algunas economías europeas más pequeñas, como Noruega y Suiza.

Fuerte incremento adicional del déficit por cuenta corriente en EEUU

El encarecimiento de la energía volvió a explicar en gran medida los crecientes desequilibrios externos en 2005, al inducir un nuevo deterioro de la balanza comercial cercano al 1,5% de su PIB en los países avanzados

Balanzas por cuenta corriente mundiales						
En miles de millones de dólares de EEUU						
	Media 1991-2001	2002	2003	2004	2005	Pro memoria: 2005 ¹
Estados Unidos	-178	-475	-520	-668	-805	-6,4
Zona del euro ²	13	39	32	74	-16	-0,2
Alemania	-21	41	46	102	115	4,1
España	-12	-23	-32	-55	-83	-7,4
Japón	105	112	137	171	168	3,7
Otras economías industrializadas avanzadas	-3	34	55	48	44	0,8
China	14	35	46	69	161	7,2
Otros países asiáticos emergentes	15	92	120	115	82	2,6
América Latina	-49	-16	7	18	30	1,2
Europa central y oriental	-13	-24	-37	-59	-65	-5,4
Países exportadores de petróleo	5	87	143	239	417	9,6
Noruega	9	24	29	35	49	16,7
Rusia	12	29	35	59	84	11,0
Arabia Saudita	-6	12	28	52	91	29,5
Países importadores de petróleo	-101	-239	-210	-304	-515	-1,3
Avanzados	-67	-328	-338	-431	-683	-2,2
Emergentes	-34	89	128	127	168	1,8

¹ En porcentaje del PIB. ² Suma de las balanzas de cada país integrante de la zona del euro.
Fuentes: FMI; datos nacionales.

Cuadro II.8

El aumento de la factura energética agravó los déficits de las economías avanzadas

Cambios en la estructura de los superávits

importadores de petróleo. La factura neta de importaciones de energía creció en Estados Unidos unos 70.000 millones de dólares el pasado año, cifra próxima al incremento total de sus exportaciones de mercancías, lo que representa un tercio del actual déficit comercial estadounidense.

El encarecimiento de la energía también provocó cambios sustanciales en la estructura de los superávits externos. Así, el superávit conjunto de los países exportadores de petróleo ascendió a unos 420.000 millones de dólares en 2005, frente a los casi 90.000 millones de dólares de 2002, antes de la escalada de los precios del crudo. Esta subida de precios ha afectado particularmente a las economías emergentes importadoras de petróleo, ya que su producción suele ser más intensiva en esta materia prima. Por ejemplo, la balanza comercial de petróleo de China se deterioró en un 4% del PIB entre 2002 y 2005. Aun así, el superávit por cuenta corriente del conjunto de estas economías continuó empeorando, hasta alcanzar los 170.000 millones de dólares en 2005, frente a los 90.000 millones contabilizados en 2002. En concreto, el superávit por cuenta corriente en China ascendió a 160.000 millones de dólares (el 7% del PIB), merced al intenso crecimiento de sus exportaciones y a la pronunciada desaceleración del crecimiento de sus importaciones. El superávit exterior también mejoró en el conjunto de América Latina, gracias a que algunos países de la región se beneficiaron de la subida de los precios de las materias primas y del aumento de sus exportaciones (véase el Capítulo III).

Reequilibrio mundial y reciclaje de los ingresos procedentes del petróleo

Contención de los mecanismos tradicionales de ajuste...

Los mecanismos tradicionales que podrían propiciar el ajuste externo apenas favorecieron, y en ocasiones incluso dificultaron, el reequilibrio de la economía mundial durante el periodo analizado. En términos efectivos reales, el dólar estadounidense se apreció un 4% a lo largo de 2005, mientras que el yen se depreció (véase el Capítulo V). El moderado fortalecimiento de las divisas de los países asiáticos emergentes no consiguió producir cambios sustanciales en los flujos comerciales. La apreciación de los tipos de cambio efectivos reales contribuyó a mantener de forma permanente elevados déficits exteriores en Australia (6% del PIB) y Nueva Zelanda (9% del PIB). Pese a que en el transcurso del año se estrechó el diferencial de crecimiento entre Estados Unidos y otras importantes economías avanzadas, éste continuó siendo significativo y favoreció la evolución del dólar. Por último, los reducidos tipos de interés a largo plazo siguieron alentando el intenso crecimiento de la demanda de los hogares (incluida la inversión en vivienda), tanto en Estados Unidos como en otros países.

... y posibles nuevos retrasos en el ajuste externo ante los elevados precios del petróleo

Además, el ajuste externo a la perturbación actual causada por los precios del petróleo podría ser más prolongado que durante el episodio de finales de los años 70, en el que los elevados superávits por cuenta corriente de los países exportadores de crudo revirtieron en pocos años. Ante el temor a una creciente inflación efectiva y esperada, en aquella ocasión los bancos centrales aplicaron una política monetaria muy restrictiva, que provocó una recesión en las economías importadoras de petróleo y, por ende, el desplome de la demanda de crudo. Sin embargo, en el presente episodio, la contención de la

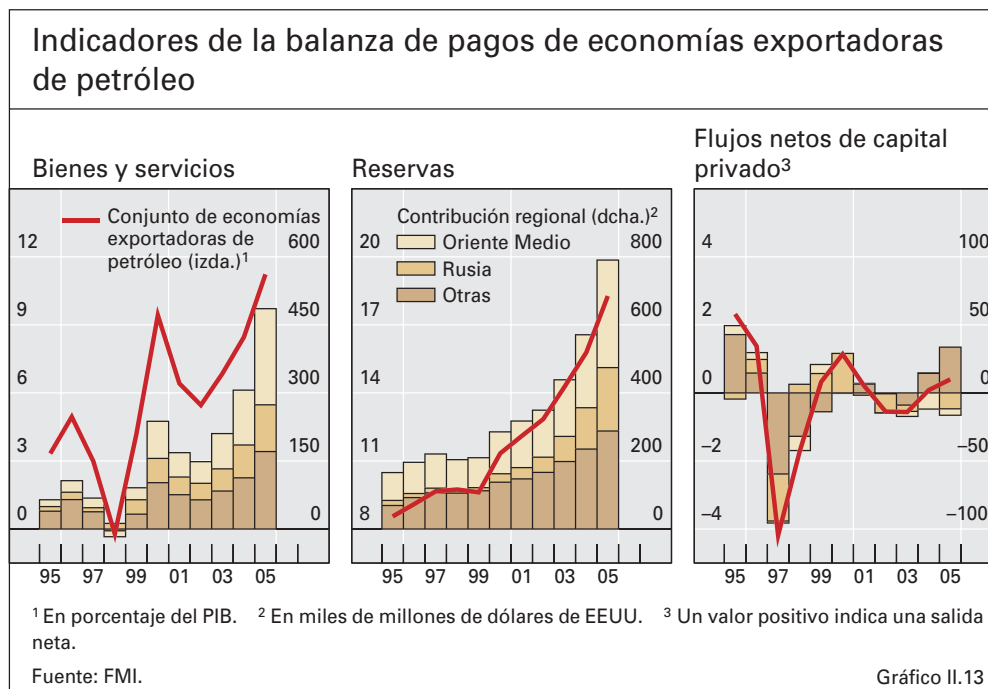
inflación en todo el mundo ha permitido una respuesta mucho más moderada de la política monetaria. De este modo, tanto el crecimiento mundial como la demanda agregada de petróleo se han mantenido firmes.

En 2005, los países exportadores de crudo parecen haber gastado en importaciones una proporción menor de los ingresos derivados del petróleo comparado con los dos años precedentes y que en anteriores episodios de perturbaciones debidas al petróleo. En 2005, el superávit comercial de estas economías superó los 450.000 millones de dólares, lo que equivale a más de la mitad de los ingresos obtenidos del petróleo (véase el Gráfico II.13). Las economías emergentes principalmente exportadoras de petróleo, que representan el grueso de este aumento, gastaron algo menos de la mitad de sus ingresos por petróleo en importaciones adicionales de bienes y servicios, cuando en 2003, en 2004 y en periodos anteriores de perturbaciones petroleras, el gasto adicional en importaciones supuso, en promedio, un 75%. En este sentido, la identificación y explotación de oportunidades de inversión interna en los países exportadores de petróleo podría llevar su tiempo o, en cualquier caso, más de lo que exigió la transferencia real de recursos en los años 70, fundamentalmente mediante un mayor gasto de consumo.

Las vías utilizadas por las economías exportadoras de petróleo para gastar sus ingresos podrían afectar también a la eficacia de los mecanismos de ajuste externo. Los países europeos han sido seguramente los principales beneficiarios de la demanda adicional de bienes importados por aquellas economías a partir de 2003. También China ha logrado elevar su cuota de exportaciones en el comercio mundial, mientras que Estados Unidos ha registrado un retroceso significativo. Sin embargo, la escasa evidencia empírica disponible sugiere que gran parte del aumento de los superávits de los países exportadores de petróleo continúa invirtiéndose en valores de Estados Unidos. Eso sí, se ha producido una notable diversificación por

La menor propensión a gastar en importaciones los ingresos del petróleo...

... acentúa la relevancia de las inversiones



clases de activos, que ahora incluye una mayor proporción de bonos de empresa y de agencias semipúblicas, además de renta variable (véase el Capítulo VI). A pesar de dicha diversificación, no se descarta que la creciente magnitud de las inversiones de los países exportadores de petróleo haya contribuido a sostener la cotización del dólar y a mantener reducidos los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos.