

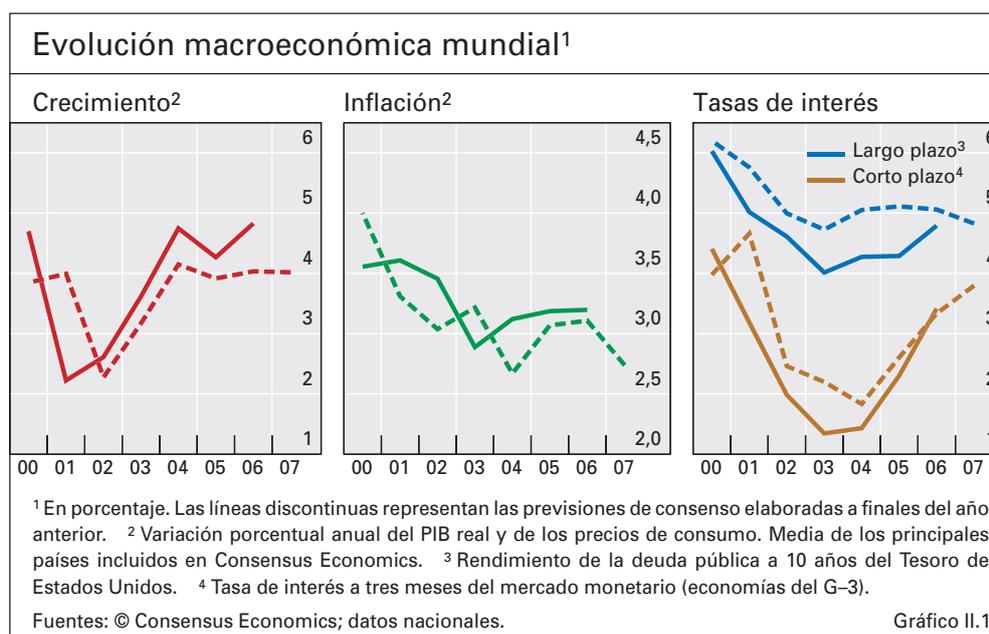
## II. La economía mundial

### Aspectos más destacados

La fortaleza de la economía mundial sorprendió nuevamente en 2006 (véase el Gráfico II.1), gracias al aguante del consumo en Estados Unidos, que se mantuvo pese al debilitamiento del mercado de la vivienda, a la expansión generalizada en otros países industriales avanzados y a la continuidad del rápido crecimiento en las economías de mercado emergentes. La inflación permaneció contenida, con un retroceso del índice general en el segundo semestre. No obstante, persistieron presiones inflacionistas subyacentes en un entorno de tasas elevadas o crecientes de utilización de los factores productivos en las principales economías.

Las previsiones de consenso para 2007 apuntan a una expansión económica generalizada, relajación de las presiones inflacionistas y reducción gradual de los desequilibrios por cuenta corriente. Este escenario se sustenta en la creciente evidencia de una recuperación de corte clásico en la zona del euro y en Japón, en la que las exportaciones fomentan mayores niveles de inversión y, por ende, de empleo y consumo. Otra señal alentadora es el vigor mostrado por la demanda interna en las principales economías de mercado emergentes.

No obstante, este escenario base sigue sujeto a importantes riesgos a corto plazo. Los efectos de la desaceleración del mercado de la vivienda estadounidense podrían no haberse puesto aún plenamente de manifiesto. Es cierto que Europa y Asia parecen depender menos del crecimiento de Estados Unidos que hace algunos años, pero aun así existen incógnitas sobre la



fortaleza del consumo en estas regiones y en los países industriales avanzados en general. Al mismo tiempo, no está claro que las presiones inflacionistas se hayan contenido. Las condiciones de financiación, que han seguido alentando el crecimiento, también podrían endurecerse a la larga, especialmente si se percibiese un aumento de los riesgos inflacionistas.

## Examen de la economía mundial

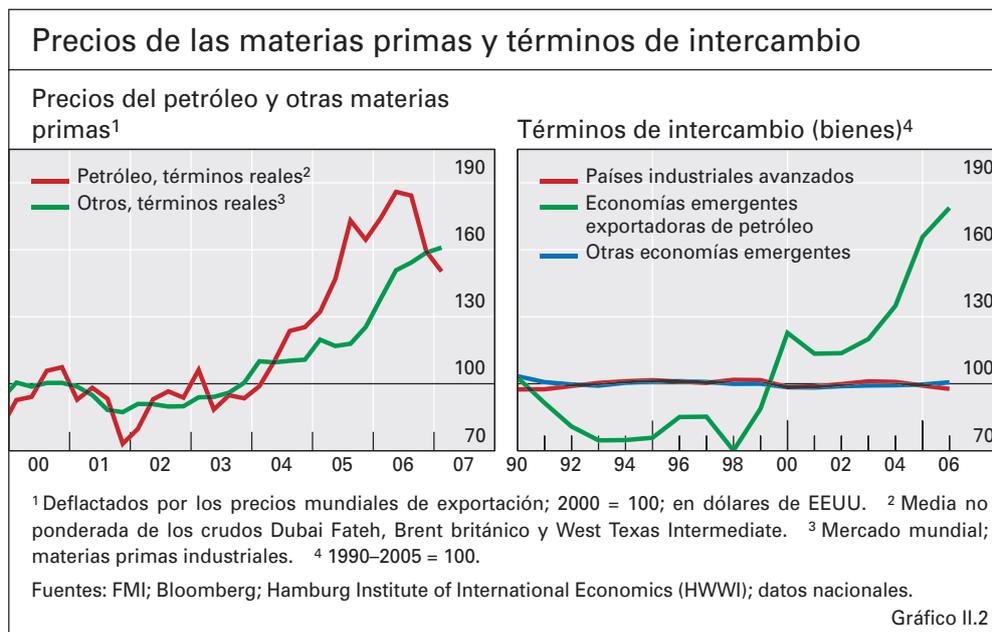
### Situación general

En 2006 la economía mundial disfrutó nuevamente de una combinación de crecimiento intenso e inflación moderada. El producto mundial total creció a una tasa del 5,5%, superando el 4% por cuarto año consecutivo. El dinamismo de la economía fue más generalizado que en años precedentes. Prácticamente todos los países industriales avanzados crecieron a sus tasas tendenciales o las superaron, mientras las principales economías de mercado emergentes de Asia y América Latina registraron una fuerte expansión. En comparación con el año 2005, los países exportadores de materias primas se beneficiaron en 2006 de una mejora de los términos de intercambio. Los precios del petróleo disminuyeron a finales de año, mientras que otras muchas materias primas registraron un encarecimiento adicional (véase el Gráfico II.2). No obstante, el vigor de la expansión económica no fue óbice para que la inflación mundial, medida a partir de los precios de consumo, se mantuviera contenida.

Se mantuvo el intenso crecimiento y la inflación moderada

Los riesgos macroeconómicos variaron en el transcurso del año. En el primer semestre de 2006, el intenso crecimiento hizo temer que la economía mundial pudiera estar acercándose a un «límite de velocidad». El petróleo se encareció más de un 35% en dólares entre febrero y agosto, en un entorno de sostenido vigor del crecimiento de la demanda. Asimismo, los indicios de desaparición de la holgura productiva en las principales economías hicieron temer un posible recalentamiento. Las expectativas de inflación a largo plazo

Los riesgos pasaron del recalentamiento...



La actual expansión mundial en perspectiva				
En porcentaje y en puntos porcentuales				
	Actual		Previa	
	2003–06 <sup>1</sup>	2006	1994–97 <sup>1</sup>	1997
Crecimiento del PIB mundial	4,9	5,4	4,0	4,2
Contribución al crecimiento del PIB mundial <sup>2</sup>				
Países industriales avanzados	1,3	1,5	1,7	1,8
Estados Unidos	0,7	0,7	0,8	0,9
Economías emergentes	3,6	3,9	2,3	2,4
China	1,4	1,5	0,9	0,9
Contribución al crecimiento del PIB de economías industriales avanzadas <sup>3</sup>				
Demanda de los hogares <sup>4</sup>	67,4	52,2	60,2	51,0
Inversión en vivienda	7,4	0,2	4,1	0,4
Demanda de las empresas <sup>5</sup>	24,3	31,5	29,9	35,3
Variación del precio petróleo en términos reales <sup>6, 7</sup>	93,8	14,1	10,5	1,0
Variación del precio de materias primas en términos reales <sup>6, 8</sup>	66,6	25,4	15,4	5,3
Tasas de interés reales <sup>9, 10</sup>				
A corto plazo (oficiales)	0,6	1,3	0,0	2,2
A largo plazo (deuda pública 10 años)	-0,7	1,9	1,1	3,6
Indicadores fiscales <sup>9, 11</sup>				
Posición financiera estructural <sup>12</sup>	1,8	-1,9	2,4	-1,6
Deuda pública bruta <sup>13</sup>	6,9	85,8	7,1	77,2
Crédito al sector privado <sup>9, 13</sup>	12,0	134,5	2,0	105,7

<sup>1</sup> En el caso del crecimiento del PIB y de la contribución al crecimiento del PIB, variación anual media; en el caso de otros indicadores, variación acumulada. <sup>2</sup> En puntos porcentuales. <sup>3</sup> En porcentaje del crecimiento total del PIB. <sup>4</sup> Gasto de consumo privado final más formación bruta de capital fijo privado residencial. <sup>5</sup> Formación bruta de capital fijo privado no residencial. <sup>6</sup> Deflactados por los precios mundiales de exportación. <sup>7</sup> Media no ponderada de los crudos Dubai Fateh, Brent británico y West Texas Intermediate. <sup>8</sup> Mercado mundial; materias primas industriales, en términos de dólares de EEUU. <sup>9</sup> Media ponderada de Estados Unidos, la zona del euro y Japón, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. <sup>10</sup> Deflactados por el deflactor del consumo privado (Estados Unidos) o por el índice de precios de consumo (zona del euro y Japón). <sup>11</sup> Administraciones Públicas. <sup>12</sup> Posición financiera ajustada por el ciclo, en porcentaje del PIB potencial. <sup>13</sup> En porcentaje del PIB.

Fuentes: FMI; OCDE; Bloomberg; HWWI; datos nacionales. Cuadro II.1

en los mercados financieros aumentaron transitoriamente en el primer semestre de 2006, sobre todo en Estados Unidos (véase el Capítulo IV), al tiempo que la volatilidad de los mercados financieros repuntó en mayo de forma abrupta, aunque breve (véase el Capítulo VI).

... a la debilidad del crecimiento

En el segundo semestre se hicieron más patentes los riesgos de un menor crecimiento económico ante las crecientes pruebas de desaceleración de la economía en Estados Unidos. Al mismo tiempo, los riesgos de inflación en el corto plazo se atenuaron al comenzar a descender los precios del petróleo. Tras haber sobrepasado los 75 dólares por barril en agosto, los precios al contado del crudo cedieron en torno a un 25% hacia finales de 2006. Esta disminución, junto con el concomitante descenso de los precios de la gasolina, incentivó el gasto de consumo en la última parte del año, particularmente en Estados Unidos.

La expansión de los cuatro últimos años contrasta en diversos aspectos con la registrada entre 1994 y 1997, otro cuatrienio en el que la economía mundial creció a un ritmo cercano o superior a su tasa tendencial (véase el Cuadro II.1). En primer lugar, las economías de mercado emergentes, sobre todo las asiáticas, han aportado al crecimiento mundial 1,25 puntos porcentuales más que hace una década, un dato que en buena medida se explica por el dinamismo de la economía china. Con todo, y desde una óptica más general, las reformas de calado introducidas parecen haber dinamizado el crecimiento en un gran número de economías de mercado emergentes (véase el Capítulo III). En segundo lugar, pese a los incrementos relativamente moderados de las rentas reales en los países industriales avanzados, la demanda de los hogares ha contribuido al crecimiento en estas economías en una proporción mayor (y el gasto empresarial, en una menor) que en la etapa de expansión anterior.

La actual expansión difiere de las anteriores

En tercer lugar, las condiciones de financiación han resultado mucho más alentadoras que hace una década. Las tasas de interés reales a largo plazo no han subido pese a la fortaleza del crecimiento mundial y a la progresiva eliminación desde 2004 de las políticas monetarias acomodaticias. Las reducidas tasas de interés han estimulado los precios de los activos financieros y reales en todo el mundo (véase el Capítulo VI), coincidiendo con una rápida expansión del crédito y una mayor profundización financiera (véase el Capítulo VII). En consecuencia, los cocientes de crédito sobre PIB han alcanzado, en conjunto, nuevos máximos históricos. Por último, los déficits presupuestarios estructurales han disminuido durante la actual expansión, pero en menor medida que a mediados de la década de los 90.

En particular, las condiciones de financiación han continuado relajadas

#### *Mercado cambio en la actividad económica mundial*

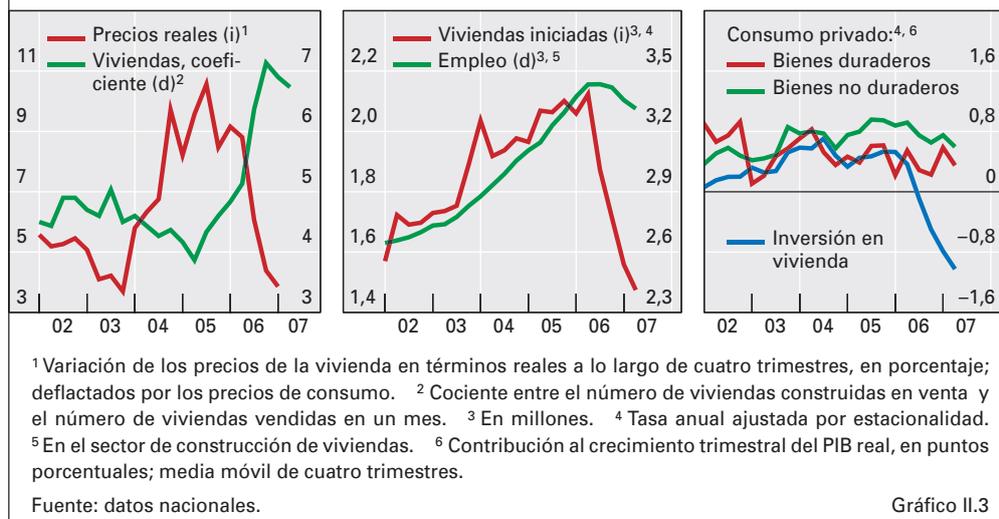
Los motores de la expansión mundial cambiaron en 2006. El crecimiento del producto se desaceleró en Estados Unidos desde una tasa anual superior al 4% en los dos primeros trimestres del año hasta situarse alrededor del 2% en el segundo semestre y en el 1,25% en el primer trimestre de 2007. Mientras tanto, el crecimiento de la demanda aumentó o se mantuvo firme en la mayoría de las restantes economías avanzadas, como la zona del euro, Japón, el Reino Unido y Canadá. El crecimiento de la demanda interna también continuó desempeñando una función importante en las principales economías de mercado emergentes de Asia, Europa central y oriental y América Latina (véase el Capítulo III).

Los motores del crecimiento mundial cambiaron en 2006

El menor crecimiento en Estados Unidos se explica principalmente por la brusca desaceleración de la actividad en el mercado de la vivienda. El número de viviendas iniciadas cayó un 35% en 2006, mientras se elevaba el parque de viviendas en venta (véase el Gráfico II.3). La inversión inmobiliaria residencial, que había aportado al crecimiento del PIB en torno a 0,5 puntos porcentuales en 2005, restó en promedio más de 1 punto porcentual, en tasa anual, durante el segundo semestre de 2006. Con todo, la economía estadounidense continuó creciendo a un ritmo moderado, dado que el consumo apenas pareció verse afectado por la desaceleración del sector residencial.

La corrección del mercado de la vivienda en EEUU...

## Anatomía de la desaceleración del mercado de la vivienda en EEUU



... por ahora poco marcada en comparación con el pasado...

Aunque el actual deterioro del mercado de la vivienda estadounidense ha sido notable, todavía parece poco marcado si se compara con la corrección previa de comienzos de los años 90. Tanto el número de viviendas iniciadas como la cifra de venta de vivienda nueva han descendido hasta ahora aproximadamente un 40%, frente a sendas caídas del 60% y 55% durante el ciclo anterior. De hecho, ambos indicadores siguieron rondando sus valores medios de largo plazo en el primer trimestre de 2007. El parque de vivienda nueva en venta pareció haber tocado techo, aunque la cifra continuó siendo elevada en comparación con el pasado.

... y atenuada por la apreciación de los activos

El continuo crecimiento de la renta y de la riqueza de los hogares limitó los efectos de la corrección del mercado inmobiliario residencial sobre el consumo en Estados Unidos. Expresados en términos reales, los precios de la vivienda cayeron en algunas de las regiones que antes habían registrado subidas particularmente acusadas, aunque a escala nacional los precios simplemente se estabilizaron. Al mismo tiempo, los activos financieros de los hogares siguieron revalorizándose con fuerza (véase un análisis más adelante). Quizá más importante fuese el que la tasa de desempleo permaneciera reducida y que incluso se mantuviera estable en el sector de la construcción residencial, que representa un 2,5% del empleo total en la economía estadounidense. De hecho, este nivel resulta notablemente elevado en relación con la cifra actual de viviendas iniciadas.

Indicios de recuperación clásica en la zona del euro

En el segundo semestre del pasado año, el crecimiento en la zona del euro fue superior al de Estados Unidos por vez primera desde 2002. La expansión parece haber seguido el patrón clásico de aumento inicial de las exportaciones, posterior auge de la inversión empresarial y del empleo y, por último, recuperación del consumo privado, aunque moderada. La tasa de desempleo cayó por debajo de los niveles observados en 2001, en la cima del ciclo anterior. La creación de empleo fue particularmente intensa en Alemania, con una caída de la tasa de desempleo de casi 1,5 puntos porcentuales en 2006. La recuperación de la economía alemana fomentó asimismo el crecimiento de sus principales socios comerciales europeos.

La economía japonesa sostuvo su ritmo de crecimiento pausado, aunque el patrón de crecimiento de la demanda siguió siendo un tanto desequilibrado. La inversión empresarial mantuvo su vigor, especialmente en los sectores orientados a la exportación, que se vieron respaldados por el intenso crecimiento de China y la debilidad del yen (véase el Capítulo V). El consumo siguió creciendo con solidez, aunque perdió parte de su vigor en el segundo semestre de 2006, pese a la reducida tasa de desempleo para esta fase del ciclo.

Continuó el crecimiento moderado en Japón

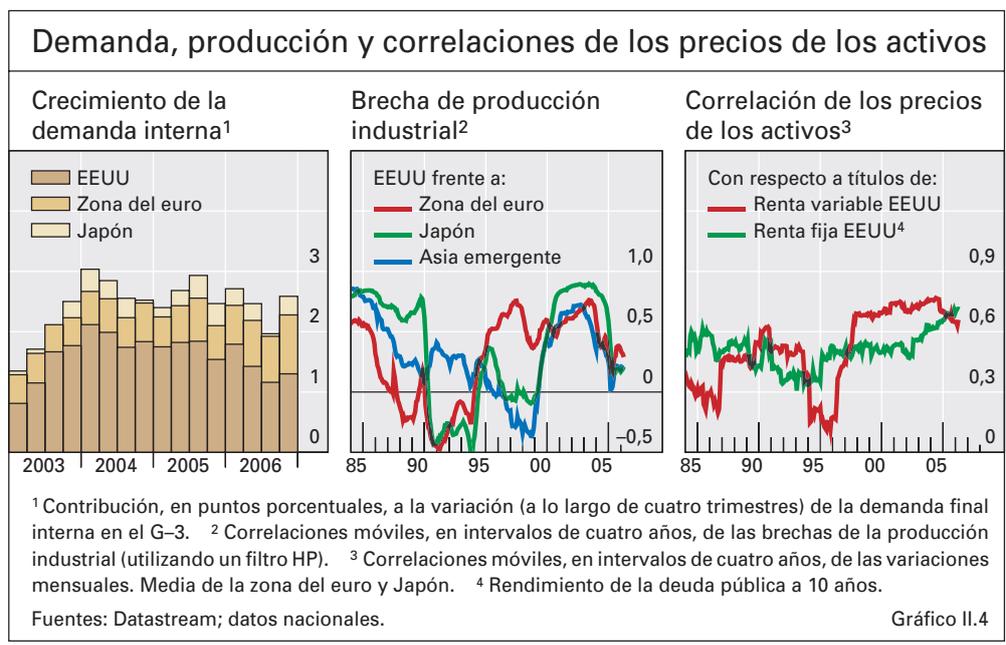
*¿Se ha desacoplado el resto del mundo del crecimiento estadounidense?*

Como resultado de estas tendencias, la contribución estadounidense a la expansión económica mundial disminuyó conforme avanzaba el año 2006. Mientras la demanda interna agregada de los países del G-3 continuó creciendo a una tasa cercana al 2,5%, la participación de Estados Unidos en esta cifra rondó únicamente el 50% en el segundo semestre de 2006, frente a una media del 70% en los tres años precedentes (véase el Gráfico II.4). Con todo, la desaceleración del crecimiento de la demanda interna estadounidense se circunscribió principalmente a los bienes no comerciables, ya que sus importaciones de bienes y servicios en términos reales continuaron creciendo en ese mismo período. Esta evolución, combinada con una demanda más sólida en otras áreas económicas, particularmente en Europa, contribuyó a sostener el fuerte crecimiento de las exportaciones de las principales economías de mercado emergentes. A comienzos de 2007, el valor de las exportaciones chinas a Europa rebasó, por vez primera, al de las dirigidas a Norteamérica.

La aparente reducción de la dependencia respecto del crecimiento de EEUU...

Ciertas tendencias observadas sugieren que la economía mundial podría haberse vuelto un tanto menos dependiente del ciclo económico de Estados Unidos que durante la última recesión en ese país en 2001. En los últimos años, la producción industrial en las principales áreas económicas ha mostrado una sincronía mucho menor con la de Estados Unidos que la

... parece reflejar el carácter distintivo del actual ciclo...



registrada a principios de la presente década. Esto se explica en parte por el hecho de que el ciclo previo, a diferencia de la actual expansión, obedeció al auge y posterior desplome mundiales del sector de bienes relacionados con la tecnología informática (TI), dando lugar a un estrecho paralelismo en la producción de estos bienes en las distintas regiones.

... con cambios en los patrones comerciales...

Por otra parte, en los últimos años se ha producido una mayor diversificación regional de las relaciones comerciales. Mientras que la apertura de las economías ha tendido a aumentar, la proporción de las exportaciones de las principales áreas económicas hacia Estados Unidos disminuyó entre 2001 y 2006 (con la notable excepción de China). El auge de las economías emergentes y el creciente comercio intrarregional han reducido desde 2001 esta exposición comercial directa —y quizás también la indirecta— a la economía estadounidense (véase el Cuadro II.2). Gran parte de la variación registrada en las exposiciones comerciales, por ejemplo en el caso de Japón y las economías asiáticas emergentes y América Latina, guarda relación con la integración de China en el mercado mundial (véase el Capítulo III).

... y el posible desacoplamiento de la confianza empresarial

Un indicio más reciente de que dicha dependencia con respecto al ciclo económico estadounidense podría haberse reducido es el continuo optimismo del sector empresarial de la zona del euro y de otras importantes economías a finales de 2006 y comienzos de 2007. Este desacoplamiento de la confianza anticipa buenas perspectivas a corto plazo, dado que este indicador suele estar correlacionado con la inversión empresarial.

Con todo, los vínculos a través de la actividad empresarial...

Con todo, persiste la incertidumbre sobre cómo podría afectar una debilidad más generalizada o prolongada de la economía estadounidense a la confianza empresarial entre las multinacionales. Por ejemplo, las empresas alemanas incluidas en el índice bursátil DAX generan alrededor del 70% de sus ingresos en el exterior de Alemania, de modo que un menor crecimiento en Estados Unidos podría repercutir de forma notable sobre sus expectativas de resultados y sus decisiones de inversión. Los vínculos comerciales mundiales acentúan cada vez más la potencial importancia de estos efectos, básicamente por la mayor integración internacional de los procesos productivos.

Exposición comercial frente a Estados Unidos								
	Exposición directa <sup>1</sup>		Exposición indirecta <sup>2</sup>		<i>Pro memoria: apertura comercial</i>			
					<i>Exportaciones/PIB<sup>3</sup></i>		<i>Importaciones/PIB<sup>3</sup></i>	
	2006	2001	2006	2001	2006	2001	2006	2001
Canadá y México	81,2	87,9	4,0	2,5	31	32	29	29
Europa	7,6	9,1	7,7	9,5	31	28	31	27
Japón	22,7	30,4	10,6	11,0	14	9	12	8
China	21,0	20,4	10,1	14,5	37	23	30	21
Otros países de Asia <sup>4</sup>	13,5	19,2	12,4	14,0	44	41	42	39
América Latina <sup>5</sup>	26,2	30,5	10,6	10,2	19	14	12	13

<sup>1</sup> Porcentaje de las exportaciones a Estados Unidos con respecto a la cifra total de exportaciones. <sup>2</sup> Exposición a través de las exportaciones a países distintos de Estados Unidos, calculada multiplicando la suma de los porcentajes de exportación de esos países por sus porcentajes de exportación directa a Estados Unidos. <sup>3</sup> En porcentaje. <sup>4</sup> Excluida China. <sup>5</sup> Excluido México.  
Fuentes: FMI, *Direction of Trade Statistics*; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro II.2

Evolución fiscal reciente y proyecciones a medio plazo <sup>1</sup>										
	Posición financiera			Posición estructural <sup>2</sup>			Deuda pública bruta		Cambio en la posición fiscal a medio plazo <sup>3</sup>	
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2006	2007	Posición financiera	Deuda pública bruta
Estados Unidos	-3,7	-2,3	-2,7	-3,6	-2,5	-2,8	62	62	1,0	1
Zona del euro	-2,4	-1,6	-1,0	-1,5	-1,0	-0,8	76	74	0,9	8
Alemania	-3,2	-1,7	-0,7	-1,9	-1,1	-0,8	71	69	0,4	2
España	1,1	1,8	1,5	1,3	1,9	1,5	47	43	-0,6	5
Francia	-3,0	-2,6	-2,3	-2,0	-1,7	-1,7	75	74	1,5	6
Italia	-4,3	-4,5	-2,5	-3,2	-3,4	-2,0	120	119	2,1	4
Japón	-6,4	-2,4	-2,7	-5,9	-2,2	-2,7	179	179	1,6	7
Reino Unido	-3,3	-2,9	-2,7	-3,3	-2,8	-2,6	47	47	0,9	0
Canadá	1,4	0,8	0,8	1,3	0,7	0,8	68	67	0,0	22
Australia	1,4	1,5	1,4	1,3	1,6	1,5	16	15	-0,5	5 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Administraciones Públicas; en porcentaje del PIB. <sup>2</sup> Posición financiera ajustada por el ciclo, en porcentaje del PIB potencial. <sup>3</sup> Variación, en puntos porcentuales, entre 2006 y 2012 (2011 para Australia; 2008 para España). Una cifra positiva indica respectivamente una reducción del déficit/aumento del superávit y una reducción de la deuda bruta. <sup>4</sup> Deuda neta.

Fuentes: Comisión Europea; FMI; OCDE. Cuadro II.3

Un motivo para la cautela muy ligado a lo anterior reside en los vínculos financieros con Estados Unidos. La exposición de los restantes países a una desaceleración de la economía estadounidense, plasmada en sus tenencias de activos estadounidenses, se ha disparado en los últimos años. Los pasivos exteriores estadounidenses han crecido en más de 4 billones de dólares entre 2001 y 2005. La cartera de deuda ha crecido con notable rapidez desde 2001, pasando del 28% a aproximadamente el 34% de los pasivos exteriores estadounidenses. Además, la estrecha correlación en la evolución de los precios de los activos podría provocar que una corrección en los mercados financieros de Estados Unidos se propagase más allá de los tenedores de activos estadounidenses. En este sentido, los rendimientos de los mercados de renta variable de todo el mundo suelen mostrar una alta correlación con los de Estados Unidos. Las correlaciones entre los rendimientos de la deuda pública a largo plazo estadounidense y sus equivalentes europeos son también elevadas y han aumentado durante el periodo de auge de los precios de los activos y de la producción registrado desde mediados de 2003. Además, la correlación internacional entre los precios de los activos suele incluso aumentar cuando se producen correcciones en los mercados.

... y de los mercados financieros permanecieron estrechos

#### *Mejora de los resultados fiscales estructurales*

La situación fiscal de los países industriales avanzados por fin dio muestras de mejora en 2006. El déficit público estructural, que trata de extraer del déficit total su componente cíclico, disminuyó en Estados Unidos (en más de 1 punto porcentual del PIB), Alemania (0,75 puntos porcentuales) y Japón (3,75 puntos porcentuales, principalmente como consecuencia de cambios extraordinarios en las transferencias de capital) y únicamente

Los déficits estructurales disminuyeron en 2006...

creció levemente en Italia (véase el Cuadro II.3). En Estados Unidos y Alemania, la variación del déficit total fue incluso mayor, con sendos descensos superiores a 1,5 puntos porcentuales. Aunque en la mayoría de los países la mejora de los resultados fiscales obedeció a recaudaciones impositivas inusualmente elevadas, la contención del gasto también tuvo un papel destacado en Alemania y Japón.

... y continuaron mejorando con moderación a comienzos de 2007...

Los datos recientes sugieren asimismo una mejora sostenida de los resultados fiscales a comienzos de 2007. En Estados Unidos se prevé un descenso del déficit presupuestario federal hasta situarse en el 1,6% del PIB en el ejercicio fiscal de 2007, en torno a 1 punto porcentual por debajo del déficit del conjunto de las Administraciones Públicas y el menor desde 2002. Dentro de la zona del euro, las proyecciones apuntan a que en 2007 los déficits se mantendrán o reducirán por debajo del límite del 3% del PIB en la mayoría de países inmersos en el procedimiento del déficit excesivo, incluida Italia, donde se espera un descenso del déficit presupuestario de 2 puntos porcentuales. Desde el comienzo de 2007, Alemania incrementó en 3 puntos porcentuales el tipo impositivo del IVA, con el propósito de reducir su déficit total para este año por debajo del 1% del PIB. En Japón, el proyecto del presupuesto para el año fiscal 2007/08 contempla una reducción del déficit primario próxima al 1% del PIB, como anticipo del plan para lograr un superávit primario en el presupuesto del Estado en el ejercicio fiscal 2011/12.

... aunque la consolidación fiscal duradera aún es un objetivo lejano

Con todo, la consolidación fiscal duradera sigue siendo un objetivo lejano en la mayoría de los países industriales avanzados. Los niveles de deuda pública son elevados en muchas de las principales economías y su reducción se prevé a paso de tortuga en el medio plazo. Especialmente preocupantes resultan los persistentemente altos niveles de deuda en Italia y Japón, pese a las bajas tasas de interés y, en el caso de Japón, el crecimiento de su economía por encima de su tendencia. De cara al futuro, los desafíos fiscales serán incluso mayores, conforme el envejecimiento de la población afecte a los presupuestos públicos y, quizá incluso con mayor intensidad, al comportamiento de los hogares en las próximas décadas (según se examina más adelante).

#### *Las posiciones por cuenta corriente se estabilizaron, pero persistieron los desequilibrios subyacentes*

Las balanzas por cuenta corriente se estabilizaron por el abaratamiento del petróleo...

Durante el pasado año, las balanzas por cuenta corriente se estabilizaron en líneas generales expresadas en porcentaje del PIB. En concreto, el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos permaneció en torno al 6,5% del PIB (véase el Cuadro II.4), favorecido en buena medida por el abaratamiento de la energía hacia finales de 2006, como atestigua el descenso del déficit de la balanza comercial petrolera estadounidense en cerca de 20.000 millones de dólares en el cuarto trimestre. En el conjunto de 2006, el déficit por cuenta corriente de los países importadores de petróleo se mantuvo en torno al 1% del PIB, frente al aumento en un 0,5% del PIB en 2005. En consecuencia, los superávits de los países exportadores de petróleo crecieron menos que en el año anterior, permaneciendo su superávit conjunto por cuenta corriente básicamente constante en el 9,25% del PIB, cuando en 2005 se había incrementado en más de 3 puntos porcentuales.

Balanzas por cuenta corriente mundiales						
En miles de millones de dólares de EEUU						
	Media 1991-2002	2003	2004	2005	2006	Pro memoria: 2006 <sup>1</sup>
Estados Unidos	-202	-528	-665	-792	-857	-6,5
Zona del euro <sup>2</sup>	15	36	97	8	-29	-0,3
Japón	106	136	173	166	172	3,9
Otros países industriales avanzados	1	54	56	64	63	1,1
China	16	46	69	161	239	9,1
Otras economías asiáticas emergentes	19	117	104	84	102	2,8
América Latina	-46	8	20	35	49	1,7
Europa central y oriental	-14	-36	-58	-63	-89	-6,7
Economías exportadoras de petróleo	12	139	234	402	472	9,3
Arabia Saudita	-5	28	52	87	96	27,4
Noruega	11	28	33	47	56	16,7
Rusia	14	35	59	83	96	9,8
Economías importadoras de petróleo	-114	-212	-275	-451	-490	-1,1
Avanzadas	-86	-339	-394	-626	-728	-2,2
Emergentes	-27	127	118	175	239	2,3

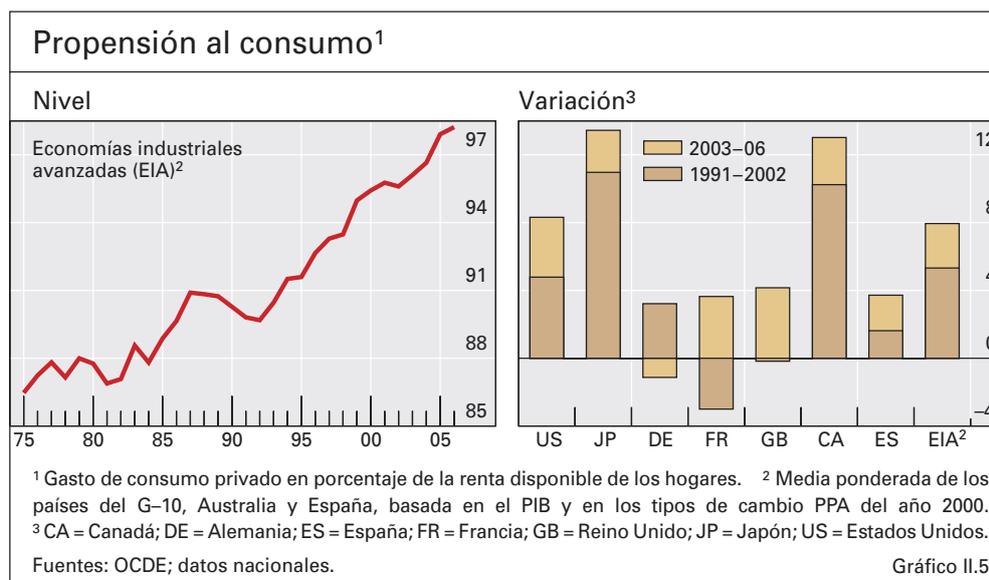
<sup>1</sup> En porcentaje del PIB. <sup>2</sup> Suma de la balanza de cada país integrante de la zona del euro.  
Fuentes: FMI; datos nacionales. Cuadro II.4

Otro factor que también evitó el aumento de los desequilibrios por cuenta corriente fue el mayor equilibrio de la expansión económica mundial. Las exportaciones de productos estadounidenses aumentaron más de un 10% en términos reales, la mayor tasa desde el año 2000, alentadas por el crecimiento más intenso de sus principales socios comerciales. La zona del euro registró un pequeño déficit por cuenta corriente, tras registrar su balanza prácticamente un equilibrio en 2005 y un superávit moderado en 2004. Las economías asiáticas emergentes (excluida China) y América Latina contabilizaron ligeros aumentos de sus superávits por cuenta corriente como porcentaje del PIB.

Las fluctuaciones de los tipos de cambio efectivos reales en 2006 parecen haber sido aún demasiado pequeñas como para reducir sustancialmente los desequilibrios externos. El dólar se depreció un 4% en términos efectivos reales, pero sigue cotizando apenas un 5% por debajo de su media de largo plazo (véase el Capítulo 5). De forma correspondiente, el euro se apreció alrededor de un 5%. Al mismo tiempo, sin embargo, el yen cedió un 6,5% y el superávit por cuenta corriente japonés aumentó hasta rozar el 4% del PIB. Además, los tipos de cambio de numerosos países asiáticos con superávits en sus cuentas corrientes se apreciaron sólo de forma moderada e incluso algunos llegaron a depreciarse. En concreto, la moneda china se depreció en torno a un 1% en términos efectivos reales. En este contexto, el superávit por cuenta corriente chino creció un 50%, situándose por encima del 9% del PIB.

... y el crecimiento más equilibrado

Moderación sostenida de las variaciones de los tipos de cambio efectivos reales



Persistencia de peculiares patrones de ahorro...

Por otra parte, parecen persistir los principales determinantes de los desajustes entre ahorro e inversión internos que subyacen a los desequilibrios en las balanzas de pagos. Al respecto, quizás lo más destacado fuese que la tasa de ahorro de los hogares en Estados Unidos siguió en territorio negativo en 2006. El moderado aumento de la tasa de ahorro nacional en ese país obedeció principalmente a la reducción del déficit público. Mientras tanto, las tasas de ahorro de las economías emergentes de Asia volvieron a situarse en cotas altas y, de hecho, en China parecen haberse mantenido en niveles récord durante el pasado año.

... e inversión

La inversión mundial mantuvo un patrón desigual. La menor inversión residencial en Estados Unidos contribuyó a una reducción de la brecha del ahorro nacional, magnitud que apenas registró cambios en otras economías avanzadas. El crecimiento de la inversión de las empresas estadounidenses sufrió una notable desaceleración conforme avanzaba el año; de hecho, la inversión fija no residencial descendió en el cuarto trimestre de 2006. La inversión empresarial creció en los países asiáticos emergentes, pero al igual que en años previos, se debió por completo al auge de la economía china, donde la inversión en términos del PIB alcanzó un nuevo máximo histórico. En otros países de la región, la inversión en maquinaria y bienes de equipo mantuvo su atonía.

### Consumo de los hogares en los países industriales avanzados

La propensión al consumo...

Durante la actual expansión económica, el consumo de los hogares ha contribuido de forma extraordinaria al crecimiento del PIB en los países industriales avanzados, pese al moderado crecimiento de la renta familiar. El incremento anual medio de la renta real disponible de los hogares fue, en términos agregados, algo inferior al 2% en 2003-06, en comparación con cifras en torno al 2,5% durante la segunda mitad de la década de los 90 y al 3% entre 1975 y 1990. En cambio, el consumo creció a una tasa anual media cercana al 2,5% entre 2003 y 2006. En consecuencia, la proporción del

consumo sobre la renta disponible, que en numerosas economías avanzadas había mantenido una tendencia alcista desde comienzos de los años 90, alcanzó nuevos máximos en el periodo analizado (véase el Gráfico II.5).

En los últimos cuatro años, el aumento de la propensión al consumo y el concomitante descenso de la tasa de ahorro familiar han tenido lugar de forma generalizada, especialmente en Estados Unidos, pero también en otros países como Japón, el Reino Unido, Francia y España. En algunas economías, sobre todo en la estadounidense, el consumo ha sido superior a la renta disponible en los últimos años, dando lugar a tasas de ahorro familiar negativas. Alemania ha constituido una notable excepción a esta tendencia, ya que su propensión al consumo ha caído desde comienzos de la presente década.

Varios factores parecen haber respaldado la fortaleza del gasto de los hogares en el reciente entorno de moderación del crecimiento de la renta. En primer lugar, el valor de los activos de los hogares ha crecido con rapidez. En segundo lugar, y en relación con lo anterior, el aumento del valor de las garantías y las innovaciones financieras de la pasada década han relajado las restricciones crediticias sobre los hogares. Además, las reducidas tasas de interés han contribuido a moderar la carga del servicio de la deuda. En resumidas cuentas, la mejora de la situación patrimonial y financiera de los hogares parece haber alentado el consumo pese a los elevados pasivos fiscales ocultos.

... ha aumentado en numerosas economías avanzadas

Factores que respaldan el elevado gasto de los hogares

#### *Cambios en la riqueza y el endeudamiento de los hogares*

Durante la actual etapa expansiva, el valor de los activos de los hogares ha aumentado de forma rápida y generalizada en la mayoría de las economías avanzadas. Desde finales de 2002, la proporción de los activos totales sobre la renta disponible ha crecido entre un 15% y un 20% en Estados Unidos, la zona del euro y el Reino Unido (véase el Gráfico II.6). Este incremento, cuya magnitud prácticamente coincide con el de la renta anual disponible, ha llevado los coeficientes de activos sobre la renta a máximos históricos en estas economías. Japón ha sido una notable excepción a esta tendencia, ya que la relación entre activos y renta apenas ha variado en los últimos quince años.

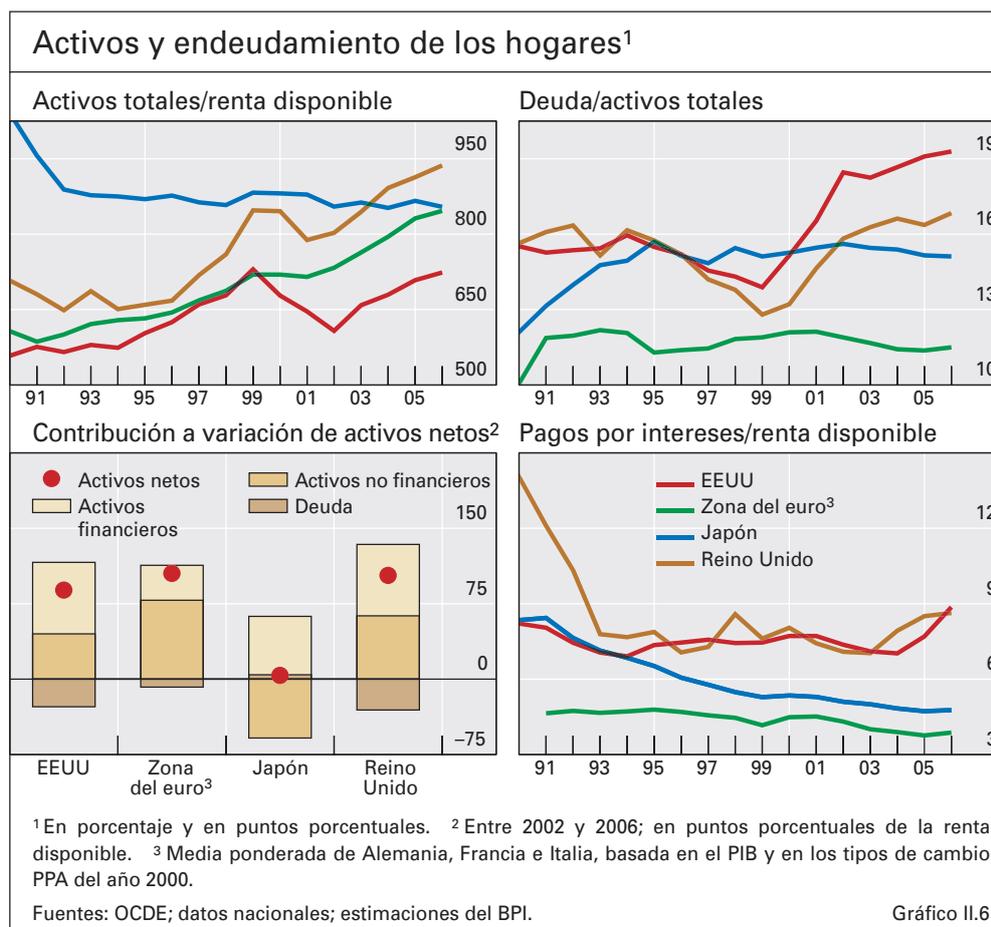
Rápido aumento del valor de los activos de los hogares...

La mayor parte de ese incremento se ha plasmado en activos financieros tanto en Estados Unidos (60%) como en el Reino Unido (55%). El grueso del crecimiento de la cartera de activos financieros —tres cuartas partes del mismo en Estados Unidos— corresponde a plusvalías, principalmente en títulos de renta variable y en los fondos de pensiones y de inversión colectiva que han invertido en ellos, y el resto a compras netas de activos financieros. En Japón, la revalorización de los activos financieros y la depreciación de los activos inmobiliarios han tendido a compensarse.

... plasmado en activos financieros...

El aumento del valor de los activos no financieros también ha sido en general considerable. En la zona del euro, donde la proporción de activos financieros es relativamente menor, los incrementos de valor de las viviendas y de los bienes duraderos fueron incluso predominantes. En los últimos años, los precios de la vivienda han subido con rapidez en la mayoría de las economías avanzadas (véase Cuadro II.5). Esto, más que la acumulación de nuevos stocks de viviendas o de bienes de consumo duradero, es lo que

... y no financieros



explica el grueso del crecimiento de los activos no financieros. En Estados Unidos, por ejemplo, la acumulación neta de activos físicos (incluida la vivienda) sólo ha representado en torno al 40% del incremento del valor de los activos no financieros de los hogares desde finales de 2002.

Coincidiendo con el creciente valor de los activos, el crédito a los hogares ha registrado una brusca expansión en numerosos países industriales avanzados, especialmente en aquéllos con mercados de la vivienda con fuerte crecimiento, como Estados Unidos, el Reino Unido, Francia, España y numerosas economías avanzadas de menor tamaño. Como resultado, el volumen de deuda hipotecaria ha crecido considerablemente en todos estos países (véase el Cuadro II.5).

Al crecer ambos lados del balance de los hogares, su apalancamiento total (el cociente de deuda sobre activos) ha variado mucho menos. En la zona del euro, la deuda ha tendido a crecer en tándem con el valor de los activos (véase el Gráfico II.6). Sin embargo, en Estados Unidos y el Reino Unido la deuda ha crecido a un ritmo incluso mayor de lo que lo ha hecho el valor de los activos. En Japón en cambio, tanto la deuda como los activos han mantenido en la última década una trayectoria ligeramente descendente en relación con la renta disponible, dado que los precios de los inmuebles han tendido a disminuir hasta fechas recientes.

La deuda de los hogares se ha visto en general alentada por las reducidas tasas de interés aplicadas a la clientela minorista. Entre 2003 y 2006, las tasas

Rápida expansión del crédito a los hogares...

... pero menor aumento del apalancamiento

Precios de la vivienda y deuda hipotecaria					
	Variación de los precios de la vivienda <sup>1</sup>			Variación de la deuda hipotecaria para vivienda <sup>2</sup>	
	1996-2002	2003-05	2006	2003-05 <sup>3</sup>	2006
Noruega	8,3	7,2	16,4	7,5	-0,8
Dinamarca	7,1	12,4	12,3	17,0	5,1
Suecia	8,0	8,9	10,5	6,7	2,5
Nueva Zelanda	4,0	17,2	9,6	18,6	7,3
Canadá	3,7	9,7	9,4	5,0	2,3
España	7,7	16,1	9,1	16,0	6,1
Reino Unido	11,9	8,1	9,1	12,7	4,7
Australia	9,1	7,0	8,9	18,1	4,3
Francia	6,2	13,3	6,6	6,9	3,0
Italia	3,7	9,2	6,4	5,1	1,3
Estados Unidos	5,7	10,9	5,9	14,3	1,7
Finlandia	8,2	7,3	5,7	9,1	2,1
Países Bajos	11,2	3,9	5,3	13,2	-0,3
Japón	-4,7	-3,8	4,1	-0,1	-0,2
Suiza	0,4	2,0	1,8	12,3	1,1
Alemania	-0,7	-1,7	0,0	4,6	-0,6

<sup>1</sup> Las cifras corresponden al final del periodo; variación nominal anual, en porcentaje; para Japón, precios del terreno en seis grandes ciudades. <sup>2</sup> En puntos porcentuales del PIB. <sup>3</sup> Cambios acumulativos.

Fuentes: diversas asociaciones inmobiliarias; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro II.5

de interés hipotecarias habituales en los países recogidos en el Gráfico II.6 fueron en promedio 3 puntos porcentuales inferiores a los prevalecientes en la década de los 90. Los intereses aplicados a los particulares parecen reflejar el reducido nivel de las tasas de interés en todo el mundo y la mayor oferta de crédito. La relajación de los criterios de concesión de crédito, debido a la mayor competencia y al uso más generalizado de la titulización, ha contribuido a una notable expansión del crédito, otorgado incluso a hogares potencialmente menos solventes.

#### *Profundización financiera y consumo de los hogares*

Todos estos procesos podrían haber sostenido el crecimiento del consumo a través de un conjunto de canales estrechamente relacionados. En primer lugar, parece que los hogares simplemente han decidido consumir una mayor proporción de su renta corriente en vista del aumento del valor de sus activos. Aunque resulta difícil aislar este canal de otros, los estudios empíricos suelen hallar una influencia sustancial de la riqueza sobre el consumo. En el caso de Estados Unidos, por ejemplo, unas funciones de consumo sencillas permiten estimar que el mayor valor de los activos contribuyó al consumo en el periodo 2003-06 incluso más que el crecimiento de la renta disponible. Los efectos riqueza en otras economías parecen haber sido menores, aunque significativos.

En segundo lugar, el aumento del valor de los activos ha ampliado la capacidad de endeudamiento de los hogares. En concreto, la extracción de riqueza inmobiliaria mediante endeudamiento garantizado por el mayor valor

Descenso de las tasas de interés aplicadas a la clientela minorista

Efectos positivos sobre el consumo, derivados del aumento del valor de los activos...

... de un mayor endeudamiento...

neto de las viviendas ha sido una importante fuente de financiación, especialmente en países anglosajones. En Estados Unidos, por ejemplo, las estadísticas de flujos de fondos sugieren que la citada extracción de riqueza inmobiliaria representó, en promedio, un 4,5% de la renta disponible de los hogares entre 2003 y 2005, y un 1,5% en 2006. Al mismo tiempo, es probable que su efecto directo sobre el consumo haya sido inferior al que sugieren estas cifras. De hecho, encuestas realizadas en Australia y Estados Unidos revelan que únicamente en torno a una quinta parte de la riqueza inmobiliaria extraída se destinó a consumo.

... y de una carga de la deuda estable como resultado de las bajas tasas de interés...

En tercer lugar, las reducidas tasas de interés aplicadas a la clientela minorista han permitido a los hogares elevar su nivel medio de endeudamiento sin un incremento proporcional del servicio de la deuda. La proporción que representan los pagos totales por intereses sobre la renta disponible ha disminuido en la zona del euro y, hasta hace poco, ha crecido moderadamente en Estados Unidos y el Reino Unido. El servicio de la deuda también parece haber permanecido básicamente estable en otras economías avanzadas, aunque con alguna excepción, como Australia.

... y de la sustitución de modalidades de crédito

Por otra parte, la contención de los indicadores del pago de intereses también refleja hasta cierto punto la sustitución de crédito al consumo por crédito más barato ligado a la vivienda. Aparte de moderar los pagos totales por intereses, esta evolución ha prolongado el plazo de vencimiento medio de la deuda de los hogares. Además, al menos en Estados Unidos, parte del incremento del servicio de la deuda hipotecaria ha reemplazado a otras obligaciones de pago como alquileres, ya que un mayor número de prestatarios marginales han pasado a ser propietarios. Así pues, las obligaciones financieras de los hogares medidas en sentido más amplio no han crecido tan rápido como los intereses de la deuda hipotecaria.

La capacidad de suavizar el consumo parece haber aumentado

Además de alentar un mayor crecimiento del consumo, todos estos procesos parecen haber facilitado una suavización del gasto de los hogares mayor que en el pasado. En los últimos 10 años, la variación del crecimiento de la renta total de los hogares ha sido similar a la observada durante la década anterior (véase el Cuadro II.6). Al mismo tiempo, sin embargo, el crecimiento del consumo ha tendido a fluctuar mucho menos, con la notable

Medidas de renta y variabilidad del consumo <sup>1</sup>												
	Canadá		Francia		Alemania		Japón		Reino Unido		EEUU	
	Renta	Cons	Renta	Cons	Renta	Cons	Renta	Cons	Renta	Cons	Renta	Cons
1966–75	0,9	0,9	1,0	1,2	1,3	1,0	1,6	0,9	3,8	2,6	1,2	0,9
1976–85	2,4	1,4	2,6	1,4	2,3	2,5	2,4	0,8	3,0	2,6	1,0	1,0
1986–95	2,9	1,5	1,4	1,3	2,0	1,8	2,5	1,3	1,5	1,2	1,3	0,7
1996–2006	1,2	0,5	1,3	0,8	3,8	2,6	13,0	3,5	1,9	0,6	1,1	0,4
2003–06	1,0	0,4	1,6	0,5	7,0	6,3	3,1	2,1	1,2	0,7	1,1	0,4

<sup>1</sup> Coeficiente de variación del crecimiento trimestral en renta disponible de los hogares deflactada por el deflactor del consumo («renta») y el gasto en consumo final a precios constantes («cons»).

Fuente: datos nacionales.

Cuadro II.6

excepción de Alemania y Japón, donde la expansión patrimonial de los hogares ha sido relativamente escasa. Las estimaciones empíricas revelan también una disminución en la elasticidad-renta del consumo estadounidense en el último par de años. Estas observaciones están en consonancia con un proceso de mayor integración financiera que estaría reduciendo las restricciones de liquidez de los hogares.

### *¿Cuál es la capacidad financiera de los hogares?*

No resulta fácil discernir cuánto durará esta revalorización de los activos en la que se sustenta la expansión de la capacidad financiera de los hogares. En los 10 últimos años esta capacidad no se ha visto seriamente comprometida por retrocesos bruscos y simultáneos del valor de los activos en las principales economías. Por lo general, las perturbaciones financieras ocurridas hasta ahora han afectado a una única categoría de activos cada vez. La caída de las cotizaciones bursátiles en todo el mundo entre 2000 y 2002 coincidió con un crecimiento bastante rápido de los precios de la vivienda en la mayoría de los países industriales avanzados (a excepción de Alemania, Japón y Suiza). En ejercicios más recientes, los precios de la vivienda descendieron temporalmente en numerosas economías de menor tamaño, pero continúan subiendo a buen ritmo en términos nominales en muchas otras.

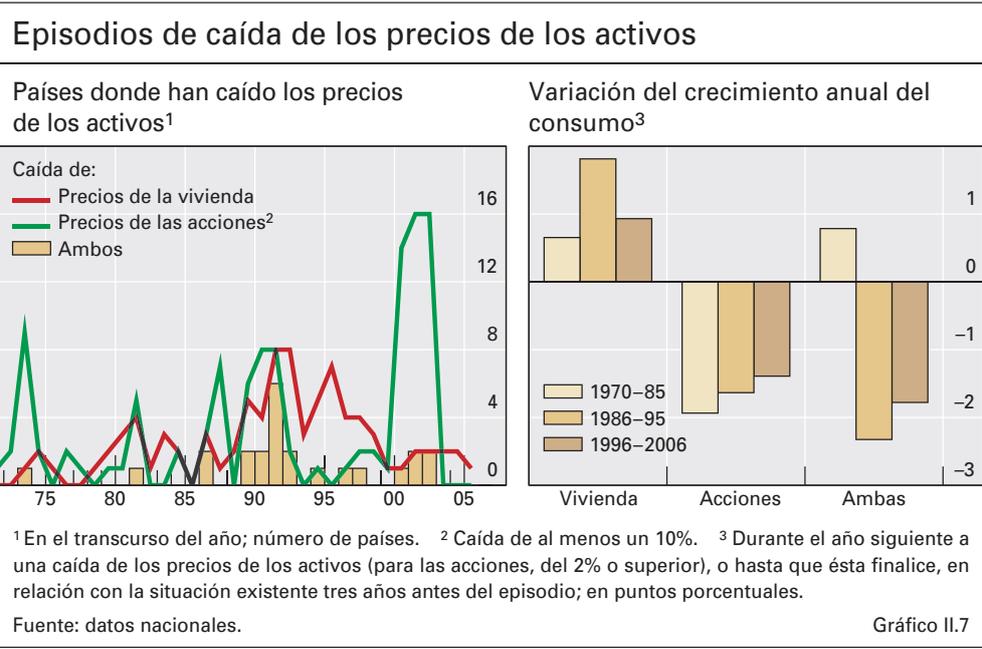
La experiencia de los países que han visto reducirse los precios de sus inmuebles residenciales en los últimos años sugiere que la absorción de las perturbaciones específicas a esta categoría de activos puede ser relativamente sencilla mientras acompañen otros factores relevantes para la situación patrimonial y financiera de las familias. Siempre que persista la solidez del entorno macroeconómico y del mercado de trabajo, un retroceso moderado de los precios de la vivienda conllevaría cierta retracción del consumo, pero probablemente no lo suficiente como para provocar una desaceleración económica significativa. Sin embargo, una caída más generalizada de los precios de los activos que coincidiese con una desaceleración macroeconómica —como fue el caso por ejemplo de los países nórdicos a comienzos de la década de los 90 y más recientemente de los Países Bajos— podría tener consecuencias más severas para el consumo. Dado que las caídas de las cotizaciones bursátiles suelen producirse en la antesala de recesiones, se considera que anticipan fuertes reducciones del consumo más frecuentemente de lo que lo hacen los descensos aislados de los precios de la vivienda (véase el Gráfico II.7).

Otro motivo para esperar consecuencias más benignas de bajadas aisladas de los precios de la vivienda tiene que ver con la distribución de la renta. En la mayoría de los países donde más rápido ha crecido el crédito ligado a la vivienda, el mayor endeudamiento se ha concentrado en los trabajadores con carreras profesionales avanzadas y rentas relativamente altas y, en particular, en los que ya eran propietarios. Estos grupos suelen poseer sustanciales recursos financieros y de otra naturaleza y su probabilidad de perder el empleo durante una recesión es inferior a la del trabajador medio, por lo que muestran más capacidad para asumir los riesgos de un mayor endeudamiento.

La capacidad financiera no se ha puesto seriamente a prueba

El impacto de los menores precios de la vivienda ha sido limitado...

... debido, en parte, a la distribución de la riqueza



Los riesgos en el mercado de baja calidad crediticia de EEUU...

Una excepción a este patrón podría haberse producido en Estados Unidos. Aunque la relajación de los criterios de concesión de crédito a los hogares durante el ciclo actual ha sido una constante en numerosos países, la notable expansión del crédito a prestatarios de alto riesgo parece haberse circunscrito a Estados Unidos. En ese país, el crédito hipotecario concedido a prestatarios de baja calidad crediticia en proporción al nuevo crédito hipotecario es mayor que en otras grandes economías y ha venido creciendo en relación al conjunto de su mercado hipotecario.

... han provocado un aumento de las tasas de morosidad

Buena parte de los créditos a prestatarios de baja calidad y otras formas de préstamo no tradicionales incorporaban cláusulas que preveían fuertes aumentos de las cuotas a pagar una vez transcurridos varios años de la vida del crédito, incluso aunque no subieran las tasas de interés del mercado. Estos calendarios de pagos crecientes han afectado notablemente a los prestatarios incapaces de refinanciar sus créditos o de vender sus propiedades obteniendo el beneficio previsto. El resultado ha sido un repunte acusado de la morosidad y de las insolvencias hipotecarias en Estados Unidos desde finales de 2006. Aunque este fenómeno se ha hecho más patente en el segmento hipotecario de baja calidad crediticia, la morosidad también ha crecido visiblemente entre los prestatarios cuyos términos contractuales estipulan tasas de interés variable y pagos ajustables, ya sean éstos de primera clase o que cumplen casi todos los requisitos para serlo.

*El papel de los pasivos fiscales ocultos*

Mayores transferencias sociales...

Aunque cada vez se tiene mayor consciencia de la existencia de pasivos fiscales ocultos, los programas públicos de bienestar social y las políticas tributarias parecen haber ofrecido pocos incentivos al ahorro de los hogares. Desde 1990, la proporción que representan las transferencias sociales percibidas sobre la renta total de los hogares ha crecido ligeramente en casi todos los principales países industriales. Esta tendencia ha sido más acusada

en los países donde el envejecimiento de la población ya viene incrementando el porcentaje de población jubilada, como Italia y Japón. En algunos países, incluido Estados Unidos, la participación de las transferencias sociales en la renta resulta en la actualidad ligeramente superior a la observada en etapas equivalentes de ciclos anteriores.

La renta de los hogares no sólo se ha beneficiado de un mayor volumen de transferencias sociales, sino también de una reducción de los impuestos. En comparación con las rentas salariales, el monto de los impuestos personales sobre la renta y el patrimonio disminuyó a finales de la década de los 90. Aunque el cociente entre estas dos variables ha comenzado a repuntar recientemente en algunos países coincidiendo con la maduración del ciclo expansivo y la realización y posterior gravamen de las plusvalías obtenidas, por lo general continúa siendo inferior al de comienzos de la presente década.

... y menores impuestos

Los pasivos fiscales relacionados con el envejecimiento de la población plantean serias dudas sobre la continuidad de estas dos tendencias. En los próximos 10 a 15 años, una proporción menguante de trabajadores deberá empezar a mantener a una proporción creciente de personas dependientes en todos los principales países industriales. A fin de mantener los actuales niveles de pensiones, asistencia sanitaria y otras prestaciones sociales, el gasto total relacionado con la edad de la población debería aumentar sustancialmente en las próximas cuatro décadas (véase el Cuadro II.7). Resulta, pues, evidente que tendría que producirse una fuerte subida de los impuestos para financiar ese aumento del gasto. En caso contrario, si el gasto adicional se financiara mediante endeudamiento, los cocientes de deuda pública sobre PIB podrían elevarse muy por encima de los niveles actuales, que en la zona del euro ya ascienden en promedio al 60%.

Los pasivos fiscales ocultos...

La evidencia empírica revela que el consumo y el ahorro de los hogares podrían ser muy sensibles a cambios en el estado de las finanzas públicas, especialmente si el nivel de deuda pública resulta ya elevado. Un ejemplo a este respecto podría constituirlo la debilidad del consumo observada en Alemania desde comienzos de la presente década, atribuida en parte a la preocupación de los hogares por las pensiones y prestaciones de asistencia sanitaria futuras. El momento preciso en que «suene la alarma» en los hogares

... podrían llegar a afectar al ahorro de los hogares

Efectos previstos del envejecimiento de la población sobre el gasto público										
	Gasto total relacionado con la edad de la población		Pensiones		Asistencia sanitaria		Asistencia de larga duración		Educación	
	Nivel 2005 <sup>1</sup>	Variación 2005-50 <sup>2</sup>	Nivel 2005 <sup>1,3</sup>	Variación 2005-50 <sup>2</sup>	Nivel 2005 <sup>1</sup>	Variación 2005-50 <sup>2</sup>	Nivel 2005 <sup>1</sup>	Variación 2005-50 <sup>2</sup>	Nivel 2005 <sup>1</sup>	Variación 2005-50 <sup>2</sup>
Unión Europea	22,4	3,8	10,6	2,2	6,4	1,5	0,9	0,6	4,5	-0,5
Japón	19,6	7,1	9,2	0,6 <sup>4</sup>	6,0	4,3	0,9	2,2	3,5	...
Estados Unidos	16,7	6,0	4,4	1,8 <sup>4</sup>	6,3	3,4	0,9	1,8	5,1	-1,0 <sup>4,5</sup>

<sup>1</sup> En porcentaje del PIB. <sup>2</sup> En puntos porcentuales del PIB. <sup>3</sup> Para Japón, ejercicio fiscal 2006; para Estados Unidos, 2000.  
<sup>4</sup> Variación desde el año 2000. <sup>5</sup> Incluye prestaciones familiares y por hijos a cargo.  
Fuentes: Comisión Europea; OCDE.

Cuadro II.7

dependerá de numerosos factores, incluido su nivel de ahorro actual. Con todo, seguramente las consideraciones más importantes serán el calendario y la naturaleza de las reformas de los sistemas públicos de pensiones y de asistencia sanitaria.

### *Perspectivas de cambio en el consumo y en el ahorro de los hogares*

Excepcional combinación de consumo y ahorro

La actual combinación de propensiones al consumo en máximos históricos y tasas de ahorro familiar muy reducidas observada en numerosos países industriales avanzados resulta excepcional. En última instancia, su sostenibilidad dependerá de si acaban confirmándose las expectativas de ingresos futuros permanentes en las que se basan las decisiones de gasto actuales. Factores como el intenso crecimiento mundial, el empleo creciente en numerosas economías y el nivel aún reducido de las tasas de interés parecen respaldar a corto plazo las expectativas de renta y las valoraciones de los activos. Al mismo tiempo, la expansión de la capacidad financiera de los hogares plantea importantes incógnitas a largo plazo, algunas de las cuales podrían ser relevantes en horizontes más cercanos.

Distinto carácter de la riqueza en acciones...

Un primer interrogante es si los aumentos de precio de los activos realmente implican un incremento de la riqueza de los hogares. La revalorización de sus carteras de acciones representa una mayor riqueza total en la medida en que reflejen expectativas correctas de futuros crecimientos de la producción. Aquí podría también incluirse la participación de los hogares de las economías avanzadas (a través de la diversificación internacional de las carteras de inversión) en los aumentos de productividad registrados en las economías emergentes de rápido crecimiento.

... y en vivienda

En el caso de los inmuebles residenciales, el aumento del precio de un parque de viviendas dado implica una redistribución de la riqueza, desde los actuales y futuros usuarios de servicios de la vivienda hacia los actuales propietarios, más que un aumento neto de la riqueza del conjunto de los hogares. Los mayores niveles de consumo actuales derivados de esa redistribución podrían quedar compensados más adelante por un mayor ahorro de los futuros usuarios de servicios de la vivienda. No obstante, las pautas de consumo de estos últimos podrían de hecho tardar en ajustarse.

El mayor endeudamiento podría continuar durante algún tiempo...

Una segunda incógnita se refiere al impacto del mayor grado de apalancamiento sobre el gasto de los hogares. Existen dudas sobre la continuidad del claro estímulo al consumo derivado del endeudamiento de las familias. Por una parte, el aumento de la capacidad de endeudamiento de los hogares garantizado por el mayor valor de los activos y, desde una óptica más general, la mayor oferta de crédito a las familias podrían alentar el crecimiento del consumo durante algún tiempo, especialmente en un entorno de constante innovación financiera y creciente competencia en el sector financiero.

... pero podría haberse elevado la sensibilidad de la capacidad financiera de los hogares

Por otra parte, el aumento de los niveles de deuda podría haber elevado la sensibilidad de la fortaleza financiera de los hogares a perturbaciones financieras y macroeconómicas. A nivel agregado, los cocientes de deuda sobre activos parecen aún relativamente bajos, pese a haber crecido en los países anglosajones en los dos últimos años. Una cuestión básica es qué sucedería si las tasas de interés a largo plazo subieran desde los niveles

históricamente bajos en que ahora se sitúan (véase el Capítulo VI). Buena parte de sus efectos dependería de los factores determinantes de dicha subida. Si ésta reflejara expectativas de mayor crecimiento, las cotizaciones bursátiles también podrían subir ante las mejores perspectivas de beneficios. En cambio, si la subida de las tasas de interés obedeciese a un aumento de las primas de riesgo o a una mayor inflación, seguramente conllevaría un descenso del valor actual neto de todas las categorías de activos, lo que podría también reducir la capacidad de los hogares para gestionar sus riesgos financieros y suavizar su consumo a lo largo del tiempo.

Por último, como se mencionó antes, los pasivos fiscales ocultos entrañan un riesgo difícil de cuantificar para la sostenibilidad del intenso gasto de los hogares. Aunque tanto el dilatado horizonte temporal de las tendencias demográficas como la economía política de las principales reformas del Estado de bienestar sugieren una escasa probabilidad de cambios bruscos en los patrones de ahorro y de consumo, no cabe descartar sorpresas durante el proceso de ajuste hacia unos sistemas de protección social menos generosos pero más sostenibles. Las dificultades financieras que afectan a los sistemas de pensiones no capitalizados o a los programas públicos de asistencia sanitaria podrían trastocar las expectativas de los hogares y elevar su propensión al ahorro en un periodo de tiempo relativamente corto.

El riesgo de los pasivos fiscales ocultos

## Evolución de la inflación

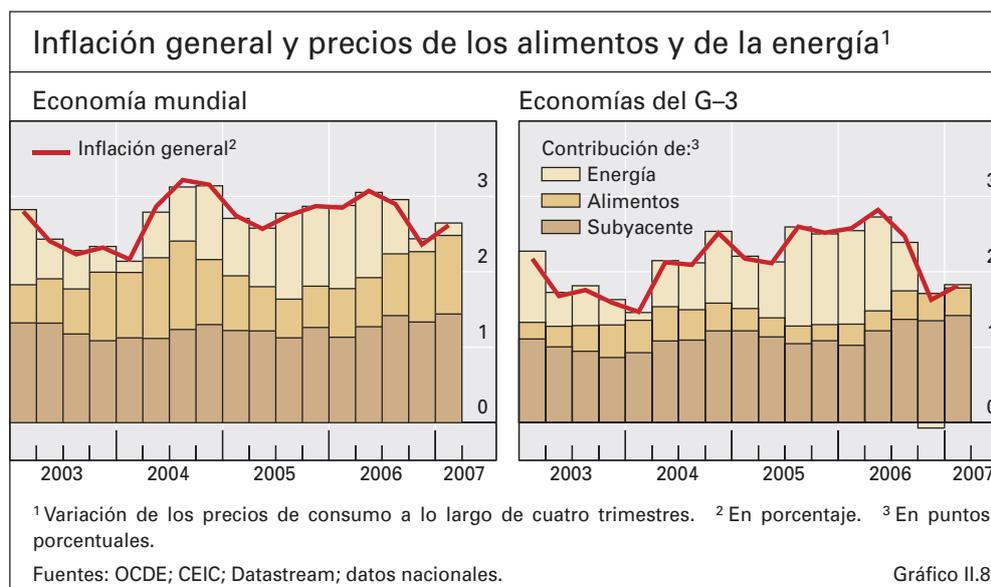
*La inflación general se redujo conforme cedía la presión de los precios de la energía*

La evolución de la inflación general mundial siguió muy de cerca la trayectoria de los precios de la energía durante el periodo analizado. En un entorno de encarecimiento del petróleo, la inflación mundial, medida por el índice de precios de consumo, aumentó hasta superar el 3% en el primer semestre de 2006, para caer con fuerza hacia finales de año ante el descenso de los precios de la energía (véase el Gráfico II.8). En el segundo trimestre, la inflación del IPC general superó el 4% en Estados Unidos, su tasa más alta desde comienzos de la década de los 90, para descender hasta el 2% hacia finales de año. En la zona del euro, los precios de la energía auparon la inflación general hasta el 2,5%, antes de retroceder por debajo del 2% a finales de 2006. En Japón, el abaratamiento de la energía llevó la inflación general a terreno negativo a comienzos de 2007. Las economías de mercado emergentes registraron fluctuaciones similares en sus tasas de variación anual del IPC general, aunque los efectos de la evolución de los precios del petróleo quedaron atenuados por la adopción de medidas administrativas en algunas economías asiáticas (véase el Capítulo III).

Los efectos de los precios del petróleo redujeron la inflación general...

En el segundo semestre de 2006, el impacto deflacionario del menor coste de la energía se vio compensado en parte por la mayor inflación de los precios de los alimentos, especialmente en las economías de mercado emergentes, donde los alimentos suelen representar más del 30% de la cesta de consumo, frente a un 15% en los países industriales avanzados. Los precios de los

... pero quedaron compensados en parte por el encarecimiento de los alimentos...



alimentos subieron en torno al 7% en las economías de mercado emergentes, debido sobre todo a una caída de la oferta. Así por ejemplo, pese a su moderación a comienzos de 2007, los precios del trigo en dólares se mantuvieron en torno a un 25% por encima de los cotizados un año antes, como consecuencia de sequías que diezmaron las cosechas en algunos de los principales países productores, como Australia.

No obstante, el encarecimiento de los alimentos podría preanunciar en cierta medida otro cambio más duradero de los precios relativos, similar a la subida observada en los precios del petróleo y de los metales básicos frente a los bienes de consumo manufacturados. Los precios del maíz y de la soja aumentaron con fuerza impulsados por una intensa demanda mundial. Uno de los principales desencadenantes de este encarecimiento parece ser las políticas encaminadas a reducir la dependencia del petróleo mediante la producción de biocombustibles. Otro factor, que podría acentuarse con el paso del tiempo, es que, como consecuencia del aumento de sus rentas, las economías emergentes han incrementado la demanda de alimentos de alta calidad y relativa escasez (como el pescado) o cuya producción requiere elevadas cantidades de insumos (como la carne).

La inflación, excluidos alimentos y energía, parece haber tendido gradualmente al alza durante 2006. Aunque esta dinámica parece consistente con la idea de que el encarecimiento de los productos básicos siguió teniendo un efecto bastante limitado en los precios de otros bienes, también podría indicar que las presiones inflacionistas subyacentes han aumentado. En Estados Unidos y la zona del euro, la inflación subyacente se aceleró en el transcurso de 2006 y permaneció elevada en 2007. Aunque parte de esta subida podría deberse a factores puntuales —como el aumento del IVA en Alemania—, en ninguna de esas dos economías se observaron indicios claros de reversión. En Japón, por su parte, pese a una leve tendencia al alza desde mediados de 2006, la inflación subyacente continuó siendo negativa.

... que podría perdurar en el tiempo

La inflación subyacente tendió a elevarse

*Persiste la incertidumbre sobre las presiones inflacionistas subyacentes*

El intenso crecimiento económico registrado por cuarto año consecutivo vino asociado con un nuevo aumento de la utilización de los recursos en todo el mundo. Los indicadores tradicionales de holgura productiva, como las brechas del producto y del desempleo, sugieren su práctica desaparición en las principales economías avanzadas (véase el Gráfico II.9). Además, la holgura productiva también parece estar desvaneciéndose en las economías de mercado emergentes, que registran en muchos casos tasas de desempleo en mínimos de varios años.

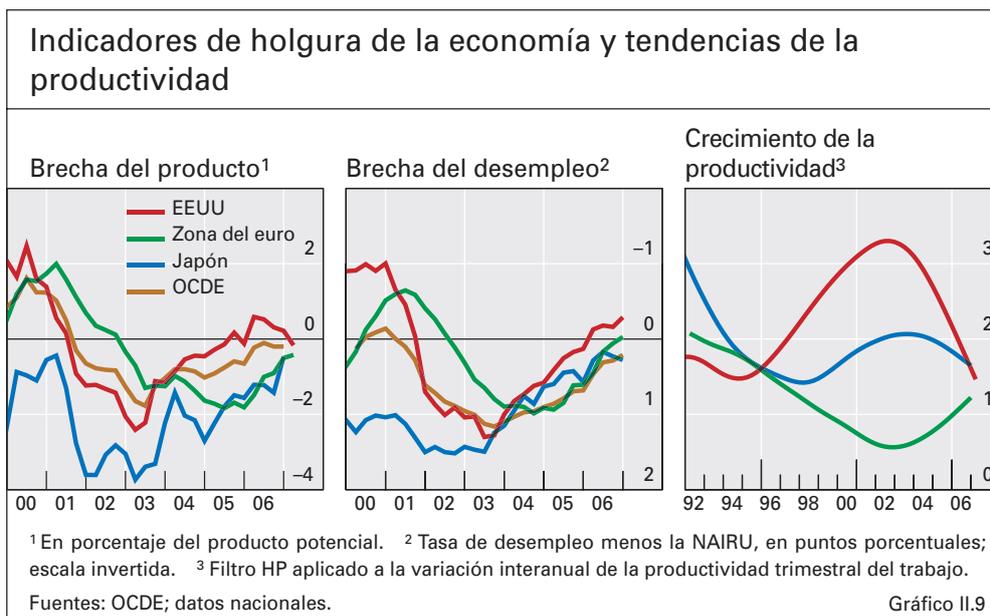
Existen indicios de que la desaparición de esta holgura podría haber elevado los riesgos inflacionarios. En Estados Unidos, diversos indicadores de remuneración de los asalariados dieron muestras de aceleración en un entorno de escasa oferta de mano de obra. En economías que atraviesan etapas menos avanzadas del ciclo, como Alemania y Japón, los sindicatos parecen haber planteado subidas salariales más agresivas. No obstante, las subidas salariales efectivas siguieron siendo moderadas en la zona del euro, y en Japón la tasa de crecimiento de los salarios se mantuvo negativa pese a la caída del desempleo.

La menor holgura en los mercados de trabajo coincidió también con una mayor participación de los salarios en la renta total de algunas economías situadas en etapas avanzadas del ciclo, como Estados Unidos y el Reino Unido, contradiciendo su tendencia decreciente a largo plazo. Algunos estudiosos sostienen que la remuneración de los asalariados en proporción del PIB es una variable que puede servir para aproximar el coste marginal real de producción, un determinante básico de la inflación. De hecho, el descenso de la participación de los salarios en la renta total puede explicar, junto con la brecha entre precios de importación relativamente bajos y precios internos más altos, una parte importante del proceso de desinflación experimentado en las últimas décadas (véase el Cuadro II.8).

Nuevo aumento de la utilización de los recursos...

... e indicios de presiones salariales

La creciente participación de los salarios también podría presagiar riesgos de inflación...



Evolución de la inflación y factores contribuyentes					
	Evolución de la inflación general <sup>1</sup>	Debido a cambios en la:		<i>Pro memoria: inflación general</i>	
		Participación de los salarios <sup>2</sup>	Diferencia entre precios de importación e internos <sup>2</sup>	<i>Media<sup>3</sup> 1975–89</i>	<i>Media<sup>3</sup> 1990–2006</i>
Estados Unidos	-3,1	-0,8	-0,8	5,4	2,3
Japón	-3,7	-0,6	-1,4	3,7	0,0
Alemania	-1,3	-0,3	-0,6	3,1	1,8
Francia	-6,3	-1,9	-1,3	7,9	1,6
Reino Unido	-6,0	-0,4	-3,1	9,0	2,9
Ocho países OCDE <sup>4</sup>	-4,7	-1,2	-1,8	6,6	2,0

Las contribuciones se calculan a partir de una regresión de la inflación de precios de consumo sobre sus propios niveles retardados, sobre los niveles y variaciones de la participación de los salarios, y sobre la diferencia entre precios de importación e internos (ambos retardados).

<sup>1</sup> Diferencia entre los valores medios de 1975–89 y de 1990–2006. <sup>2</sup> Contribución a esta diferencia. <sup>3</sup> Variaciones trimestrales anualizadas, en porcentaje. <sup>4</sup> Media simple de Alemania, Australia, Canadá, Estados Unidos, Francia, Japón, Reino Unido y Suecia.

Fuentes: OCDE; cálculos del BPI. Cuadro II.8

... pero con una notable incertidumbre

Con todo, resulta difícil extraer conclusiones firmes sobre cómo afecta a las perspectivas de inflación la evolución descrita en los párrafos anteriores. En primer lugar, el cálculo de los niveles de utilización de los recursos está plagado de dificultades, incluso en economías desarrolladas con sistemas estadísticos relativamente avanzados. La estimación de la holgura productiva resulta aún más compleja en las economías emergentes, lo que dificulta a su vez su cuantificación fiable a escala mundial. Existe asimismo una incertidumbre considerable sobre la tasa de desempleo por debajo de la cual cabría esperar una aceleración de la inflación. Los estudios empíricos sugieren que la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU) ha disminuido 1 punto porcentual o más en Estados Unidos desde mediados de la década de los 80 como resultado de diversas modificaciones institucionales en el mercado de trabajo de ese país. Las estimaciones de la NAIRU para la zona del euro también han sido rebajadas en una cuantía similar en los últimos dos años.

La identificación de tendencias de la productividad es compleja

En segundo lugar, el crecimiento de la productividad resulta difícil de medir, dada su variabilidad a lo largo del tiempo y la sujeción de los datos a importantes revisiones, lo que proyecta una densa sombra de incertidumbre sobre la interpretación de las observaciones más recientes. Por ejemplo, la cifra revisada del crecimiento de la productividad del trabajo en Estados Unidos desde el año 2000 ha resultado ser 1 punto porcentual por año superior a la estimada anteriormente, que es casi la mitad de la tasa total media. Además, siempre resulta complicado evaluar el grado en que las variaciones más recientes de la productividad reflejan factores estructurales en vez de cíclicos.

En tercer lugar, y relacionado con lo anterior, la evolución futura de los costes marginales de producción se presenta incierta. En las economías

avanzadas, la participación de los salarios en la renta total ha caído aproximadamente cuatro puntos porcentuales desde comienzos de la década de los 80. Esta tendencia a la baja observada en los países industriales no puede explicarse a partir de factores cíclicos. Estudios empíricos recientes avalan la opinión de que el progreso tecnológico y la globalización podrían haber generado una menor participación estructural de los salarios en la renta en los países industriales avanzados, posiblemente a través de una reducción del poder de negociación de los trabajadores.

La tendencia de la participación de los salarios podría reflejar factores estructurales

Por último, los posibles cambios en el proceso generador de inflación están rodeados de incertidumbre. Por ejemplo, se sabe que la sensibilidad de la inflación a la holgura productiva interna, medida por la brecha del producto o por la brecha del desempleo, ha disminuido en un amplio conjunto de países durante las dos últimas décadas. Pese a ello, su carácter indicativo de cara al futuro no es concluyente en un entorno de condiciones macroeconómicas cambiantes. Una posible interpretación gira en torno a un aplanamiento de las curvas de Phillips y por tanto la necesidad de mayores aumentos del desempleo que en el pasado para reducir la inflación. Otra posibilidad es que las citadas estimaciones reflejen en exceso y de forma espuria periodos recientes de fuerte crecimiento que no generaron mayor inflación. Si el motivo residiera en perturbaciones de oferta positivas, ocultas en el análisis pero con visos de continuar, el control de la inflación sería más sencillo y no más complejo.

Poco se sabe de los cambios en el proceso de inflación

En este contexto general, resulta difícil evaluar el grado en que las empresas podrían trasladar los mayores costes laborales a los precios de sus productos. Los elevados beneficios empresariales sugieren que las empresas disponen de margen para absorber costes laborales crecientes reduciendo sus márgenes. Así parece haber sucedido durante las etapas de incremento cíclico de la participación de los salarios en la renta total, a comienzos de la década de los 90 y en torno al año 2000, lo que llevó a que la inflación se mantuviera reducida y estable. Sin embargo, cada vez son más las empresas encuestadas en la zona del euro y en el Reino Unido las que prevén elevar los precios de sus productos, lo que podría indicar una capacidad creciente de repercutir los mayores costes a los consumidores, en un entorno de intenso crecimiento de la demanda.

¿Trasladarán las empresas sus mayores costes laborales?

La pertinencia de los bajos niveles de inflación en Japón podría considerarse un ejemplo de cómo la combinación de factores estructurales y cíclicos dificulta el análisis de las perspectivas de inflación y de los riesgos asociados. Los precios de los servicios apenas han variado desde 1999, mientras que en Estados Unidos y en la zona del euro han crecido a tasas interanuales del 1,5% y 4,5% respectivamente. Esta evolución se encuentra muy ligada a la atonía salarial, que ha sustentado unos elevados beneficios y una reducción de la deuda empresarial en un entorno de precios estables. Además, la desregulación ha tenido considerables efectos en los mercados de determinados bienes (por ejemplo, tarifas de telefonía móvil) y en los mercados de trabajo. También han sido significativos los menores precios tanto de las importaciones como de los bienes que compiten con ellas. Desde una óptica más general, el crecimiento económico y la restauración

¿Es ahora menos peligrosa la deflación japonesa?

de la estabilidad financiera implican que, pese a la persistencia de tasas de inflación cercanas a cero, la probabilidad de una eventual espiral deflacionista en Japón es ahora mucho menor que hace cinco años.

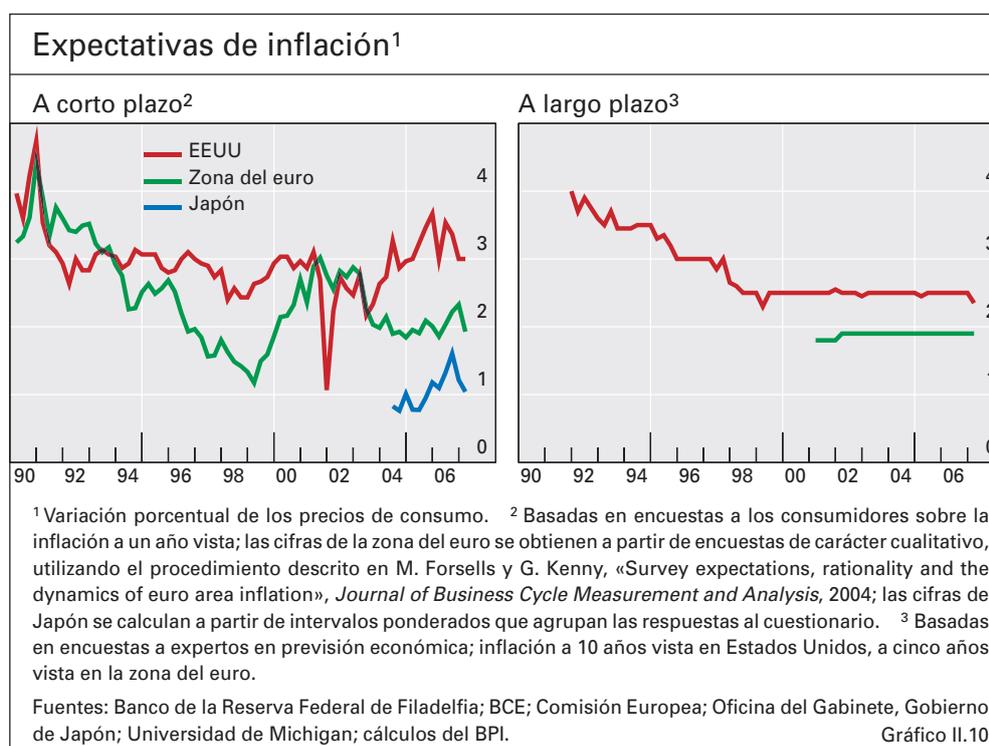
### El papel de las expectativas de inflación

La estabilidad de las expectativas de inflación a largo plazo es alentadora...

La relativa estabilidad de las expectativas de inflación a largo plazo podría ser indicativa de que los agentes económicos consideran poco probable que las actuales incertidumbres vayan a poner en peligro la estabilidad de precios. Mientras que las expectativas de inflación a corto plazo procedentes de encuestas a los hogares han fluctuado según evolucionaban los precios de la energía, las expectativas de inflación a largo plazo han permanecido extremadamente estables en los últimos años. En Estados Unidos, las expectativas de inflación medida por el IPC a 10 años vista, obtenidas de la Encuesta a Expertos en Previsión Económica, han permanecido prácticamente constantes en el 2,5% desde 1998. En la zona del euro, las expectativas de inflación a 5 años vista, basadas en una encuesta similar, también se han mantenido muy estables durante los últimos años en el 1,9% (véase el Gráfico II.10). También presentan un elevado grado de estabilidad las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado, como las tasas de inflación neutrales derivadas de los bonos a largo plazo indicados.

... pero puede crear una falsa sensación de seguridad

Sin embargo, en ocasiones se ha puesto en tela de juicio la fiabilidad de los indicadores de expectativas de inflación. Ciertas críticas se refieren a la calidad de las encuestas y otras subrayan que las oscilaciones temporales de las primas de riesgo y la insuficiente liquidez en los mercados limitan el contenido informativo de los indicadores basados en instrumentos de mercado. Una crítica más fundamental atañe al limitado conocimiento del



proceso de formación de expectativas. El hecho de que las expectativas de inflación a largo plazo parezcan haber permanecido bien ancladas durante los últimos años podría ser irrelevante como indicio de una eventual revisión de las mismas y, en tal caso, de la cuantía de esa revisión. Por ejemplo, si, como sostienen ciertos analistas, la experiencia es el factor determinante de las expectativas, entonces éstas podrían experimentar un fuerte aumento si se produjera un cambio considerable en la inflación tendencial o si la tasa de inflación superara un cierto umbral.

### Perspectivas: ¿oportuna moderación del crecimiento y la inflación?

Las previsiones de consenso para el año en curso apuntan a una moderación del crecimiento de la producción mundial hasta un nivel sostenible. Los analistas apuestan por que continúe en 2007 la expansión económica generalizada y se prolongue en 2008 a un ritmo algo inferior al de 2006 (véase el Cuadro II.9). Por otra parte, se prevé un retroceso de la inflación según se modera el crecimiento y se estabilizan los precios del petróleo. También se espera que una contracción adicional de los diferenciales de crecimiento contribuya a la reducción gradual de los desequilibrios por cuenta corriente.

El entorno macroeconómico parece favorable en muchos aspectos. Las condiciones de financiación siguen fomentando en general el crecimiento. El desempleo ha disminuido en las principales economías avanzadas y emergentes. Más importante quizás sea el cambio aparentemente tranquilo en la composición del crecimiento internacional por áreas económicas en los últimos trimestres, que avalaría la opinión de que la economía mundial ha ganado en flexibilidad y resistencia.

Pese a ello, planean importantes riesgos a corto plazo sobre el escenario base. La corrección del mercado de la vivienda estadounidense aún

Las favorables previsiones de consenso...

... se sustentan en una solidez económica generalizada

Crecimiento e inflación						
Variación anual media, en porcentaje						
	PIB real			Precios de consumo <sup>1</sup>		
	2005	2006	2007 <sup>2</sup>	2005	2006	2007 <sup>2</sup>
Total <sup>3</sup>	4,3	4,8	4,3	3,2	3,2	2,9
Economías industriales avanzadas <sup>3</sup>	2,4	2,9	2,3	2,3	2,4	1,9
Estados Unidos	3,2	3,3	2,1	3,4	3,2	2,4
Zona del euro	1,5	2,8	2,5	2,2	2,2	1,9
Japón	1,9	2,2	2,2	-0,3	0,2	0,1
Reino Unido	1,9	2,8	2,7	2,0	2,3	2,3
Otras economías <sup>4</sup>	2,8	2,9	2,8	2,0	2,3	1,8
Economías de mercado emergentes <sup>3</sup>	7,0	7,6	7,1	4,5	4,4	4,3

<sup>1</sup> Para la zona del euro y el Reino Unido, índice armonizado. <sup>2</sup> Consenso de previsiones publicadas en mayo. <sup>3</sup> Media de los principales países incluidos en Consensus Economics. <sup>4</sup> Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Nueva Zelandia, Suecia y Suiza.

Fuentes: Eurostat; © Consensus Economics; datos nacionales.

Cuadro II.9

Con todo, los riesgos a corto plazo para el crecimiento...

podría tener mayores consecuencias. Las recientes dificultades del mercado hipotecario de baja calidad crediticia podrían ahondar el parón en el mercado inmobiliario residencial a través de ventas forzosas de viviendas y de efectos adversos sobre la oferta de crédito. Aunque Europa y Asia parecen depender algo menos del crecimiento estadounidense que hace unos años, persisten incógnitas sobre la fortaleza del crecimiento del consumo en algunas de las principales economías. Además, poco se sabe sobre los riesgos de contagio derivados de las cambiantes relaciones comerciales y financieras internacionales. Por último, y en relación con lo anterior, una desaceleración económica podría conducir al proteccionismo.

... y la inflación persisten...

Las perspectivas de inflación también continúan siendo inciertas. Los precios de la energía y de otras materias primas han repuntado desde comienzos de 2007. Además, las tensiones inflacionistas subyacentes siguen patentes en las principales economías y no es obvio que la prevista moderación del crecimiento vaya a bastar para atenuar de forma significativa las presiones sobre los recursos. Al mismo tiempo, las tasas de utilización de la capacidad productiva parecen estar creciendo en las principales economías emergentes. Por último, los efectos de las subidas salariales sobre la inflación podrían ser difíciles de cuantificar para los bancos centrales de las economías industriales avanzadas, en especial después de un periodo tan prolongado de moderado crecimiento salarial.

... y en algún momento podrían afectar a los mercados financieros

Los resultados macroeconómicos también podrían depender de cómo reaccionasen los mercados financieros ante nuevos datos. Las primas de riesgo podrían incrementarse si la desaceleración económica en Estados Unidos fuera más intensa de lo esperado o si existieran dudas sobre la sostenibilidad de un crecimiento sólido en otras áreas. Asimismo, cualquier impresión de que los riesgos de inflación no están bajo control podría producir un ajuste en la valoración de esos riesgos. Los dos episodios de aumento de la volatilidad de los mercados financieros en mayo-junio de 2006 y febrero de 2007 nos recuerdan que las sorpresas negativas de inflación y de crecimiento pueden perturbar los mercados. Aunque la economía real no se vio afectada en dichas ocasiones, no cabe descartar esta contingencia en el futuro.